Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Julho 2021

Carlos Sequeira, CFA

New York – BTG Pactual US Capital LLC

Osni Carfi

São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

Bruno Lima

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Luiz Temporini

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.acoes@btgpactual.com

Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Objetivo da Carteira

A carteira tem como objetivo capturar as melhores oportunidades e performances do mercado de ações sugerindo cerca de 10 ações a cada mês. O processo de seleção dos ativos é realizado pelo time de estrategistas do Research do Banco BTG Pactual, com base em uma análise conjunta ao time de analistas, sem considerar necessariamente índices de referência ou liquidez.

Pontos Principais

Risco político em alta, mas a economia vai bem

Embora o ruído político tenha aumentado recentemente, as perspectivas econômicas gerais melhoraram significativamente nos últimos meses. Além disso, o ritmo de vacinação melhorou, aumentando as chances de o país dominar a pandemia em breve.

Mantendo nossa postura mais positiva; Adicionando a Cyrela e a Rede D'Or

Decidimos manter a exposição à construção civil, mas estamos substituindo a Gerdau pela Cyrela. As vendas de residências em maio e junho foram fortes e as margens devem melhorar. Estamos mantendo exposição à área de saúde, mas decidimos substituir a Hapvida pela Rede D'Or, pois esperamos que esta última divulgue resultados muito fortes no 2T e vemos a empresa muito bem posicionada para continuar a consolidação do setor.

WEG e Porto Seguro são as outras novidades

Estamos adicionando à 10SIM a gigante produtora de bens de capital WEG. Os resultados do segundo trimestre devem ser (mais uma vez) fortes e a crise hidrológica pode reforçar a necessidade de capacidade adicional de geração. Também estamos adicionando a Porto Seguro devido a um valuation atrativo, a elevação da taxa Selic e suas novas iniciativas de crescimento que podem ajudar a reajustar as estimativas da ação. Para abrir espaço para essas ações estamos retirando a Totvs, após alta de 21% nos últimos 2 meses, e a Eletrobras, pois tememos que a ação fique sem catalisadores nos próximos meses.

Vale, infraestrutura, bancos, varejo e Telecom mantêm seus lugares

Estamos mantendo a exposição a exportadora de commodities Vale, ao banco Bradesco, ao player de infraestrutura CCR, a varejista Renner e operadora de telecomunicações Oi.

Tabela 1: Carteira Recomendada de Ações (10SIM) para Julho de 2021

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R$ mn)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
Vale	Metais Básicos	VALE3	15%	581.063	2,6x	2,9x	3,5x	4,4x	2,4x	1,9x
Bradesco	Bancos	BBDC4	10%	231.223	N/A	N/A	9,9x	8,7x	1,7x	1,5x
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	135.821	28,5x	23,6x	59,2x	46,2x	8,3x	8,0x
Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%	39.597	13,2x	10,6x	26,6x	20,1x	5,5x	4,7x
CCR	Infraestrutura	CCRO3	10%	84.703	7,3x	7,4x	22,1x	20,2x	3,2x	3,2x
WEG	Bens de Capital	WEGE3	10%	141.361	36,6x	32,1x	52,8x	45,6x	11,0x	9,8x
Porto Seguro	Financeiro ex-Bancos	PSSA3	10%	17.106	N/A	N/A	11,7x	10,0x	1,9x	1,8x
BR Distribuidora	Petróelo & Gás	BRDT3	10%	31.082	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito
Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%	8.974	12,0x	9,3x	9,8x	7,2x	1,5x	1,4x
Oi S.A.	Telecomunicações	OIBR3	5%	9.097	5,0x	4,5x	N/A	N/A	0,7x	0,8x

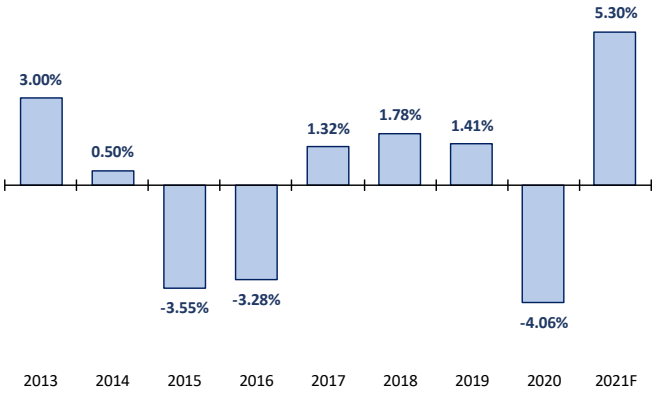
Fonte: BTG Pactual e Economatica

Risco político em alta, mas a economia vai bem

Após 3 meses consecutivos de recuperação e um início muito forte em junho, o Ibovespa encerrou o mês com leve alta em reais (0,6%). Em dólares, o índice teve mais um mês forte (alta de 5,6%), acumulando alta de 29% nos últimos 4 meses.

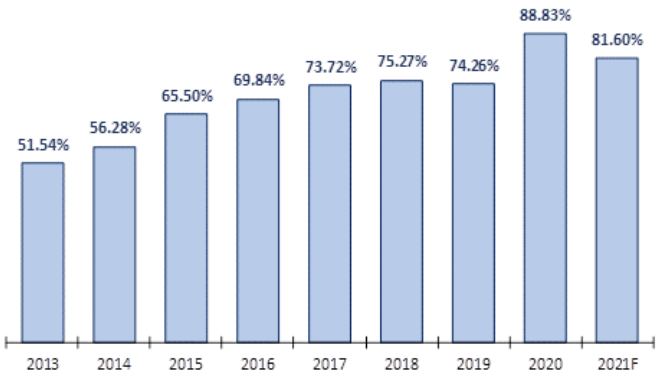
A recuperação econômica mais rápida do que a esperada - agora modelamos para 2021 um crescimento do PIB de 5,3% vs. 4,3% um mês atrás e 3,5% no início do ano - e a melhoria da situação fiscal (nossa equipe macroeconômica agora espera dívida bruta em relação ao PIB, no final do ano, em 81,6%, em comparação com as projeções acima de 90% há alguns meses) ajudam a explicar o aumento do otimismo e a recuperação do Ibovespa (em reais e em dólares).

Gráfico 1: Crescimento real do PIB (%)



Fonte: IBGE, estimativas do BTG Pactual

Gráfico 2: Dívida pública bruta (em % do PIB)



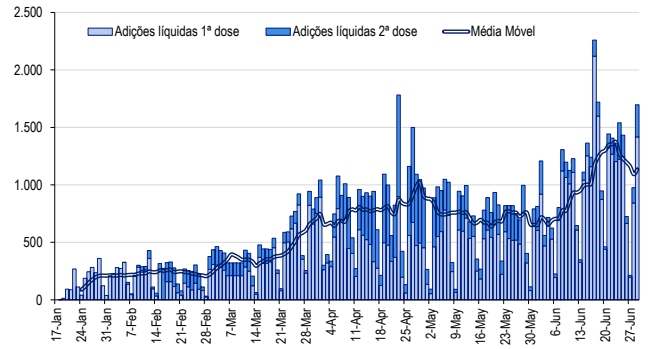
Fonte: Tesouro Nacional, estimativas do BTG Pactual

Campanha de vacinação acelerou em junho

Além disso, a campanha de vacinação se acelerou em junho, aumentando as chances de o país superar a pandemia nos próximos meses. A média de 7 dias de doses por dia aumentou para 1,1 milhão, em comparação com uma média de 734 mil em maio (+ 50%).

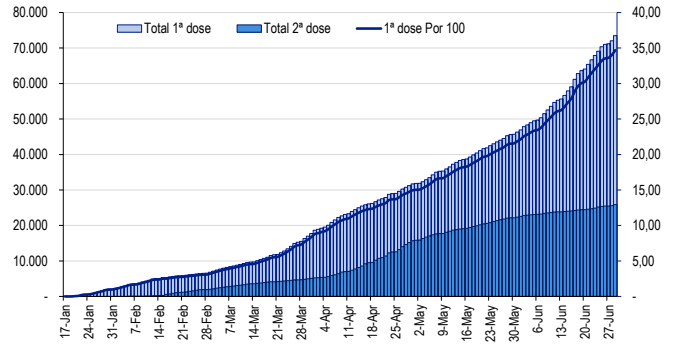
A essa altura, 35% da população brasileira já foi vacinada com pelo menos uma dose vs. 22% há um mês (gráfico 4). Nesse ritmo, o país teria entre 60-70% da população vacinada com pelo menos uma dose até o final de setembro.

Gráfico 3: Doses diárias no Brasil ('000)



Fonte: banco de dados Coronavirusbra1, departamentos estaduais de saúde

Gráfico 4:% da população vacinada com pelo menos 1 dose



Fonte: banco de dados Coronavirusbra1, departamentos estaduais de saúde

Ruído político em ascensão; Crise hídrica é motivo de preocupação

No mês passado, mencionamos que o que parecia ser um ambiente político com menos ruídos também contribuiu para o bom desempenho do Ibovespa. Em junho, o ambiente político voltou a se deteriorar na margem, após denúncias de um deputado federal sobre corrupção envolvendo a aquisição de vacinas da COVID-19 pelo Ministério da Saúde.

Até o momento, não há evidências que liguem o presidente às denúncias de corrupção, mas apenas as investigações, conduzidas por uma Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI), podem manter o ambiente político estressado por algum tempo, trazendo volatilidade aos mercados.

A crise hídrica é outro risco relevante a ser monitorado

Já se passaram quase 20 anos desde que o Brasil experimentou racionamento de energia. Desde então, o sistema de energia do país melhorou significativamente, com uma rede de transmissão mais robusta, e tornou-se menos dependente da geração hidrelétrica devido a um aumento significativo na capacidade de energia térmica e renovável. No entanto, devido aos níveis de chuva muito baixos recentemente, as conversas sobre um possível racionamento de energia estão de volta à mesa.

Os reservatórios no Brasil (SIN) estão, sim, em uma situação muito delicada. Ao final do período chuvoso, em abril, os reservatórios estavam com apenas 44% da capacidade - nível verificado apenas em mais quatro anos: 2001, 2014, 2015 e 2017.

Embora a situação seja crítica e que vale o monitoramento, não esperamos racionamento neste ano. A matriz energética do país mudou radicalmente nos últimos 20 anos, e agora as energias renováveis respondem por 12% da capacidade instalada do Brasil e as térmicas por 21% - a hidrelétrica é de 65% agora em comparação com 83% em 2001.

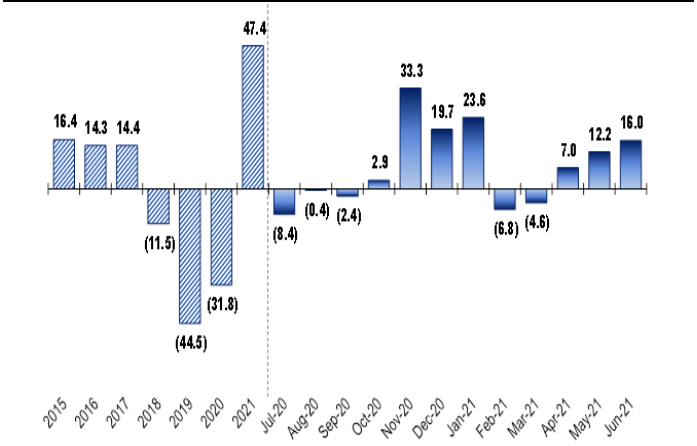
Acreditamos que a situação hídrica crítica aumentará os custos de energia, com impactos negativos sobre a inflação.

Fluxos de estrangeiros ganharam força em junho

Os investidores estrangeiros voltaram a comprar ações brasileiras. A recuperação econômica, a melhor situação fiscal e a aceleração da vacinação, que combinados reduziram o risco-país, estão impulsionando os fluxos estrangeiros para as ações brasileiras. Em junho, a captação foi de R$ 16 bilhões, após R$ 12 bilhões em maio e R$ 7 bilhões em abril (gráfico 5).

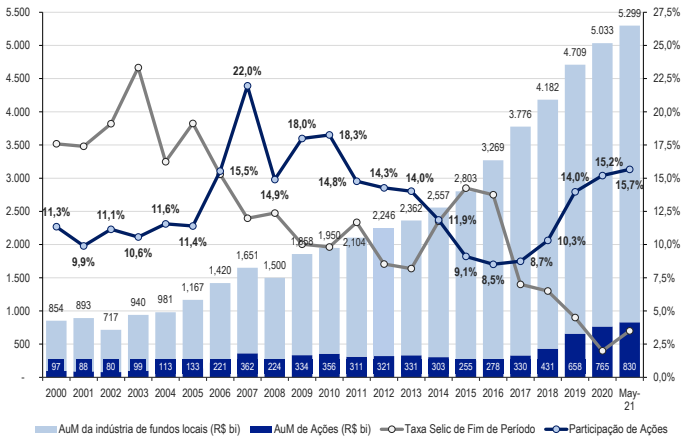
No Brasil, as alocações em ações voltaram a subir para 15,7% em maio, superando o nível verificado no final do ano passado e o maior desde 2010.

Gráfico 5: Fluxos de entrada de estrangeiros em ações brasileiras



Fonte: EPFR

Gráfico 6: Alocações de fundos locais em ações

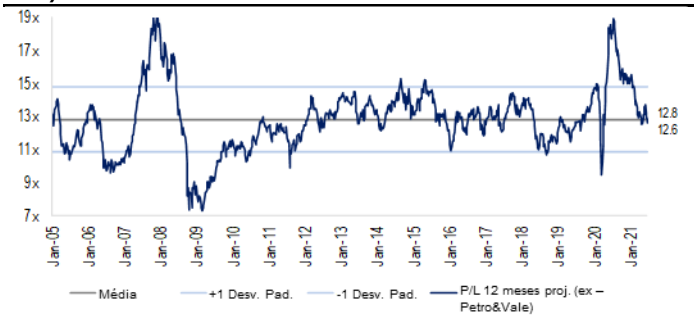


Fonte: Anbima, estimativas do BTG Pactual

Os valuations estão atraentes

Mesmo após a recuperação do Ibovespa nos últimos quatro meses, o índice continua sendo negociado em linha com sua média histórica (12,8x vs. 12,6x). Mais interessante perceber que, o prêmio para manter ações (medido como o inverso do P/L menos as taxas reais de 10 anos) está um desvio padrão acima de sua média histórica (gráfico 8).

Gráfico 7: P/L projetado de 12 meses do Ibovespa (ex-Petrobras & Vale)



Fonte: BTG Pactual

Gráfico 8: Prêmio para manter ações (earnings yield - taxas reais de 10 anos)

Fonte: BTG Pactual

Impacto nas empresas da 2ª fase da Reforma Tributária

Na sexta-feira, o ministro da Economia, Paulo Guedes, enviou à Câmara o texto da segunda fase da Reforma Tributária. A primeira fase, entregue ao Congresso em julho de 2020, teve como foco basicamente a fusão dos tributos federais PIS e COFINS, propondo a criação de uma contribuição única sobre bens e serviços (CBS).

Os destaques da proposta da segunda fase são:

I. Alteração da alíquota do imposto de renda para pessoa física, aumentando a faixa de isenção de R$ 1.900 mensais para R$ 2.500;

II. Uma série de alterações na tributação de investimentos financeiros;

III. Redução da alíquota do imposto de renda de pessoa jurídica de 25% para 22,5% em 2022 e 20% a partir de 2023;

IV. Fim do benefício fiscal gerado pelo pagamento de juros sobre o capital próprio (JCP); e

V. Imposto de 20% sobre os dividendos (vs. 0% hoje).

De acordo com o governo, as mudanças propostas agora não vão aumentar a arrecadação tributária, já que as mudanças nas alíquotas foram calculadas para garantir que a arrecadação geral permaneça a mesma.

A resistência à proposta da semana passada pelos setores que mais sofreriam foi forte, e talvez mais forte do que o esperado originalmente, até mesmo pela equipe econômica.

O lobby no Brasil pode ser particularmente poderoso e há uma chance de que a reforma não avance no Congresso ou seja revisada. No início desta semana, o presidente da Câmara dos Deputados não descartou a redução do imposto sobre dividendos para 15%. Sobre a proposta do fim do JCP, existe um "consenso" de que deve ser mantida na reforma.

É muito difícil precisar quando/quanto tempo o Congresso levará para discutir a reforma. Mas é importante ter em mente que, se não for aprovado no Congresso neste ano, será muito mais difícil aprová-lo no ano que vem por causa das eleições presidenciais.

O impacto corporativo do imposto de renda mais baixo, sem JCP e imposto sobre dividendos

Realizamos um exercício com 150 empresas brasileiras sob nossa cobertura para entender melhor o impacto dessas mudanças. Estamos utilizando, em grande medida, exatamente o que o governo está propondo (todas as mudanças na legislação tributária encaminhadas pelo governo à Câmara, tanto nas fases 1 e 2, ainda precisam ser discutidas e aprovadas pelo Congresso):

I. Fim do benefício fiscal gerado pelo pagamento de juros sobre capital próprio;

II. Redução de 5% nas taxas de impostos corporativos (a proposta do governo é cortar as taxas em 2,5% em 2022 e 5% de 2023 em diante); e

III. Tributação de dividendos a uma taxa de 20% (vs. 0% hoje).

Também assumimos que as empresas não mudarão suas políticas atuais de pagamento de dividendos (ou seja, as empresas que pagam 100% do lucro líquido em dividendos continuarão a fazê-lo) ou suas estruturas de capital. Em seguida, comparamos nossas estimativas de lucros antes e depois das alterações de impostos. Também comparamos quantos dividendos (líquidos de impostos) os acionistas receberão antes e depois das alterações.

Bancos, empresas de Telecom e Ambev devem sofrer mais

As empresas que pagam muito juros sobre o capital próprio, como bancos e empresas de telecomunicações, serão as que mais sofrerão. Suas alíquotas efetivas de impostos aumentariam e seus lucros diminuiriam em cerca de 5% e 9%, respectivamente, em 2023. A redução dos lucros e o aumento da tributação sobre os dividendos também reduziriam de maneira importante o pagamento de dividendos.

A Ambev é outra grande pagadora de JCP que sofrerá se a nova legislação for aprovada conforme a proposta. Desde 2014, economizou em média R$ 1,9 bilhão/ano no pagamento do imposto de renda devido ao valor da JCP que paga. Isso agora deixará de existir, mas será parcialmente compensado por um 5p.p. redução da taxa nominal de imposto de renda (o impacto negativo sobre o lucro pode ser de 15%). Combinado, o impacto negativo tem um VPL de R$ 17,5 bilhões (R$ 1,1/ação), ou 6,5% de seu valor de mercado.

Não está claro como os dividendos das subsidiárias serão tributados. Setores como concessões rodoviárias podem ser fortemente afetados. A CCR, por exemplo, administra suas concessões como subsidiárias, que pagam dividendos a uma holding, que pode ser impactada pelo imposto sobre dividendos.

Outro aspecto que ainda precisa ser esclarecido é como serão tributados os dividendos pagos aos fundos de investimento. Conforme o artigo 10-B do texto enviado ao Congresso, os fundos pagarão o imposto, mas haverá mecanismo de compensação para amenizar o impacto.

É importante destacar que os investidores de empresas que são grandes pagadoras de juros sobre o capital próprio já são tributados em 15% no momento do recebimento dos recursos. Portanto, o impacto final da nova legislação sobre os investidores que recebem os rendimentos de pagadores de alto JCP não é tão alto quanto pode parecer à primeira vista.

Por exemplo, no caso da Vivo, que é uma grande pagadora de JCP, estimamos que o impacto na distribuição de caixa para acionistas será uma redução de cerca de 20% em 2023. Naturalmente, o impacto final para os acionistas de grandes pagadoras de JCP será maior do que das empresas que não pagam.

Os lucros devem crescer para aqueles que não pagam JCP, mas os dividendos líquidos de impostos vão cair

Em geral, as empresas que não realizam o pagamento de juros sobre o capital próprio devem ter seus lucros aumentados em função da redução da alíquota. Estimamos que os lucros das empresas de Infraestrutura, Aluguel de Veículos, Bens de Capital, Petróleo & Gás e do Agronegócio aumentem entre 6%-8% em 2023.

Ainda assim, embora algumas empresas vejam seus lucros aumentarem, seus acionistas provavelmente receberão menos dividendos (assumindo que o pagamento não mude). Isso porque o aumento do lucro para quem não paga JCP não será suficiente para compensar a tributação sobre os dividendos.

É interessante notar que estimamos que o lucro consolidado dificilmente sofrerá alterações devido à nova legislação. O impacto negativo do fim da redução do JCP seria quase totalmente compensado pela redução da alíquota do imposto corporativo (naturalmente, o impacto é muito diferente nos diferentes setores).

Ações semelhantes a títulos de renda fixa podem ser prejudicadas, pois perderão competitividade

Ações que são vistas pelos investidores como semelhantes a títulos de renda fixa (devido a maior previsibilidade de fluxo de caixa) também podem sofrer mais. Isso ocorre porque os dividendos agora seriam tributados em 20%, reduzindo sua competitividade em relação aos rendimentos dos títulos. Acreditamos que ações de Serviços Básicos, algumas ações de Telecomunicações, Ambev e outras podem se enquadrar neste grupo.

O setor de Shoppings & Propriedades também devem sofrer

No nova Reforma Tributária, o governo acrescentou uma regra específica para as empresas imobiliárias: o fim do regime de tributação do "lucro presumido" para as empresas que auferem +50% da receita de aluguéis, que se aplica ao nosso universo de cobertura de Shoppings & Propriedades.

Historicamente, a estrutura das empresas de Shoppings & Propriedades apresenta diversas SPEs (sociedades de propósito específico) - cada ativo de propriedade da empresa é uma SPE, cujos resultados são consolidados. Do ponto de vista tributário, cada SPE pode optar por pagar o imposto pelo regime de "rendimentos presumidos" (PIS/Cofins a 3,65% da receita bruta + imposto de renda a 10,88%) ou pelo regime de "rendimentos reais" (PIS/Cofins @ 9,25% da receita + imposto de renda @ 34% do EBT). Normalmente, as empresas do setor têm uma combinação de SPEs em ambos os regimes para minimizar a taxa geral de imposto.

Em média, os shoppings têm 45% dos ativos sob o regime de "lucro presumido" e 55% sob o regime de "lucro real" - a Multiplan é a exceção (10% e 90%, respectivamente). Assim, com o fim do regime tributário de "rendimentos presumidos", esperamos que a alíquota tributária geral das empresas do setor seja muito mais elevada. Até a Multiplan não terá mais o benefício do pagamento da JCP, que reduz a carga tributária. Em média, esperamos que a taxa de imposto corporativo dos shoppings seja de ~29% do EBT (contra nossa projeção anterior de ~19% em 2023), impactando maciçamente os lucros líquidos e a capacidade das empresas de pagar dividendos (que também serão tributados em 20% vs. 0% hoje).

Tabela 2: Impacto da Reforma Tributária no lucro das empresas e nos dividendos (líquidos de impostos) - por setor

	Impacto nas empresas			
	Taxa efetiva de imposto (%)		Lucro Líquido	
Setor	2022	2023	2022	2023
Bancos	4,3%	2,5%	-5,3%	-5,3%
Financerio ex-Bancos	-4,3%	-5,0%	3,6%	4,8%
Petróleo & Gás	-5,0%	-5,0%	7,3%	7,5%
Agronegócio	-4,3%	-4,3%	6,4%	6,7%
Saúde	-2,0%	-1,3%	1,6%	0,2%
Educação	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aéreas	-5,0%	n.a.	2,3%	n.a.
Bens de Capital	-5,0%	-5,0%	6,5%	6,7%
Aluguel de Veículos & Log	-5,0%	-5,0%	7,4%	7,6%
Infraestrutura	-5,0%	-5,0%	8,9%	8,5%
Serviços Básicos	-2,1%	-2,1%	1,1%	1,3%
Metais & Mineração	-0,9%	0,7%	0,6%	-1,1%
Papel & Celulose	-2,4%	-2,8%	2,5%	3,0%
Varejo	5,0%	5,0%	-0,4%	-0,9%
Alimentos & Bebidas	-4,8%	-4,8%	-4,6%	-5,6%
Tecnologia	0,0%	0,0%	-2,3%	-1,6%
Telecom	6,4%	6,5%	-8,6%	-9,0%
Shoppings & Propriedades	12,8%	11,0%	-15,5%	-14,9%
Total	**-3,2%**	**-2,1%**	**0,2%**	**0,3%**

Fonte: estimativas do BTG Pactual

Efeitos colaterais: Aumento das recompras de ações e alavancagem; Mais lucros reinvestidos

Um possível efeito colateral da nova legislação é que as empresas podem optar por priorizar a recompra de ações em vez de distribuições em dinheiro. As ações adquiridas poderiam ser canceladas e a recompra de ações produziria virtualmente o mesmo efeito para os acionistas que os dividendos - exceto para alguns investidores, especialmente aqueles que procuram ações semelhantes a títulos, que estão realmente atrás das distribuições em dinheiro.

Observamos também empresas que, em alguns casos, operam com o que alguns podem considerar estruturas de capital ineficientes, alavancando seus balanços de forma a aproveitar o aumento das despesas financeiras para reduzir seu lucro tributável.

Por último, um imposto sobre dividendos pode levar as empresas a reduzir seus pagamentos e reinvestir uma parte maior de seus lucros (ou talvez aumentar seu apetite por transações de M&A).

Tabela 3: Impacto da Reforma Tributária nos lucros e dividendos das empresas (líquido de impostos) - por empresa (1/3)

			Modelo Atual				Ajustado				Impacto nas empresas			
		R$ milhões	Taxa efetiva de imposto (%)		Lucro Líquido		Taxa efetiva de imposto (%)		Lucro Líquido		Taxa efetiva de imposto (%)		Lucro Líquido	
Empresa	**Ticker**	**Setor**	**2022**	**2023**	**2022**	**2023**	**2022**	**2023**	**2022**	**2023**	**2022**	**2023**	**2022**	**2023**
Itau	ITUB4	Bancos	33,5%	33,5%	28.611	30.854	35,5%	35,5%	27.684	29.917	2,0%	2,0%	-3,2%	-3,0%
Bradesco	BBDC4	Bancos	34,3%	34,3%	30.031	31.964	36,7%	36,9%	28.921	30.720	2,4%	2,5%	-3,7%	-3,9%
Santander	SANB11	Bancos	32,9%	33,0%	16.923	18.153	35,2%	35,5%	16.339	17.474	2,3%	2,5%	-3,5%	-3,7%
BB	BBAS3	Bancos	26,0%	26,0%	20.545	21.678	34,0%	34,0%	18.128	19.163	8,0%	8,0%	-11,8%	-11,6%
Banrisul	BRSR6	Bancos	31,0%	30,9%	1.197	1.318	37,7%	37,4%	1.080	1.194	6,7%	6,5%	-9,7%	-9,4%
ABC	ABCB4	Bancos	32,0%	32,0%	590	684	36,7%	36,9%	533	617	4,7%	4,9%	-9,6%	-9,8%
Inter	BIDI11	Bancos	29,7%	33,8%	507	1.036	34,0%	33,5%	476	1.041	4,3%	-0,3%	-6,1%	0,5%
Bancos			**32,0%**	**33,0%**	**98.405**	**105.686**	**35,5%**	**35,5%**	**93.162**	**100.126**	**4,3%**	**2,5%**	**-5,3%**	**-5,3%**
Cielo	CIEL3	Financeiro ex- Bancos	28,0%	34,0%	1.143	1.319	29,0%	29,0%	1.128	1.434	1,0%	-5,0%	-1,2%	8,7%
PAGS *	PAGS	Financeiro ex- Bancos	28,0%	28,0%	2.427	3.539	23,0%	23,0%	2.611	3.808	-5,0%	-5,0%	7,6%	7,6%
Stone *	STNE	Financeiro ex- Bancos	28,0%	28,0%	2.354	3.649	23,0%	23,0%	2.516	3.910	-5,0%	-5,0%	6,9%	7,2%
BB Seguridade	BBSE3	Financeiro ex- Bancos	20,3%	20,0%	4.827	5.311	16,7%	16,4%	5.242	5.768	-3,6%	-3,6%	8,6%	8,6%
Wiz	WIZ3	Financeiro ex- Bancos	27,3%	26,0%	163	152	22,3%	21,0%	173	163	-5,0%	-5,0%	6,4%	7,1%
Porto Seguro	PSSA3	Financeiro ex- Bancos	34,3%	34,4%	1.728	1.862	35,0%	35,0%	1.705	1.841	0,7%	0,6%	-1,3%	-1,1%
B3	B3SA3	Financeiro ex- Bancos	28,4%	29,2%	5.788	5.907	29,0%	29,0%	5.747	5.923	0,6%	-0,2%	-0,7%	0,3%
IRB	IRBR3	Financeiro ex- Bancos	25,1%	27,1%	517	727	29,1%	30,9%	489	688	4,0%	3,7%	-5,4%	-5,4%
XP *	XP	Financeiro ex- Bancos	18,8%	21,6%	752	950	13,8%	16,6%	798	1.011	-5,0%	-5,0%	6,2%	6,4%
Méliuz	CASH3	Financeiro ex- Bancos	20,7%	20,7%	47,1	108,6	15,7%	15,7%	50	116	-5,0%	-5,0%	6,3%	6,4%
Vinci	VINP	Financeiro ex- Bancos	24,6%	26,3%	273	382	19,6%	21,3%	291	409	-5,0%	-5,0%	6,7%	6,9%
Patria **	PAX	Financeiro ex- Bancos	5,0%	8,0%	141	158	5,0%	8,0%	141	158	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Financeiro ex-Bancos			**26,2%**	**26,7%**	**20.159**	**24.065**	**22,6%**	**22,2%**	**20.892**	**25.227**	**-4,3%**	**-5,0%**	**3,6%**	**4,8%**
Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	34,0%	34,0%	66.450	70.514	29,0%	29,0%	71.562	76.117	-5,0%	-5,0%	7,7%	7,9%
Braskem	BRKM5	Petróleo & Gás	34,0%	34,0%	4.374	4.967	29,0%	29,0%	4.733	5.389	-5,0%	-5,0%	8,2%	8,5%
PetroRio	PRIO3	Petróleo & Gás	23,8%	23,8%	1.331	1.266	18,8%	18,8%	1.419	1.352	-5,0%	-5,0%	6,6%	6,8%
3R Petroleum	RRRP3	Petróleo & Gás	15,0%	15,0%	913	1.366	10,0%	10,0%	967	1.451	-5,0%	-5,0%	5,9%	6,3%
BR Distribuidora	BRDT3	Petróleo & Gás	25,6%	25,6%	2.253	2.415	29,0%	29,0%	2.150	2.314	3,4%	3,4%	-4,6%	-4,2%
Ultrapar	UGPA3	Petróleo & Gás	31,0%	31,0%	1.171	1.304	26,0%	26,0%	1.256	1.409	-5,0%	-5,0%	7,3%	8,0%
Cosan	CSAN3	Petróleo & Gás	26,9%	26,7%	4.869	5.713	21,9%	21,7%	5.205	6.107	-5,0%	-5,0%	6,9%	6,9%
Petróleo & Gás			**26,9%**	**26,7%**	**81.362**	**87.545**	**26,0%**	**26,0%**	**87.291**	**94.139**	**-5,0%**	**-5,0%**	**7,3%**	**7,5%**
SLC Agrícola	SLCE3	Agronegócio	30,0%	30,0%	1.579	1.350	25,0%	25,0%	1.691	1.455	-5,0%	-5,0%	7,1%	7,8%
São Martinho	SMTO3	Agronegócio	25,0%	25,0%	979	1.004	20,0%	20,0%	1.045	1.076	-5,0%	-5,0%	6,7%	7,1%
BrasilAgro	AGRO3	Agronegócio	16,8%	15,8%	351	347	13,5%	12,6%	365	360	-3,4%	-3,1%	4,0%	3,8%
Jalles Machado	JALL3	Agronegócio	21,3%	21,6%	333	381	17,7%	18,0%	348	398	-3,5%	-3,6%	4,5%	4,6%
Agronegócio			**23,1%**	**23,3%**	**3.242**	**3.081**	**18,9%**	**19,0%**	**3.449**	**3.289**	**-4,3%**	**-4,3%**	**6,4%**	**6,7%**
Vale (USD)	VALE US	Metais & Mineração	25,0%	28,0%	25.880	21.929	24,3%	28,7%	26.109	21.731	-0,7%	0,7%	0,9%	-0,9%
Gerdau	GGBR4	Metais & Mineração	25,0%	25,0%	7.249	7.352	30,4%	31,1%	6.725	6.746	5,4%	6,1%	-7,2%	-8,2%
Usiminas	USIM3	Metais & Mineração	28,0%	28,0%	4.771	3.886	26,4%	27,2%	4.890	3.939	-1,6%	-0,8%	2,5%	1,4%
CSN	CSNA3	Metais & Mineração	25,0%	28,0%	12.059	11.522	24,1%	28,8%	12.201	11.328	-0,9%	0,8%	1,2%	-1,7%
CSN Mineração	CMIN3	Metais & Mineração	32,0%	32,0%	8.809	8.439	29,0%	29,0%	9.197	8.812	-3,0%	-3,0%	4,4%	4,4%
Metais & Mineração			**25,0%**	**28,0%**	**58.767**	**53.129**	**26,4%**	**28,8%**	**59.123**	**52.556**	**-0,9%**	**0,7%**	**0,6%**	**-1,1%**
Duratex	DTEX3	Papel & Celulose	30,2%	30,2%	1.012	1.080	29,0%	29,0%	1.029	1.098	-1,2%	-1,2%	1,7%	1,8%
Irani	RANI3	Papel & Celulose	34,0%	34,0%	173	198	29,0%	29,0%	187	214	-5,0%	-5,0%	7,6%	7,9%
Suzano	SUZB3	Papel & Celulose	15,0%	20,0%	9.335	9.754	13,1%	18,3%	9.555	10.003	-1,9%	-1,7%	2,4%	2,6%
Klabin	KBLN11	Papel & Celulose	20,0%	25,0%	1.334	2.048	17,2%	21,1%	1.384	2.159	-2,8%	-3,9%	3,7%	5,4%
Papel & Celulose			**25,1%**	**27,6%**	**11.854**	**13.080**	**23,1%**	**25,1%**	**12.154**	**13.475**	**-2,4%**	**-2,8%**	**2,5%**	**3,0%**

Fonte: estimativas do BTG Pactual

Tabela 4: Impacto da Reforma Tributária nos lucros e dividendos das empresas (líquido de impostos) - por empresa (2/3)

			Modelo Atual				Ajustado				Impacto nas empresas			
		R$ milhões	Taxa efetiva de imposto (%)		Lucro Líquido		Taxa efetiva de imposto (%)		Lucro Líquido		Taxa efetiva de imposto (%)		Lucro Líquido	
Empresa	**Ticker**	**Setor**	**2022**	**2023**	**2022**	**2023**	**2022**	**2023**	**2022**	**2023**	**2022**	**2023**	**2022**	**2023**
Hapvida	HAPV3	Saúde	17,0%	17,2%	1.423	1.904	17,8%	20,7%	1.407	1.823	0,8%	3,5%	-1,1%	-4,3%
GNDI	GNDI3	Saúde	7,7%	14,8%	1.343	1.579	13,9%	17,4%	1.253	1.529	6,2%	2,6%	-6,7%	-3,2%
Rede D´Or	RDOR3	Saúde	24,5%	24,5%	2.816	3.690	21,7%	24,2%	2.923	3.716	-2,8%	-0,4%	3,8%	0,7%
Dasa	DASA3	Saúde	26,5%	24,0%	1.199	1.651	23,0%	24,5%	1.256	1.644	-3,5%	0,5%	4,8%	-0,4%
Mater Dei	MATD3	Saúde	34,0%	34,0%	213	246	29,0%	29,0%	230	266	-5,0%	-5,0%	7,7%	7,9%
Blau	BLAU3	Saúde	29,3%	29,9%	431	506	28,5%	28,6%	436	515	-0,9%	-1,3%	1,1%	1,8%
Alliar	AALR3	Saúde	34,0%	34,0%	51	71	29,0%	29,0%	56	77	-5,0%	-5,0%	8,5%	8,4%
Fleury	FLRY3	Saúde	29,9%	30,5%	476	560	29,0%	29,0%	483	573	-0,9%	-1,5%	1,3%	2,2%
SulAmérica	SULA11	Saúde	37,0%	37,0%	1.180	1.515	35,0%	35,0%	1.218	1.564	-2,0%	-2,0%	3,2%	3,2%
Odontoprev	ODPV3	Saúde	26,3%	26,4%	393	394	26,6%	26,5%	396	402	0,3%	0,1%	0,8%	2,0%
Qualicorp	QUAL3	Saúde	28,9%	30,0%	529	565	24,3%	25,3%	564	603	-4,7%	-4,7%	6,6%	6,7%
Saúde			**28,9%**	**29,9%**	**10.056**	**12.684**	**26,6%**	**26,5%**	**10.221**	**12.712**	**-2,0%**	**-1,3%**	**1,6%**	**0,2%**
Ser Educacional	SEER3	Educação	5,0%	5,0%	147	210	5,0%	5,0%	147	210	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
YDUQS	YDUQ3	Educação	2,0%	2,0%	599	788	2,0%	2,0%	599	788	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cogna	COGN3	Educação	n.m.	n.m.	155	280	n.m.	n.m.	155	280	n.a.	n.a.	0,0%	0,0%
Anima	ANIM3	Educação	4,0%	4,0%	291	379	4,0%	4,0%	291	379	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cruzeiro do Sul	CSED3	Educação	3,0%	3,0%	340	424	3,0%	3,0%	340	424	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Educação			**3,5%**	**3,5%**	**1.532**	**2.081**	**3,5%**	**3,5%**	**1.532**	**2.081**	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**
Gol	GOLL4	Aéreas	22,0%	n.a.	431	n.a.	17,0%	n.a.	482	n.a.	-5,0%	n.a.	11,9%	n.a.
Azul	AZUL4	Aéreas	34,0%	n.a.	(238)	n.a.	29,0%	n.a.	(256)	n.a.	-5,0%	n.a.	n.a.	n.a.
Latam	LTM	Aéreas	34,0%	n.a.	(542)	n.a.	29,0%	n.a.	(583)	n.a.	-5,0%	n.a.	n.a.	n.a.
Aéreas			**34,0%**	**n.a.**	**(350)**	**-**	**29,0%**	**n.a.**	**(358)**	**-**	**-5,0%**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**
Randon	RAPT4	Bens de Capital	34,0%	34,0%	461	500	29,0%	29,0%	499	544	-5,0%	-5,0%	8,3%	9,0%
Marcopolo	POMO4	Bens de Capital	28,0%	28,0%	300	351	23,0%	23,0%	320	376	-5,0%	-5,0%	6,9%	7,1%
Iochpe-Maxion	MYPK3	Bens de Capital	34,0%	34,0%	448	497	29,0%	29,0%	489	543	-5,0%	-5,0%	9,1%	9,2%
Embraer	EMBR3	Bens de Capital	17,0%	17,0%	25	105	12,0%	12,0%	26	111	-5,0%	-5,0%	6,0%	6,0%
TUPY	TUPY3	Bens de Capital	32,0%	32,0%	382	421	27,0%	27,0%	407	449	-5,0%	-5,0%	6,6%	6,7%
WEG	WEGE3	Bens de Capital	12,5%	15,0%	3.098	3.511	7,5%	10,0%	3.277	3.723	-5,0%	-5,0%	5,8%	6,1%
Aeris	AERI3	Bens de Capital	23,9%	25,0%	280	442	18,9%	20,0%	298	472	-5,0%	-5,0%	6,6%	6,7%
Bens de Capital			**28,0%**	**28,0%**	**4.993**	**5.826**	**23,0%**	**23,0%**	**5.317**	**6.218**	**-5,0%**	**-5,0%**	**6,5%**	**6,7%**
Localiza	RENT3	Al. de Veículos & Logíst.	25,0%	25,0%	1.695	1.813	20,0%	20,0%	1.811	1.941	-5,0%	-5,0%	6,9%	7,1%
Unidas	LCAM3	Al. de Veículos & Logíst.	24,0%	25,0%	641	641	19,0%	20,0%	683	685	-5,0%	-5,0%	6,6%	6,9%
Movida	MOVI3	Al. de Veículos & Logíst.	25,0%	28,0%	415	487	20,0%	23,0%	443	522	-5,0%	-5,0%	6,7%	7,1%
Tegma	TGMA3	Al. de Veículos & Logíst.	27,0%	27,0%	173	190	22,0%	22,0%	184	203	-5,0%	-5,0%	6,5%	6,5%
Simpar	SIMH3	Al. de Veículos & Logíst.	34,0%	34,0%	782	917	29,0%	29,0%	861	1.013	-5,0%	-5,0%	10,1%	10,4%
Vamos	VAMO3	Al. de Veículos & Logíst.	30,0%	30,0%	408	510	25,0%	25,0%	438	547	-5,0%	-5,0%	7,1%	7,2%
Sequoia	SEQL3	Al. de Veículos & Logíst.	27,0%	30,6%	177	237	22,0%	25,6%	187	252	-5,0%	-5,0%	5,6%	6,1%
JSL	JSLG3	Al. de Veículos & Logíst.	26,5%	26,4%	266	304	21,5%	21,4%	285	326	-5,0%	-5,0%	7,1%	7,1%
GPS	GGPS3	Al. de Veículos & Logíst.	34,0%	34,0%	479	650	29,0%	29,0%	516	699	-5,0%	-5,0%	7,6%	7,7%
Aluguel de Veículos & Logística			**27,0%**	**28,0%**	**5.037**	**5.751**	**22,0%**	**23,0%**	**5.407**	**6.188**	**-5,0%**	**-5,0%**	**7,4%**	**7,6%**
CCR	CCRO3	Infraestrutura	46,8%	46,8%	1.346	1.237	41,8%	41,8%	1.507	1.385	-5,0%	-5,0%	12,0%	11,9%
Santos Brasil	STBP3	Infraestrutura	34,0%	34,0%	380	444	29,0%	29,0%	409	478	-5,0%	-5,0%	7,6%	7,7%
Rumo	RAIL3	Infraestrutura	25,0%	25,0%	1.353	1.975	20,0%	20,0%	1.443	2.107	-5,0%	-5,0%	6,7%	6,7%
Hidrovias do Brasil	HBSA3	Infraestrutura	34,0%	34,0%	417	482	29,0%	29,0%	449	519	-5,0%	-5,0%	7,6%	7,7%
Infraestrutura			**34,0%**	**34,0%**	**3.496**	**4.138**	**29,0%**	**29,0%**	**3.808**	**4.489**	**-5,0%**	**-5,0%**	**8,9%**	**8,5%**

Fonte: estimativas do BTG Pactual

Tabela 5: Impacto da Reforma Tributária nos lucros e dividendos das empresas (líquido de impostos) - por empresa (3/3)

			Modelo Atual				Ajustado				Impacto nas empresas			
		R$ milhões	Taxa efetiva de imposto (%)		Lucro Líquido		Taxa efetiva de imposto (%)		Lucro Líquido		Taxa efetiva de imposto (%)		Lucro Líquido	
Empresa	**Ticker**	**Setor**	**2022**	**2023**	**2022**	**2023**	**2022**	**2023**	**2022**	**2023**	**2022**	**2023**	**2022**	**2023**
AES Tiete	AESB3	Serviços Básicos	30,0%	30,0%	617	867	29,0%	29,0%	626	880	-1,0%	-1,0%	1,4%	1,4%
Alupar	ALUP11	Serviços Básicos	13,5%	13,8%	770	795	10,7%	10,9%	793	820	-2,8%	-2,8%	2,9%	3,1%
Ambipar	AMBP3	Serviços Básicos	32,0%	32,0%	173	229	29,0%	29,0%	181	239	-3,0%	-3,0%	4,5%	4,6%
Cemig	CMIG4	Serviços Básicos	34,0%	34,0%	3.264	4.453	29,0%	29,0%	3.418	4.697	-5,0%	-5,0%	4,7%	5,5%
CESP	CESP6	Serviços Básicos	30,0%	30,0%	382	277	29,0%	29,0%	388	281	-1,0%	-1,0%	1,4%	1,5%
Copasa	CSMG3	Serviços Básicos	30,0%	30,0%	703	751	29,0%	29,0%	713	762	-1,0%	-1,0%	1,4%	1,5%
Copel	CPLE6	Serviços Básicos	30,0%	30,0%	3.350	3.611	29,0%	29,0%	3.384	3.645	-1,0%	-1,0%	1,0%	0,9%
EDP do Brasil	ENBR3	Serviços Básicos	29,1%	n.a.	1.712	n.a.	29,0%	n.a.	1.715	n.a.	-0,1%	n.a.	0,2%	n.a.
Eneva	ENEV3	Serviços Básicos	15,3%	15,3%	1.358	1.541	10,3%	10,3%	1.438	1.636	-5,0%	-5,0%	5,9%	6,2%
Engie Brasil	EGIE3	Serviços Básicos	27,2%	27,2%	3.236	4.338	29,0%	29,0%	3.176	4.250	1,8%	1,8%	-1,9%	-2,0%
Equatorial	EQTL3	Serviços Básicos	15,3%	n.a.	2.238	n.a.	10,3%	n.a.	2.374	n.a.	-5,0%	n.a.	6,1%	n.a.
Light	LIGT3	Serviços Básicos	34,0%	n.a.	790	n.a.	29,0%	n.a.	849	n.a.	-5,0%	n.a.	7,5%	n.a.
Omega	OMGE3	Serviços Básicos	21,6%	24,6%	186	155	16,6%	19,6%	197	165	-5,0%	-5,0%	5,8%	6,0%
Orizon	ORVR3	Serviços Básicos	34,0%	34,0%	116	158	29,0%	29,0%	168	222	-5,0%	-5,0%	44,8%	40,8%
Sabesp	SBSP3	Serviços Básicos	30,4%	30,4%	3.252	3.623	29,0%	29,0%	3.322	3.703	-1,4%	-1,4%	2,2%	2,2%
Sanepar	SAPR11	Serviços Básicos	24,0%	n.a.	1.573	n.a.	29,0%	n.a.	1.470	n.a.	5,0%	n.a.	-6,5%	n.a.
Taesa	TAEE11	Serviços Básicos	18,6%	18,7%	1.339	1.426	13,6%	13,7%	1.314	1.405	-5,0%	-5,0%	-1,9%	-1,4%
Trans. Paulista	TRPL4	Serviços Básicos	22,0%	22,0%	1.990	1.878	29,0%	29,0%	1.826	1.717	7,0%	7,0%	-8,2%	-8,6%
Serviços Básicos			**29,5%**	**30,0%**	**27.051**	**24.103**	**29,0%**	**29,0%**	**27.353**	**24.423**	**-2,1%**	**-2,1%**	**1,1%**	**1,3%**
Arezzo	ARZZ3	Varejo	-17,8%	-18,6%	300	371	17,0%	17,0%	292	366	34,8%	35,6%	-2,5%	-1,4%
Assaí	ASAI3	Varejo	-34,0%	-34,0%	1.835	2.284	-29,0%	-29,0%	1.836	2.286	5,0%	5,0%	0,0%	0,1%
Carrefour	CRFB3	Varejo	-29,6%	-29,6%	3.040	3.406	-24,6%	-24,6%	2.864	3.202	5,0%	5,0%	-5,8%	-6,0%
Hering	HGTX3	Varejo	-0,9%	-5,0%	215	266	0,5%	-3,0%	201	246	1,4%	2,0%	-6,4%	-7,7%
Hypera	HYPE3	Varejo	-13,2%	-12,2%	1.550	1.794	-17,7%	-18,6%	1.470	1.665	-4,5%	-6,4%	-5,2%	-7,2%
Lojas Americanas	LAME4	Varejo	-23,9%	-27,2%	745	1.024	-18,9%	-22,2%	775	1.058	5,0%	5,0%	4,1%	3,3%
Magazine Luiza	MGLU3	Varejo	-33,9%	-31,5%	689	1.177	-28,9%	-26,5%	689	1.204	5,0%	5,0%	0,0%	2,3%
Natura	NTCO3	Varejo	-30,0%	-30,0%	1.297	1.929	-25,0%	-25,0%	1.365	1.957	5,0%	5,0%	5,2%	1,4%
Petz	PETZ3	Varejo	-34,0%	-34,0%	126	208	-29,0%	-29,0%	127	210	5,0%	5,0%	0,5%	0,9%
Quero Quero	LJQQ3	Varejo	-30,9%	-30,7%	129	168	-29,3%	-29,2%	132	172	1,5%	1,5%	2,7%	2,5%
Raia Drogasil	RADL3	Varejo	-31,8%	-31,9%	1.055	1.443	-29,0%	-29,0%	1.098	1.504	2,8%	2,9%	4,1%	4,2%
Renner	LREN3	Varejo	-20,3%	-25,0%	1.175	1.478	-15,3%	-20,0%	1.142	1.397	5,0%	5,0%	-2,8%	-5,5%
Grupo Soma	SOMA3	Varejo	-6,6%	-10,7%	296	395	-1,6%	-5,7%	312	417	5,0%	5,0%	5,6%	5,8%
Via varejo	VVAR3	Varejo	-16,3%	-34,0%	1.068	1.198	-11,3%	-29,0%	1.132	1.269	5,0%	5,0%	6,0%	6,0%
Grupo SBF	SBFG3	Varejo	-21,9%	-36,7%	184	270	-16,9%	-31,7%	195	290	5,0%	5,0%	5,6%	7,6%
Dimed	PNVL3	Varejo	-30,0%	-30,0%	131	190	-25,0%	-25,0%	122	176	5,0%	5,0%	-7,5%	-7,2%
Track & Field	TFCO3	Varejo	-25,0%	-34,0%	95	131	-20,0%	-29,0%	102	141	5,0%	5,0%	7,6%	7,6%
Vulcabras	VULC3	Varejo	10,4%	0,5%	262	320	15,4%	5,5%	274	336	5,0%	5,0%	4,5%	5,0%
Varejo			**-23,6%**	**-27,2%**	**14.191**	**18.054**	**-24,4%**	**-28,9%**	**14.128**	**17.898**	**1,4%**	**1,3%**	**-0,4%**	**-0,9%**
Ambev	ABEV3	Alimentos & Bebidas	10,3%	11,1%	12.441	13.826	23,8%	24,1%	10.505	11.738	13,5%	13,0%	-15,6%	-15,1%
M. Dias Branco	MDIA3	Alimentos & Bebidas	7,1%	9,5%	705	902	4,8%	6,7%	723	930	-2,3%	-2,8%	2,5%	3,1%
BRF	BRFS3	Alimentos & Bebidas	25,0%	25,0%	571	894	20,0%	20,0%	609	954	-5,0%	-5,0%	6,7%	6,7%
Minerva	BEEF3	Alimentos & Bebidas	25,0%	25,0%	430	418	20,0%	20,0%	459	446	-5,0%	-5,0%	6,7%	6,7%
Marfrig	MRFG3	Alimentos & Bebidas	25,0%	25,0%	1.025	1.043	20,0%	20,0%	1.112	1.120	-5,0%	-5,0%	8,5%	7,4%
JBS	JBSS3	Alimentos & Bebidas	31,2%	30,6%	9.068	7.422	26,6%	26,1%	9.708	7.938	-4,6%	-4,5%	7,1%	7,0%
Alimentos & Bebidas			**25,0%**	**25,0%**	**24.242**	**24.505**	**20,0%**	**20,0%**	**23.117**	**23.126**	**-4,8%**	**-4,8%**	**-4,6%**	**-5,6%**
Totvs	TOTS3	Tecnologia	22,1%	24,0%	521	584	28,8%	28,9%	492	557	6,7%	4,9%	-5,4%	-4,5%
Intelbras	INTB3	Tecnologia	0,0%	0,0%	431	514	0,0%	0,0%	431	514	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bemobi	BMOB3	Tecnologia	18,0%	27,4%	113	131	15,4%	23,3%	116	138	-2,7%	-4,0%	3,2%	5,6%
Tecnologia			**18,0%**	**24,0%**	**1.064**	**1.229**	**15,4%**	**23,3%**	**1.039**	**1.210**	**0,0%**	**0,0%**	**-2,3%**	**-1,6%**
TIM	TIMS3	Telecom	23,0%	22,8%	2.998	3.642	29,0%	29,0%	2.758	3.329	6,0%	6,2%	-8,0%	-8,6%
Telefonica	VIVT3	Telecom	22,3%	22,3%	5.501	6.085	29,0%	29,0%	5.013	5.518	6,7%	6,7%	-8,9%	-9,3%
Telecom			**22,6%**	**22,5%**	**8.499**	**9.727**	**29,0%**	**29,0%**	**7.771**	**8.847**	**6,4%**	**6,5%**	**-8,6%**	**-9,0%**
Multiplan	MULT3	Shoppings	18,3%	18,5%	824	921	29,0%	29,0%	731	817	10,7%	10,5%	-11,4%	-11,3%
BR Malls	BRML3	Shoppings	15,3%	18,0%	606	667	29,0%	29,0%	473	559	13,7%	11,0%	-21,9%	-16,2%
Iguatemi	IGTA3	Shoppings	16,2%	15,9%	437	499	29,0%	29,0%	383	433	12,8%	13,1%	-12,3%	-13,1%
Aliansce Sonae	ALSO3	Shoppings	17,0%	19,3%	627	703	29,0%	29,0%	533	606	12,0%	9,7%	-14,9%	-13,9%
BR Properties	BRPR3	Propriedades	10,0%	10,0%	255	391	29,0%	29,0%	203	292	19,0%	19,0%	-20,7%	-25,3%
Shoppings & Propriedades			**16,2%**	**18,0%**	**2.750**	**3.182**	**29,0%**	**29,0%**	**2.323**	**2.708**	**12,8%**	**11,0%**	**-15,5%**	**-14,9%**

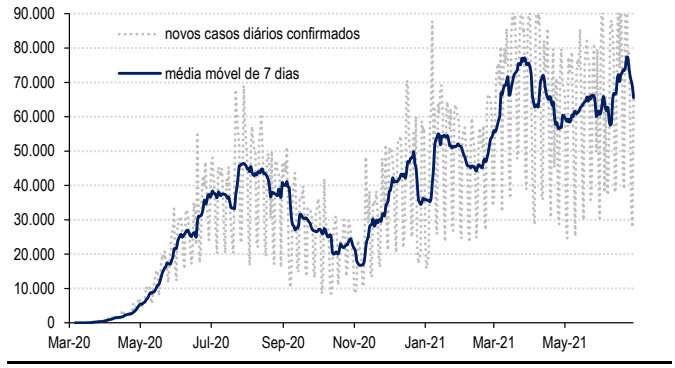
Fonte: estimativas do BTG Pactual

COVID-19: melhorando junto com o ritmo mais rápido de vacinação

Depois de uma segunda onda apresentando números muito piores do que a primeira, com a média de mortes atingindo alarmantes 3,1 mil por dia, o Brasil parece estar se recuperando. A média móvel de mortes caiu para o ponto mais baixo desde março, embora ainda seja extremamente alta, com 1,6 mil pessoas perdendo suas vidas por dia (contra 1,9 mil no final de maio).

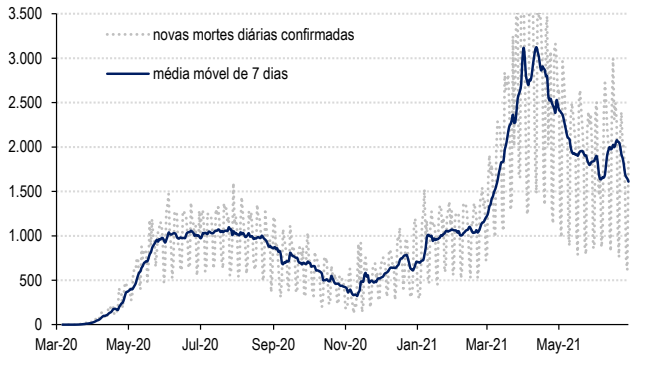
Embora o número de mortes continue alto, estamos vendo uma tendência de baixa e o medo de uma terceira onda parece estar diminuindo. O ritmo de vacinação aumentou muito, com +1 milhão de doses administradas em média todos os dias em junho. Por outro lado, estamos em pleno inverno, o que aumenta o risco de a população contrair doenças respiratórias. Assim, certas medidas de distanciamento social ainda parecem necessárias, e o risco de uma nova onda ainda não pode ser totalmente desconsiderado.

Gráfico 9: Casos diários de COVID-19 no Brasil



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil, BTG Pactual

Gráfico 10: Novas mortes diárias por COVID-19 no Brasil

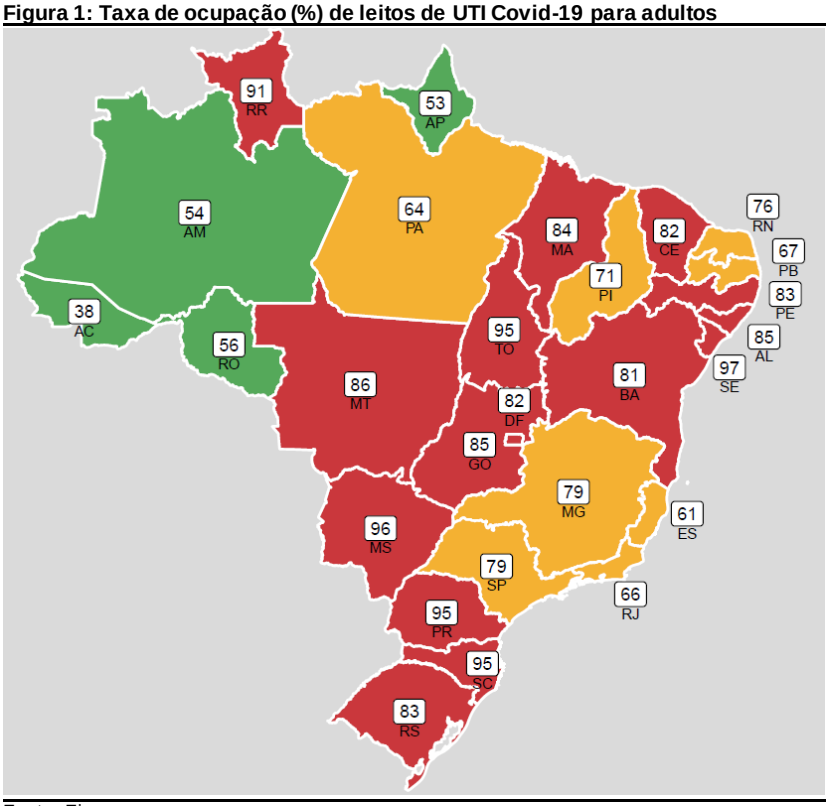


Fonte: Ministério da Saúde do Brasil, BTG Pactual

As taxas de utilização da UTI estão caindo

Segundo a Fiocruz, as taxas de utilização de leitos de UTI na maioria dos estados caíram em relação ao final de maio. Na semana passada, 15 dos 27 estados tinham +80% de uso em UTIs. Destes, 9 estavam na faixa alarmante de 80-90% e os outros 6 eram críticos, em +90%.

Figura 1: Taxa de ocupação (%) de leitos de UTI Covid-19 para adultos

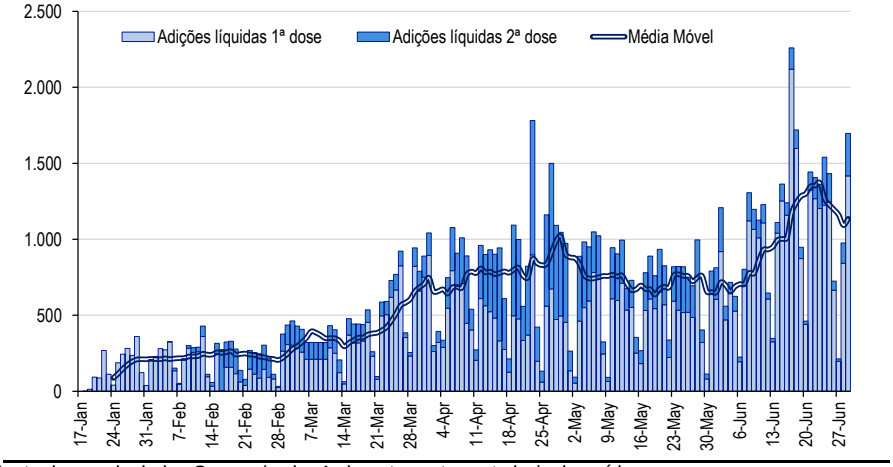


Fonte: Fiocruz

Vacinação ganhando força; Junho foi o melhor mês!

A vacinação está progredindo mais rápido do que nunca, com o Brasil vacinando (pelo menos a primeira dose) 74 milhões, ou 35% de sua população (o total de vacinas administradas entre a 1ª e a 2ª dose é de 100 milhões). O Brasil agora também está administrando 1.135 mil doses por dia, com +1 milhão de doses por dia em média em junho. Considerando apenas os últimos 15 dias, a média salta para 1,2 milhão.

Gráfico 11: Doses diárias no Brasil ('000)

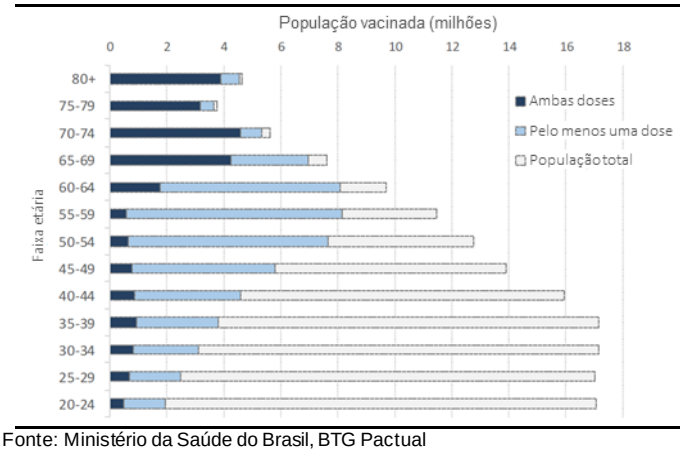


Fonte: banco de dados Coronavirusbra1, departamentos estaduais de saúde

É interessante notar que grande parte da população idosa já foi vacinada. ~90% das pessoas com mais de 65 anos já

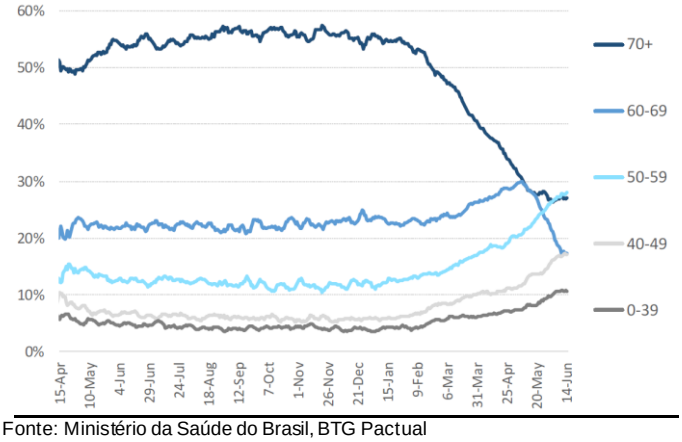
receberam pelo menos uma dose, fazendo com que a % de mortes relacionadas a essas faixas etárias caísse desde o início da vacinação.

Gráfico 12: População vacinada por faixa etária no Brasil (milhões)



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil, BTG Pactual

Gráfico 13: Participação das novas mortes diárias por faixa etária no Brasil



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil, BTG Pactual

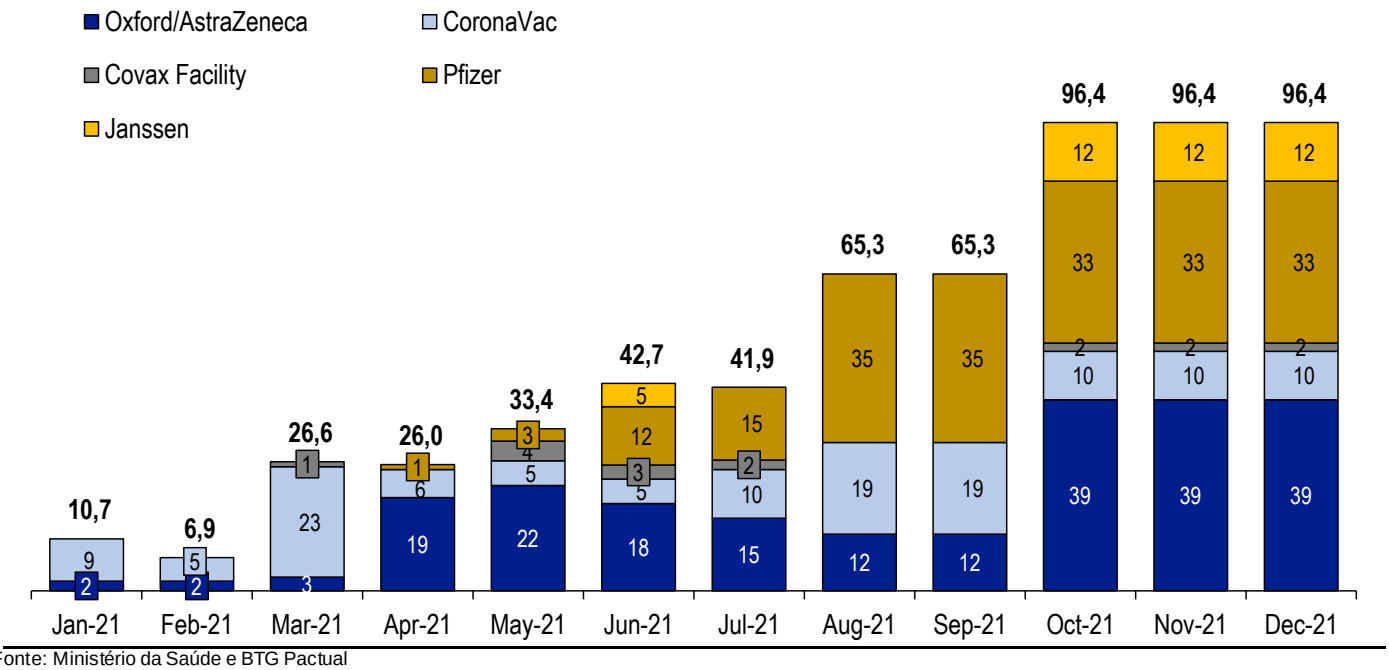
Com a capacidade de produção da Fiocruz e do Instituto Butantan, e o auxílio da ampla rede de distribuição do SUS, o número de doses aplicadas pode aumentar nos próximos meses.

Teremos vacinas suficientes para acelerar o ritmo?

Até o momento, foram utilizadas 3 vacinas: Coronavac (46%), AstraZeneca (46%) e Pfizer (7%).

Abaixo, incluímos as últimas previsões de quando as vacinas (compradas ou a serem adquiridas) serão entregues no Brasil. Se todas as doses forem recebidas conforme o planejado, o Brasil receberá 462 milhões de doses entre julho e dezembro, o suficiente para vacinar toda a população.

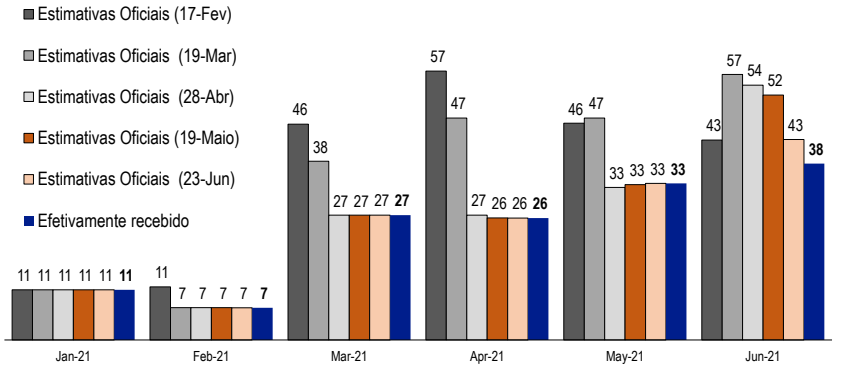
Gráfico 14: Entrega mensal das doses das vacinas no Brasil - cronograma estimado



Fonte: Ministério da Saúde e BTG Pactual

Esses números, embora de fontes governamentais, não são a verdade absoluta. Comparando as doses prometidas pelo governo no início do ano com as entregues, os números são menores.

Gráfico 15: Expectativa de Vacinas vs. entregues (milhões de doses)



Fonte: Ministério da Saúde, Fiocruz, Instituto Butantan, notícias locais

A luz no fim do túnel está agora mais visível

O ritmo de vacinação aumentou em junho. Embora ainda abaixo das expectativas iniciais, mais vacinas estão chegando a cada dia. Mantendo o ritmo atual de vacinações, o Brasil vacinaria sua população adulta com pelo menos uma dose em 76 dias (considerando a segunda dose, esse período aumentaria para 194 dias).

Se o cronograma de entrega estiver correto, teremos nos próximos meses vacinas suficientes para aumentar esse ritmo. Como já dissemos, o SUS é uma grande ferramenta do sistema de saúde brasileiro e tem capacidade para aplicar um maior número de vacinas. Um exemplo foi em 17 de junho, quando 2.259 mil pessoas foram vacinadas em um único dia.

Vale comentar que mais ajuda pode vir da Butantavac, uma vacina desenvolvida pelo Instituto Butantan. Se aprovado pela Anvisa, a expectativa é de que 40 milhões de doses estejam disponíveis para distribuição até o final do ano.

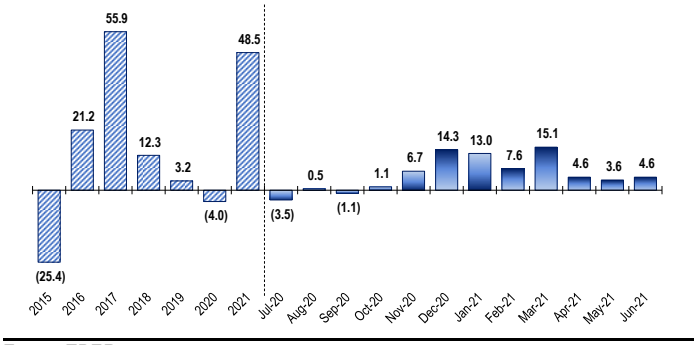
Embora possamos ter uma melhor perspectiva de vacinação nos próximos meses, não podemos ignorar a possibilidade de uma terceira onda e a detecção de novas cepas no país.

Grandes fluxos estrangeiros estão de volta; Nenhum sinal de mudança no curto prazo

Com alta liquidez global e taxas de juros historicamente baixas, os fundos de ações de mercados emergentes já levantaram US$ 48,5 bilhões nos primeiros meses de 2021, enquanto os fundos globais captaram US$ 207,8 bilhões. Para colocar em perspectiva, 2017 foi o ano em que os fundos de ações GEM (Global Emerging Markets) reportaram suas maiores captações desde 2000, de US$ 56 bilhões. Os fundos de ações globais reportaram seu melhor resultado em 2020, captando US$ 169 bilhões (abaixo do valor acumulado no ano).

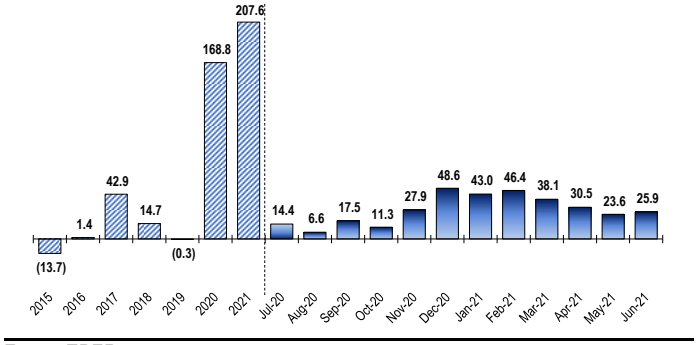
Com as taxas de juros globais em mínimas históricas, é improvável que esse cenário mude no curto prazo.

Gráfico 16: Fluxos para fundos GEM – Global Emerging Markets (USD bilhões)



Fonte: EPFR

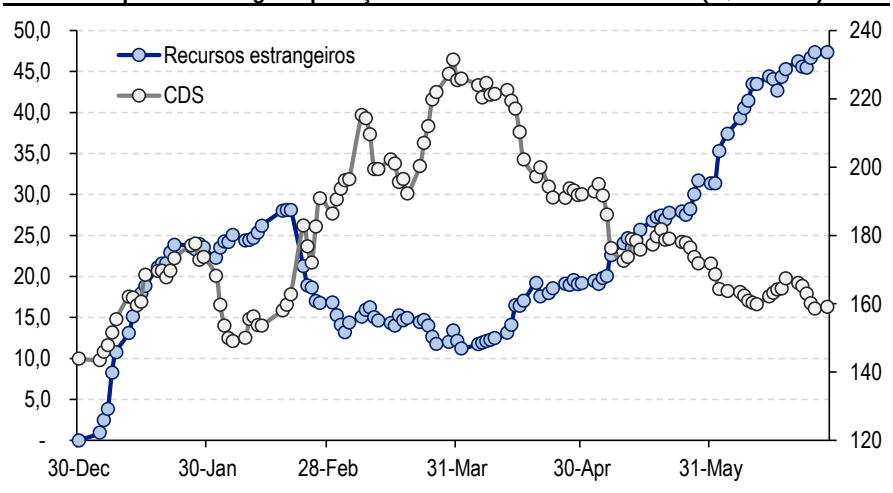
Gráfico 17: Fluxos para fundos de ações globais (USD bilhões)



Fonte: EPFR

Com o dinheiro em mãos, os fundos aumentaram seu interesse nos mercados emergentes, e é exatamente aí que o Brasil entra. Com a situação orçamentária encerrada e uma melhora no cenário de saúde no Brasil, o risco-país diminuiu e os fluxos estrangeiros para ações tornaram-se positivos. Seguindo a tendência observada em abril e maio (R$ 7 bilhões e R$ 12 bilhões, respectivamente), os investidores estrangeiros registraram entradas importantes de R$ 16 bilhões no mercado brasileiro em junho.

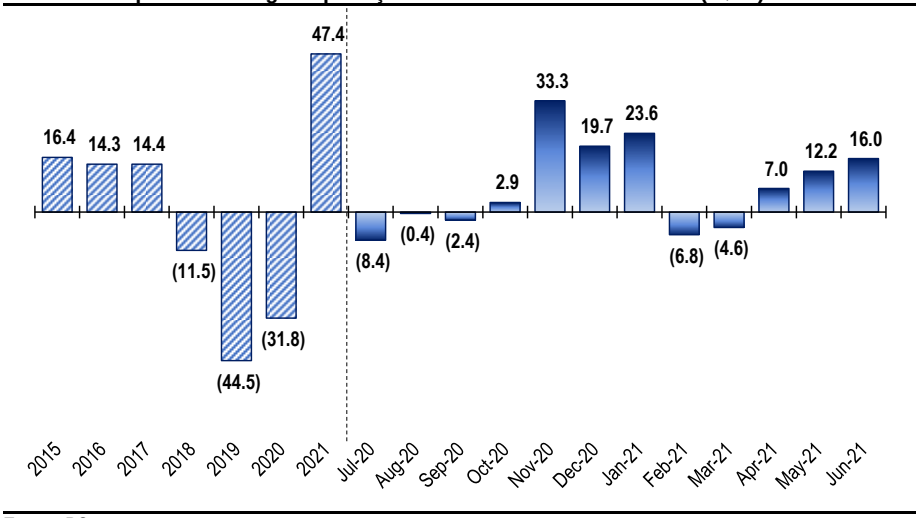
Gráfico 18: Apetite estrangeiro por ações brasileiras voltou a crescer (R$ bilhões)



Fonte: B3

É interessante notar que se compararmos o desempenho de 2021 com os de anos anteriores, o salto nos fluxos de entrada de investidores estrangeiros é enorme. Presenciamos apenas no primeiro semestre de 2021 uma arrecadação de mais do que o dobro do recorde histórico de 2009 (+ R$ 20,6 bilhões) e mais do que o triplo do nível mais alto dos últimos 5 anos.

Gráfico 19: Apetite estrangeiro por ações brasileiras volta a crescer (R$ bi)

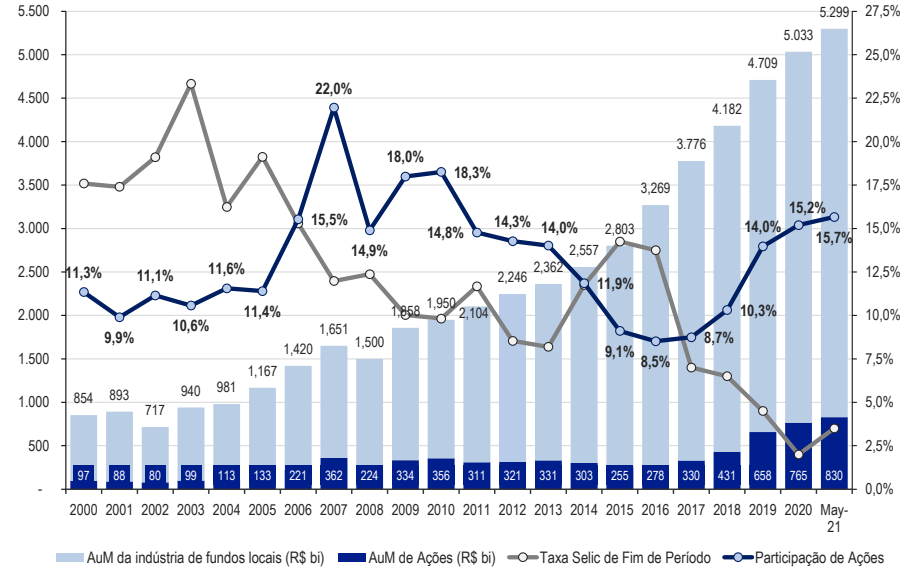


Fonte: B3

Alocações domésticas em ações crescendo

Depois de cair um pouco no início de 2021, as alocações em ações voltaram a subir e registraram 15,7% em maio, superando o patamar do final do ano passado e atingindo o maior patamar desde 2010. Além de fortes ingressos em ações nos últimos meses, a alta de 6% do Ibovespa em maio pode ter ajudado a elevar os níveis de alocação. Se a alocação retornar aos níveis do final de 2007 (22%), e com base no AuM (recursos sob gestão) da indústria de fundos, isso significaria um aumento de ~R$ 333 bilhões no AuM dos fundos de ações.

Gráfico 20: Alocações de fundos locais em ações

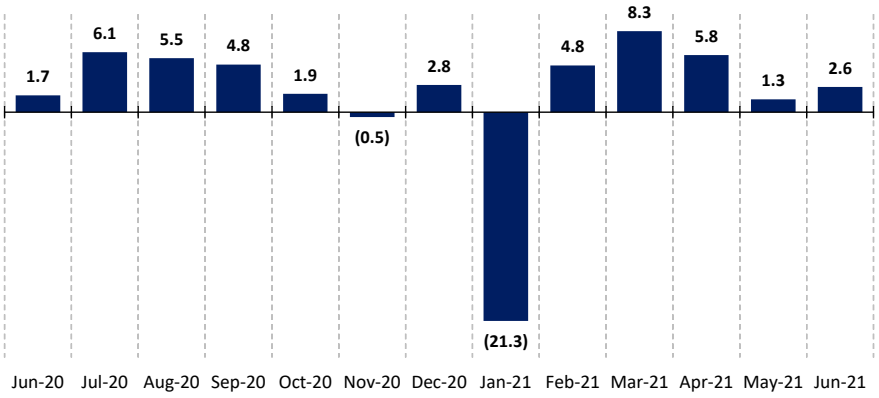


Fonte: Anbima, estimativas do BTG Pactual

Como mencionamos acima, estamos vendo um forte fluxo de entrada em ações. Desde o início do ano, tivemos fluxos de entrada em todos os meses (exceto fevereiro, que sofreu um evento não recorrente).

Embora o Banco Central tenha iniciado um ciclo de alta da Selic (a Selic poderia encerrar o ano em 7,5%, ante 2,0% no início do ano), acreditamos que a alocação em ações deve continuar crescendo, ainda que em ritmo mais moderado.

Gráfico 21: Fluxos para fundos de ações



Fonte: Anbima, estimativas do BTG Pactual

Carteira Recomendada de Ações (10SIM):

Tabela 6: Alterações na Carteira para o mês de Julho

Junho				Julho			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Vale	Metais Básicos	VALE3	15%	**Vale**	Metais Básicos	VALE3	15%
Bradesco	Bancos	BBDC4	10%	**Bradesco**	Bancos	BBDC4	10%
Hapvida	Saúde	HAPV3	10%	**Rede D'Or**	Saúde	RDOR3	10%
Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%	**WEG**	Bens de Capital	WEGE3	10%
CCR	Infraestrutura	CCRO3	10%	**CCR**	Infraestrutura	CCRO3	10%
Totvs	Softw are	TOTS3	10%	**Lojas Renner**	Varejo	LREN3	10%
BR Distribuidora	Petróleo & Gás	BRDT3	10%	**Porto Seguro**	Financeiro ex- Bancos	PSSA3	10%
Gerdau	Metais Básicos	GGBR4	10%	**BR Distribuidora**	Petróleo & Gás	BRDT3	10%
Eletrobras	Serviços Públicos	ELET6	10%	**Cyrela**	Construção Civil	CYRE3	10%
Oi S.A.	Telecomunicações	OIBR3	5%	**Oi S.A.**	Telecomunicações	OIBR3	5%

Fonte: BTG Pactual

10SIM de Julho: Ainda focados na melhora da economia doméstica

As perspectivas econômicas gerais melhoraram muito nos últimos meses devido a uma combinação de uma recuperação econômica mais rápida do que o previsto (a projeção de crescimento do PIB do BTG Pactual para 2021 é agora de 5,3% vs. 3,5% no início do ano) e uma situação fiscal melhor do que a esperada (a relação dívida/PIB pode encerrar o ano em 81,6%). Além disso, o ritmo de vacinação melhorou, aumentando as chances de o país superar a pandemia nos próximos meses.

Estamos mantendo nosso portfólio posicionado para capturar melhores perspectivas econômicas, enquanto fazemos apenas algumas mudanças táticas. Decidimos manter a exposição em infraestrutura/construção civil, mas estamos substituindo a siderúrgica Gerdau, pela construtora Cyrela. As vendas de residências em maio e junho foram fortes e esperamos que as margens da empresa melhorem.

Também estamos mantendo exposição na área de saúde, mas decidimos substituir Hapvida pela empresa de hospitais Rede D'Or, pois esperamos que este último reporte resultados muito fortes no 2T. Continuamos a ver a RDOR como um consolidador natural do setor e não descartamos fusões e aquisições adicionais no curto prazo.

Estamos retirando a Eletrobras do 10SIM neste mês, agora que foi aprovada a medida provisória que permite a privatização da empresa. Acreditamos que a ação pode não ter catalisadores nos próximos meses. Estamos substituindo-a pela gigante produtora de bens de capital WEG. Os resultados do segundo trimestre devem ser (mais uma vez) fortes e a crise hidrológica pode reforçar a necessidade de capacidade adicional de geração.

Por fim, decidimos substituir a fabricante de software Totvs, que teve alta de 21% nos últimos meses, pela Porto Seguro. Além do valuation atrativo, acreditamos que os resultados da Porto sejam impactados positivamente com a alta da Selic e suas novas iniciativas de crescimento possam ajudar a reprecificar as ações ao longo do tempo.

Mantemos a exposição a exportadora de commodities Vale, ao banco Bradesco, ao player de infraestrutura CCR, a varejista Renner e operadora de telecomunicações Oi.

Ações do Portfólio:

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R$ mn)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
Vale	Metais Básicos	VALE3	15%	581.063	2,6x	2,9x	3,5x	4,4x	2,4x	1,9x
Bradesco	Bancos	BBDC4	10%	231.223	N/A	N/A	9,9x	8,7x	1,7x	1,5x
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	135.821	28,5x	23,6x	59,2x	46,2x	8,3x	8,0x
Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%	39.597	13,2x	10,6x	26,6x	20,1x	5,5x	4,7x
CCR	Infraestrutura	CCRO3	10%	84.703	7,3x	7,4x	22,1x	20,2x	3,2x	3,2x
WEG	Bens de Capital	WEGE3	10%	141.361	36,6x	32,1x	52,8x	45,6x	11,0x	9,8x
Porto Seguro	Financeiro ex-Bancos	PSSA3	10%	17.106	N/A	N/A	11,7x	10,0x	1,9x	1,8x
BR Distribuidora	Petróelo & Gás	BRDT3	10%	31.082	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito
Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%	8.974	12,0x	9,3x	9,8x	7,2x	1,5x	1,4x
Oi S.A.	Telecomunicações	OIBR3	5%	9.097	5,0x	4,5x	N/A	N/A	0,7x	0,8x

Fonte: BTG Pactual e Economatica

Vale (VALE3):

A Vale tem tido sucesso em abordar as principais preocupações dos acionistas nos últimos meses. Na frente operacional, a empresa está a caminho de atingir a faixa inferior da estimativa de produção de 315Mt em 2021 e continuar entregando crescimento e estabilidade de volumes no médio prazo (apesar de algumas dificuldades de curto prazo). Os dividendos estão bem encaminhados e enxergamos geração de caixa relevante para 2021 (yield superior a 15%). Em ESG, a gestão continua gradualmente a reduzir a percepção de risco, mas este processo ainda pode demorar algum tempo. Concordamos que os preços do minério de ferro acima de US$ 200/t parecem estar nos níveis máximos, mas vemos uma margem de segurança relevante na ação: se utilizarmos o preço à vista, a Vale gera ~35% de seu valor de mercado em fluxo de caixa livre, ou ~3% ao mês. Mesmo assumindo uma correção de ~40% nos preços do minério de ferro em 2022 (US$ 130/t), a Vale ainda estaria negociando a 3,1x EV/EBITDA 2022, que consideramos excessivamente descontado.

Rede D'Or (RDOR3):

Momentum é o nome do jogo na área da saúde, e é exatamente por isso que decidimos adicionar a Rede D'Or ao nosso portfólio 10SIM. Após fortes resultados no 1T, esperamos novamente resultados (recordes) no 2T à medida que os procedimentos eletivos retornam gradualmente, enquanto nossas análises setoriais ainda indicam um alto nível de hospitalizações por Covid-19 (embora provavelmente menor tri/tri). Vemos também um forte momentum de Fusões e Aquisições para a empresa - lembramos que, desde seu primeiro pedido de IPO, ela já assinou acordos para adquirir 9 ativos, adicionando 1,4 mil leitos hospitalares, o que significa uma taxa de execução acima do nível orientado durante seu IPO. O último movimento de Fusões e Aquisições da RDOR foi há um mês, e esperamos mais atividades em breve, especialmente após o recente follow-on. Por fim, em nossa opinião, o valuation não é tão caro quanto aparenta. Acreditamos que os (altos) múltiplos de negociação da empresa (22,5x EV/EBITDA 2022 e 50x P/L 2022) são bem merecidos, dadas suas fortes perspectivas de crescimento de lucros (CAGR de LPA – lucro por ação de 3 anos de 30%), potencial de lucro atraente e forte momentum de fusões e aquisições.

WEG (WEGE3):

As ações da Weg caíram 27% desde seu pico em janeiro e caíram 5% nas últimas 2 semanas, o que parece exagerado, em nossa opinião. Esta recente correção das ações está levando os papéis da Weg a retomar níveis de valuation mais razoáveis, o que nos deixa mais entusiasmados com o nome. As perspectivas para o resultado do segundo trimestre são sólidas no geral, pois esperávamos que os níveis de margem EBITDA elevados fossem mantidos, e as vendas continuassem crescendo, mesmo em uma base t/t, com um real mais forte nesse período. A Weg continua a se beneficiar da recuperação dos equipamentos de ciclo curto em meio à recuperação gradual da atividade e à resiliência do ciclo longo. Em uma abordagem estratégica, a Weg agrega defensividade ao portfólio em caso de agravamento da crise hídrica, ao destacar a importância de diversificar a matriz energética do Brasil para outras fontes, como as fontes eólica e solar.

Olhando a longo prazo, a Weg está significativamente exposta à tendência de eletrificação da indústria automobilística, que foi acelerada com o surto da Covid como o exemplo de várias montadoras transferindo investimentos de veículos de combustão para elétricos (as vendas de Veículos Elétricos no Brasil aumentaram 78% a/a no acumulado do ano, segundo a Anfavea).

Bradesco (BBDC4):

Estamos mantendo o Bradesco no portfólio. Achamos que o banco está passando por um grande programa de eficiência, dando a ele um pouco mais de controle sobre seus resultados do que alguns de seus pares, pelo menos até que a economia se recupere. Além disso, com a inflação/SELIC mais alta, o crescimento decente da carteira e as linhas rotativas ganhando cada vez mais espaço no mix de crédito, esperamos que o crescimento da NII (margem financeira) acelere a/a no 2S21. Uma economia mais forte/mais vacinação deve permitir que a inadimplência permaneça sob controle e o re-rating (reprecificação positiva das ações) que vimos em bancos de outras regiões, como nos EUA e no México, indica que o valuation para os bancos brasileiros parece atraente.

Lojas Renner (LREN3):

Com a crise do COVID-19, os resultados da Renner sofreram impacto significativo com o fechamento de lojas e menor tráfego nos shoppings no 2S20. No entanto, após o fundo do poço nos últimos trimestres, vemos melhores ventos à frente para a empresa. Os canais offline e online devem crescer no 2T21 vs. 2T19, com recuperação das margens após um cenário desafiador em 2020. A Renner evoluiu sua proposta multicanal nos últimos meses, que deve ser reforçada por maiores investimentos na plataforma digital em 2021 e 2022, com 100% das lojas disponíveis para *click-and-collect* e *ship-from-store*, ao mesmo tempo em que investiu em uma abordagem mais baseada em dados para entender melhor sua base de clientes, garantindo campanhas de marketing mais eficientes, CAC (custo de aquisição de clientes) mais baixo e descontos mais baixos em lojas. No geral, ainda vemos a Renner bem posicionada para ganhar participação de mercado nos próximos anos no fragmentado segmento de vestuário brasileiro, dada (i) sua estrutura de ponta na cadeia de suprimentos; (ii) execução premium; e (iii) iniciativas omnichannel, que sustentam nossa visão positiva de longo prazo sobre o nome.

CCR (CCRO3):

A CCR ganhou recentemente os blocos Centro e Sul da 6ª rodada de concessão de aeroportos e Linhas 8 e 9 da Companhia Paulista de Trens Públicos (CPTM), que vemos como ativos estratégicos para a empresa (estimamos um VPL – valor presente líquido - combinado para os dois projetos de R$ 2-3 bilhões). Apesar desses ativos, a empresa segue com forte apetite para os próximos leilões que considera estratégicos para o portfólio da CCR, como a rodovia Nova Dutra, Congonhas e os aeroportos Santos Dumont. Nesta semana, a empresa anunciou a assinatura de um acordo preliminar com o governo do Estado de São Paulo, representando uma grande redução de risco regulatório para a CCR, além de ter um impacto significativo no aumento da duração do fluxo de caixa da empresa (até 2- 3 anos) e VPL (estimamos R$ 8,3 bilhões de valor adicional). Além disso, entendemos que o mercado ainda subestima as profundas mudanças culturais que ocorrem em uma potência como a CCR, principalmente após a substituição de quase toda a alta administração (inclusive CEO e CFO). Esperamos que a CCR continue desempenhando um papel ativo na retomada dos investimentos em infraestrutura no Brasil, se beneficiando da concorrência mais baixa.

Cyrela (CYRE3):

Acreditamos que a Cyrela oferece uma boa combinação de forte crescimento e elevados pagamentos de dividendos - a empresa cresceu 35% a/a em 2020, e esperamos que continue crescendo em 2021, enquanto pensamos que as Joint

Ventures da empresa (Lavvi, Cury e Plano & Plano) também devem crescer muito. As fortes vendas de imóveis foram impulsionadas, principalmente, pelas taxas de financiamento imobiliário historicamente mais baixas. Reconhecemos que a Cyrela está muito bem posicionada para surfar o bom momento do setor imobiliário, pois: (i) a Cyrela possui marcas diferentes atendendo a todos os segmentos de renda; (ii) planeja crescer lançamentos em dois dígitos baixos em 2021; (iii) depois de distribuir R$ 700 milhões em dividendos no ano passado, a distribuição de dividendos deve ser sólida neste ano, além de a empresa estar desalavancada (esperamos um dividend yield de um dígito alto); e (iv) o valuation parece atraente (em 10x P/L 2021E e 7,5x 2022E), principalmente em um cenário onde as vendas de residências permanecem sólidas e a empresa aumenta os lançamentos. Com uma perspectiva positiva para os próximos meses, estamos adicionando a Cyrela ao nosso portfólio 10SIM.

Oi S.A. (OIBR3):

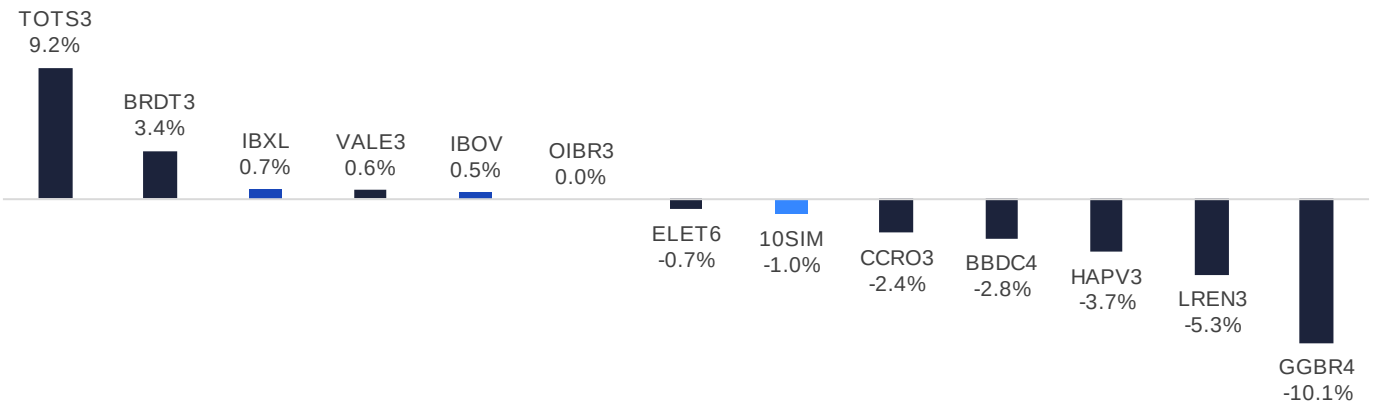
Após o anúncio dos termos da proposta do fundo de infraestrutura do BTG Pactual para comprar a empresa de infraestrutura da Oi (InfraCo) por um EV de R$ 20 bilhões, a Oi corrigiu fortemente. Revisamos nossas estimativas e decidimos examinar o valuation justo da Oi em cenários: pessimista, base e otimista. Mesmo sob premissas muito conservadoras, vemos um potencial de valorização considerável. Estimamos que o valuation implícito na oferta do BTG Pactual para a InfraCo seja de 9,1x EV/EBITDA 2022E (assumindo R$ 2,2 bilhões de EBITDA para 2022E). Se assumirmos um múltiplo EV/EBITDA de 12x como justo (transações de fibra recentes implicaram valuations de 16x), a participação remanescente da Oi na InfraCo vale R$ 12,1 bilhões. A ClientCo também é uma grande fatia do valor geral da Oi, e assumimos que vale de 4 a 6x EV/EBITDA 2022E, ou R$ 6 a 9 bilhões, com R$ 7,5 bilhões (5x EV/EBITDA) sendo nosso caso base. Mesmo usando premissas pessimistas (InfraCo 9x; ClientCo 4x), vemos 41% de potencial de valorização para a Oi (preço-alvo de R$ 2,40). Em nosso caso base (InfraCo 12x; ClientCo 5x), o potencial de valorização é de 82% (preço-alvo de R$ 3,10). Com premissas mais otimistas, a ação pode mais do que dobrar (preço-alvo de R$ 3,80). Em todos os cenários, mantemos o passivo da Globenet, a dívida líquida do final de 2021 e o VPL da dívida da Anatel.

Porto Seguro (PSSA3):

Desde o final de 2020, temos visto um discurso mais agressivo do alto escalão da Porto em direção ao crescimento. E há sinais crescentes de que essa mudança é realmente verdadeira. Em janeiro, a Porto anunciou a aquisição da Segfy. Em abril, eles também anunciaram uma transação não monetária cumulativa com a PetLove, o maior pet shop online do Brasil. Além disso, o 1T foi a primeira vez que a Porto apresentou resultados divididos pelas suas quatro verticais de negócio (cada uma terá o seu “próprio CEO”). Recentemente, eles contrataram Sami Foguel (ex-Alliar) para ser seu chefe/vice-presidente de saúde. Também está desmembrando sua filial de serviços e mudando-se para Barueri, o que leva à otimização fiscal e gerencial do grupo. E anunciou na semana passada a aquisição de 50% da ConectCar. Elevamos as ações da Porto Seguro para Compra em 18 de abril e reiteramos nossa visão positiva sobre a ação. O valuation parece atraente após a redução de riscos nas estimavas nos últimos anos e vemos uma boa assimetria a preços atuais. Com as taxas de juros subindo e as frequências ainda abaixo do normal, vemos riscos de alta para as estimativas de lucros do consenso nos próximos trimestres. E com a narrativa mudando de uma “tese de valor” para uma com oportunidades de crescimento mais fortes, vemos espaço para um reajuste nos múltiplos.

Rentabilidade Histórica:

Gráfico 22: Performance por ação em junho de 2021

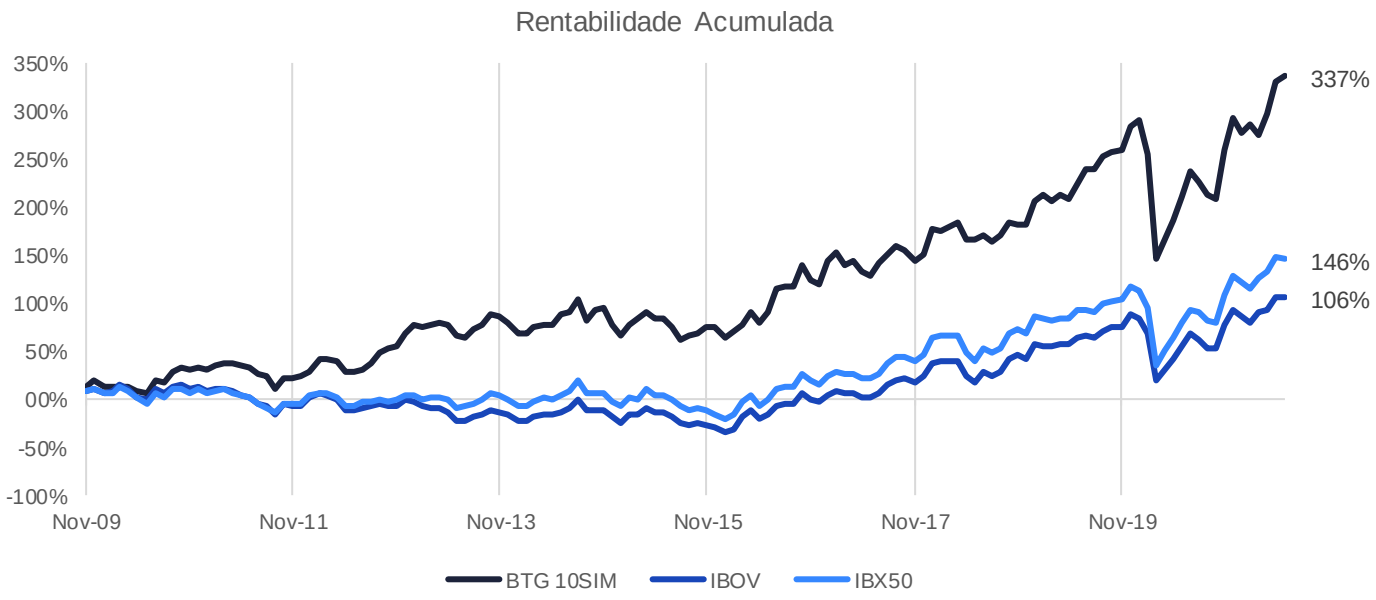


Fonte: BTG Pactual e Economática

Performance Histórica:

Em junho, nossa Carteira Recomendada de Ações teve uma performance negativa de -1,1%, contra uma valorização de +0,5% do Ibovespa e +0,7% do IBRX-50. Desde outubro de 2009, quando o nosso head global de análise e estratégia, Carlos Sequeira, assumiu o gerenciamento da Carteira, a rentabilidade acumulada é de 336,6%, ante 106,1% do Ibovespa e 146,3% do IBX-50.

Gráfico 23: Performance Histórica (desde outubro de 2009)



Fonte: BTG Pactual e Economática

Tabela 7: Performance Histórica (desde outubro de 2009)

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	No ano	IBOV	Carteira Acum.	IBOV Acum.
2009										0,2%	13,3%	4,8%	19,1%	11,5%	19,1%	11,5%
2010	-5,5%	0,3%	0,1%	-1,1%	-2,8%	-2,4%	12,3%	-1,4%	8,6%	4,8%	-2,4%	2,3%	12,0%	1,0%	33,4%	12,7%
2011	-2,2%	2,7%	1,6%	0,6%	-1,4%	-2,2%	-4,6%	-1,0%	-10,8%	9,5%	0,2%	2,1%	-6,5%	-18,1%	24,7%	-7,7%
2012	3,2%	10,3%	-0,2%	-0,8%	-8,7%	-0,1%	2,3%	5,1%	6,9%	3,0%	2,1%	8,1%	34,4%	7,4%	67,6%	-0,9%
2013	6,1%	-1,9%	1,4%	1,9%	-2,1%	-6,1%	-0,5%	5,1%	2,8%	5,3%	-0,6%	-3,5%	7,3%	-15,5%	79,9%	-16,3%
2014	-6,1%	-0,7%	4,0%	1,5%	0,2%	5,6%	1,9%	6,4%	-10,8%	6,8%	0,8%	-8,6%	-0,9%	-2,9%	78,3%	-18,7%
2015	-6,3%	6,2%	3,6%	3,5%	-3,1%	-0,1%	-5,5%	-6,8%	2,4%	1,5%	3,6%	-0,4%	-2,4%	-13,3%	73,9%	-29,5%
2016	-5,5%	3,2%	4,4%	7,2%	-6,0%	6,8%	12,9%	0,9%	-0,2%	10,9%	-6,5%	-2,5%	26,0%	38,9%	119,1%	-2,1%
2017	11,2%	3,9%	-5,6%	1,7%	-4,2%	-2,1%	5,7%	4,3%	2,9%	-0,9%	-4,6%	2,9%	14,7%	26,9%	151,4%	24,2%
2018	10,2%	-0,4%	1,6%	1,5%	-6,7%	0,1%	1,9%	-2,7%	2,5%	5,0%	-0,7%	0,2%	12,3%	15,0%	182,3%	42,9%
2019	8,3%	2,1%	-2,1%	2,3%	-1,6%	5,2%	4,8%	-0,1%	4,3%	1,2%	0,8%	6,7%	39,9%	31,6%	294,9%	88,0%
2020	1,7%	-9,2%	-30,7%	8,0%	7,7%	8,3%	9,0%	-3,6%	-4,1%	-1,1%	16,2%	9,2%	1,8%	2,9%	302,0%	93,5%
2021	-3,9%	2,2%	-2,7%	5,6%	8,8%	-1,1%							8,6%	6,5%	336,6%	106,1%

Fonte: BTG Pactual e Economatica

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoas e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiadas do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

***Certificação dos analistas:** Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii)nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.*

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx