



Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Julho 2022

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 S.A.

Luiz Temporini

São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

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

O Ibovespa está extremamente descontado

O Ibovespa sofreu uma grande correção em junho, caindo 11,5% em reais e 19,4% em dólares, desempenho fortemente abaixo do S&P500 (-8,4%) e assim chegando a um ótimo ponto de entrada, dado o seu valuation descontado. As ações locais (ex-Petro & Vale) estão sendo negociadas a 8,4x P/L projetado de 12 meses, ou 6,9x com Petro&Vale, e o prêmio para manter ações (~6%) é o mais alto em 12 anos.

Mudanças maiores neste mês, incluindo WEG, Localiza e Renner

Neste mês, fizemos mudanças maiores na 10SIM. Estamos adicionando nomes líquidos com um forte histórico de execução e que negociam a preços atrativos: WEG (fortes fundamentos, características defensivas e exposição a tendências seculares), Localiza (benefícios da fusão com a Unidas e um mercado automotivo mais normalizado) e Renner (execução premium para se beneficiar do *trade-down* do consumidor e dos ganhos de participação de mercado em relação aos pares menores).

Nomes politicamente sensíveis também se juntam a carteira: Petrobras e Sabesp

Adicionamos algumas empresas estatais que são (e continuarão) afetadas pelo atual ambiente político, mas que são muito baratas para serem ignoradas: Petrobras (2x EV/EBITDA + forte pagamento de dividendos) e Sabesp (0,65x EV/RAB + probabilidades de privatização potencialmente maiores). Para abrir espaço, reduzimos nossa exposição aos bancos retirando o Itaú, a empresas expostas a alta renda, como Arezzo e Multiplan, e também tiramos Raízen e Locaweb, que continuam na carteira de Small Caps.

Mantendo a exposição a *soft commodities*/proteína, software, minério de ferro e bancos

Mantemos nossa exposição a *soft commodities* e proteínas via SLC e Minerva, e à Vale, Totvs e Banco do Brasil.

Tabela 1: Carteira Recomendada de Ações (10SIM) para Julho de 2022

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
Vale	Metais & Mineração	VALE3	15%	362.922	2,3x	2,7x	3,2x	4,8x	1,4x	1,3x
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	10%	383.749	2,3x	2,7x	3,6x	3,9x	1,0x	0,9x
WEG	Bens de Capital	WEGE3	10%	110.985	22,4x	18,0x	30,5x	25,4x	8,1x	7,0x
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	95.253	n.a.	n.a.	3,7x	3,2x	0,6x	0,5x
Localiza	Aluguel de Carros	RENT3	10%	39.423	12,2x	11,2x	23,5x	21,9x	4,6x	4,0x
Sabesp	Serviços Básicos	SBSP3	10%	28.824	6,2x	5,4x	10,5x	10,1x	1,1x	1,0x
Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%	22.202	8,6x	6,5x	18,9x	14,0x	2,1x	1,8x
Totvs	Tecnologia	TOTS3	10%	14.144	13,7x	10,6x	22,7x	17,1x	3,0x	2,8x
SLC Agrícola	Agronegócio	SLCE3	10%	9.175	5,2x	5,5x	7,3x	7,9x	2,0x	2,0x
Minerva	Alimentos	BEEF3	5%	7.753	4,8x	4,5x	13,1x	8,2x	5,0x	4,9x

Fonte: BTG Pactual e Economática

As ações brasileiras estão extremamente baratas

O Ibovespa sofreu uma grande correção em junho, caindo 11,5% em reais e 19,4% em dólares, desempenho fortemente abaixo do S&P500 (-8,4%). Embora seja improvável que o Ibovespa (ou maioria dos índices de mercados emergentes) sejam negociados completamente dissociados do S&P500, o fato é que o índice brasileiro em dólares (o EWZ) está próximo de seu menor patamar em 5 anos, em forte contraste com o S&P500 (gráficos 1-2).

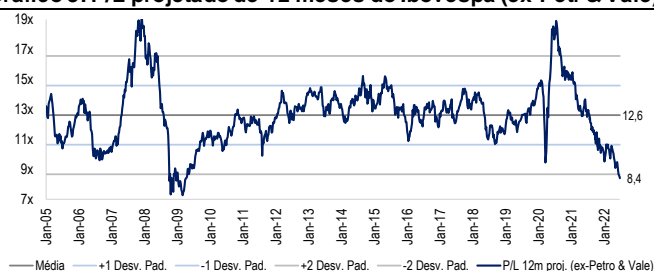
Gráfico 1: Desempenho do S&P500


Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Gráfico 2: Desempenho EWZ


Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Após a correção de junho, o Ibovespa está sendo negociado a um valuation muito atrativo. O Ibovespa (ex-Petrobras e Vale) está negociando a 8,4x P/L projetado de 12 meses, dois desvios padrão abaixo da média histórica (gráfico 3) e um dos níveis mais baixos dos últimos anos – o P/L projetado de 12 meses, incluindo Petrobras e Vale, é de apenas 6,9x.

Gráfico 3: P/L projetado de 12 meses do Ibovespa (ex-Petr & Vale)


Fonte: estimativas BTG Pactual

Gráfico 4: P/L projetado de 12 meses do Ibovespa


Fonte: do BTG Pactual

Enquanto os juros reais de longo prazo subiram em junho e encerraram o mês em alta de 5,9%, acima dos 5,7% de maio, os valuations parecem atraentes. O prêmio para manter ações, medido como o inverso do P/L menos as taxas de juros reais de 10 anos, é de 6,0%, o maior em 12 anos (gráfico 5).

As taxas de juros reais de longo prazo em 5,9% já implicam grandes riscos políticos e fiscais. Como temos argumentado desde o início do ano, vemos espaço para que as taxas reais de longo prazo caíam ainda este ano, principalmente se os principais candidatos presidenciais se comprometerem com políticas econômicas responsáveis.

Gráfico 5: Earnings yield (L/P menos taxas de juros de 10 anos)

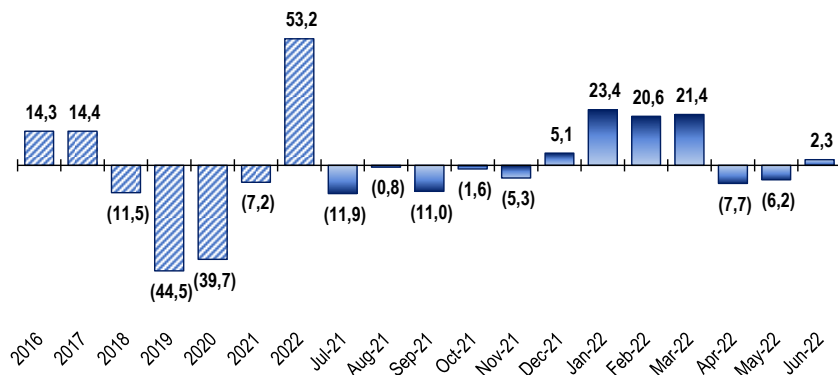


Fonte: Banco Central do Brasil, estimativas do BTG Pactual

Investidores estrangeiros foram compradores líquidos de ações brasileiras em junho

Os estrangeiros retiraram R\$ 6,2 bilhões em maio, após um fluxo de resgates de R\$ 7,7 bilhões em abril, mas foram compradores líquidos em junho no valor de R\$ 2,3 bilhões.

Gráfico 6: Fluxos de investidores estrangeiros (R\$ bi)



Fonte: B3

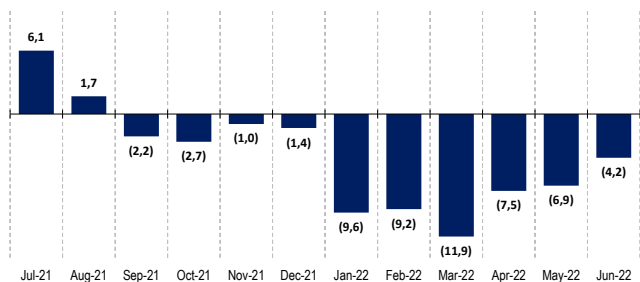
Os recursos continuam saindo do mercado de ações local

Como a Selic continua subindo, os fundos de ações locais sofreram retiradas por mais um mês, o décimo consecutivo, com um fluxo de saída de fundos de ações locais agora em R\$ 49 bilhões no acumulado do ano.

Mas, pelo menos, esse fluxo de saída diminuíram recentemente. Após um fluxo de saída médio de R\$ 10,2 bilhões no 1T22, a média caiu para R\$ 7,3 bilhões em abril/maio e R\$ 4,2 bilhões em junho. Como o ciclo de subida da Selic parece estar perto do fim, vemos as saídas desacelerando ainda mais nos próximos meses.

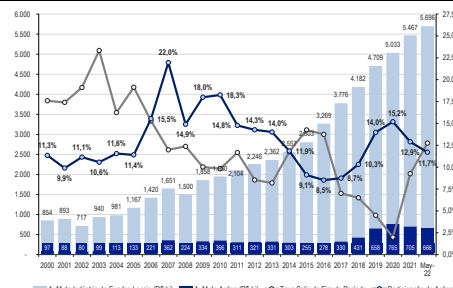
Com um fluxo de resgates total de R\$ 49 bilhões no acumulado do ano, a exposição a ações dos fundos de multimercados locais caiu para 11,7% em maio, abaixo dos 15,7% em maio de 2021.

Gráfico 7: Fundos de ações - Captações líquidas mensais



Fonte: Anbima, estimativas do BTG Pactual

Gráfico 8: Alocação de fundos locais



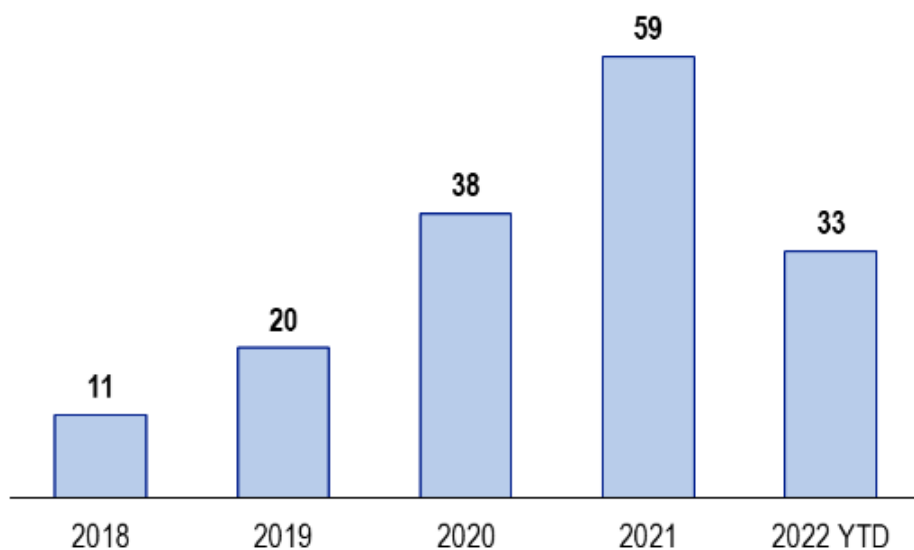
Fonte: Banco Central do Brasil, estimativas do BTG Pactual

Raio-X de recompras de ações

Analisamos as recompras de ações no Brasil nos últimos 5 anos e neste relatório destacamos as empresas mais consistentes em anunciar e implementar os maiores programas. Analisamos 161 programas anunciados por 78 empresas nos últimos 5 anos – 107 já foram concluídos e 54 ainda estão em aberto.

As empresas brasileiras intensificaram as recompras nos últimos anos, com 59 programas anunciados em 2021 vs. 38 em 2020 e 20 em 2019. Em 2022, foram anunciados 33 programas até o momento.

Gráfico 9: Programas de recompra por ano



Fonte: estimativas do BTG Pactual

O tamanho médio dos programas de recompra de ações é de 5% das ações em circulação

De acordo com a legislação brasileira do mercado de capitais, as companhias listadas podem anunciar programas de recompra de até 10% do total de suas ações em circulação. Uma vez executado o programa (ou encerrado pela empresa), um novo poderá ser aberto, novamente limitado a 10% das ações em circulação no momento do anúncio.

O tamanho médio dos 161 programas de recompra que analisamos foi de 5% do total de ações em circulação. Destas, 17 empresas anunciaram programas destinados a comprar, em média, 9-10% de suas ações em circulação, embora apenas algumas delas tenham comprado mais de 50% das ações incluídas no programa, enquanto outras abriram programas para recomprar apenas 1% de suas ações em circulação.

As empresas com programas de recompra mais confiáveis

De todos os programas de recompra que analisamos e que já foram concluídos, apenas 44% das empresas recompraram efetivamente mais de 50% das ações do programa.

Algumas empresas têm executado consistentemente a maioria de suas recompras. Mais precisamente, 20 implementaram quase totalmente seus programas, recomprando mais de 90% das ações incluídas no programa, embora vários tenham anunciado pequenos programas ou não tenham sido consistentes na estratégia no passado – anunciando/executando 1 programa nos últimos 5 anos.

Apenas algumas empresas anunciaram e executaram grandes programas de recompra

Os principais destaques são as empresas que anunciaram e efetivamente executaram grandes programas de recompra.

12 empresas divulgaram programas para recomprar mais de 6% de suas ações em circulação, e efetivamente recompraram no mínimo 50% desse valor: ABC, Anima, Cosan, CSN, Direcional, JBS, JSL, Lavvi, Ser Educacional, Sinqia, SYN e Vale (vide tabela abaixo).

Tabela 2: Destaques do nosso banco de dados de recompra

Empresa	# de programas de recompra	Programas ainda abertos	Programas já encerrados	Tamanho médio do programa (% de ações)	Porcentagem média comprada (programas fechados)
Abc Brasil	2	1	1	10%	93%
Anima	4	1	3	10%	62%
Cosan	4	1	3	6%	87%
CSN	3	1	2	6%	98%
Direcional	2	1	1	10%	52%
JBS	4	1	3	10%	64%
JSL	2	1	1	7%	54%
Lawi	3	1	2	10%	84%
Ser Educacional	4	1	3	9%	60%
Sinqia	3	1	2	10%	60%
SYN	2	0	2	10%	100%
Vale	3	1	2	6%	100%

Fonte: relatórios das empresas, BTG Pactual

A Vale anunciou programas para recomprar, em média, 6% de suas ações em circulação, e implementou integralmente esses programas. Também tem um programa de recompra em andamento para comprar até 10% de suas ações em circulação, e até agora recomprou 4% das ações.

Também destacamos a JBS, que nos últimos 5 anos anunciou 4 programas, todos para recomprar até 10% de suas ações em circulação – em média, recomprou 64% das ações incluídas nos 3 programas já fechados. Na última, concluída em 22 de maio, a JBS comprou 100% das ações. Também tem um programa recém-lançado (iniciado em 11 de maio) para comprar até 10% das ações em circulação.

A Cosan também anunciou quatro programas nos últimos anos para recomprar, em média, 6% de suas ações em circulação. Em média, executou 87% dos três programas já fechados. E nos dois últimos programas, recomprou ~100% das ações. A Cosan também possui um programa de recompra em andamento para comprar até 9,39% das ações em circulação, e já executou 70% do programa.

Veja abaixo uma tabela resumindo todas as recompras por empresa

Tabela 3: Recompras por empresa

Empresa	# de programas de recompra	Programas ainda abertos	Programas já encerrados	Tamanho médio do programa (% de ações)	Porcentagem média comprada (programas fechados)	Empresa	# de programas de	Programas ainda abertos	Programas já encerrados	Tamanho médio do programa (% de ações)	Porcentagem média comprada (programas fechados)
Abc Brasil	2	1	1	10%	93%	Lojas Renner	1	0	1	1%	25%
Ambev	1	1	0	0%	87%	M. Dias Branco	1	1	0	10%	47%
Ambipar	1	1	0	5%	0%	Magalu	3	0	3	3%	73%
Americanas	2	1	1	3%	100%	Marfrig	4	0	4	2%	99%
Anima	4	1	3	10%	62%	Meliuz	1	1	0	10%	4%
Arezzo	3	1	2	10%	8%	Melnick	2	0	2	8%	46%
Armac	1	1	0	8%	0%	Metalúrgica Gerdau	1	1	0	10%	0%
Aura Minerals	1	1	0	10%	11%	Minerva	2	0	2	7%	50%
Azul	2	1	1	1%	15%	MRV	2	0	2	5%	0%
Banco Inter	2	1	1	3%	10%	Multiplan	2	0	2	3%	83%
Bemobi	2	1	1	4%	100%	Natura	3	0	3	2%	76%
BK Brasil	1	0	1	1%	100%	Odontoprev	4	1	3	4%	98%
BR Properties	3	1	2	4%	100%	Porto Seguro	4	1	3	7%	0%
Bradesco	4	1	3	1%	29%	Positivo	3	1	2	4%	64%
BRF	2	1	1	1%	64%	Qualicorp	1	0	1	4%	63%
Brisanet	1	1	0	10%	12%	RaiaDrogasil	2	0	2	0%	50%
Cogna	1	1	0	5%	7%	Randon	2	1	1	5%	100%
Cosan	4	1	3	6%	87%	Rumo	1	0	1	1%	17%
CSN	3	1	2	6%	98%	Santander	3	1	2	1%	24%
CSN Mineração	3	1	2	1%	95%	Santos Brasil	1	1	0	10%	0%
CVC	1	0	1	5%	4%	Sao Carlos	4	1	3	4%	16%
Dexco	2	0	2	4%	100%	São Martinho	1	0	1	7%	44%
Direcional	2	1	1	10%	52%	Sequoia	1	1	0	5%	73%
Embraer	1	0	1	1%	22%	Ser Educacional	4	1	3	9%	60%
Energias do Brasil	3	1	2	6%	99%	Simpar	3	1	2	8%	46%
Eztec	4	1	3	6%	40%	Sinqia	3	1	2	10%	60%
Gerdau	2	1	1	3%	100%	SLC Agrícola	2	1	1	2%	100%
Gol	1	0	1	1%	100%	Sul America	2	0	2	4%	84%
Grupo Soma	1	1	0	6%	0%	Suzano	1	1	0	3%	2%
Hapvida	2	1	1	10%	15%	SYN	2	0	2	10%	100%
Hypera	3	1	2	2%	48%	Telefônica Brasil	2	1	1	10%	33%
Irani	1	1	0	8%	34%	Totvs	2	0	2	1%	78%
IRB Brasil	1	0	1	5%	19%	Tupy	1	1	0	6%	0%
Itaú Unibanco	1	0	1	3%	0%	Unifque	2	1	1	5%	100%
JBS	4	1	3	10%	64%	Vale	3	1	2	6%	100%
JSL	2	1	1	7%	54%	Via	1	0	1	1%	100%
Lawi	3	1	2	10%	84%	Vibra	1	1	0	10%	32%
Localiza	3	1	2	9%	5%	Wilson Sons	1	1	0	2%	0%
Locaweb	1	0	1	1%	100%	Yduqs	1	1	0	7%	25%

Fonte: relatórios das empresas, BTG Pactual

10SIM de Julho: Mudanças mais fortes este mês

Após a forte correção de junho, as ações brasileiras estão sendo negociadas com valuations muito atraentes. A atividade econômica surpreendeu positivamente, com desemprego caindo mês após mês há algum tempo, e as contas fiscais permanecem sólidas no acumulado do ano, após uma atividade mais forte do que o esperado. Mas a dinâmica da inflação segue desafiadora, pressionando as taxas de juros de curto prazo para cima (e, talvez pior, as mantendo altas por mais tempo).

Talvez mais preocupante, discussões sobre cortes de impostos, subsídios aos combustíveis, maior auxílio emergencial e outras medidas para aliviar os impactos da inflação na população de baixa renda, além de incertezas sobre mudanças na atual âncora fiscal com o próximo governo, também estão aumentando a percepção de risco e elevando as taxas de longo prazo.

Estamos modificando nosso portfólio e adicionando alguns nomes líquidos com uma forte trajetória de execução e que agora negociam com um valuation atrativo: Weg, Localiza e Renner.

Vemos a recente queda de Weg como um bom ponto de entrada para um negócio com fortes fundamentos, características defensivas e tendências seculares que criam uma oportunidade para a empresa continuar crescendo fortemente.

Também estamos adicionando a locadora Localiza, que deve se beneficiar da fusão com a Unidas, enquanto um mercado de automóveis mais normalizado pode criar boas oportunidades para expandir e renovar sua frota em melhores condições.

Mantemos alguma exposição ao varejo por meio da rede varejista de alta qualidade Renner, cujo desempenho da operação e a execução premium devem se beneficiar de um consumidor indo para um varejo de menor renda, além de ganhos de participação de mercado sobre pares menores. A ação está sendo negociada a 14x P/L 2023.

Adicionamos também alguns nomes estatais que são (e continuarão a ser) impactados pelo ambiente político atualmente carregado antes das eleições, mas que são baratos demais para serem ignorados: Petrobras e Sabesp.

A Petrobras é um caso complexo, pois sua política de preços está no centro de uma disputa política, mas um valuation altamente atraente (2x EV/EBITDA 2022) já precifica em grande parte os riscos políticos, enquanto fortes pagamentos de dividendos oferecem um suporte extra.

Outro nome 'politicamente sensível' que estamos adicionando a 10SIM este mês é a concessionária de água/esgoto de São Paulo Sabesp, que está negociando a 0,64x EV/RAB (10x P/L), um valuation muito atraente. Dependendo do resultado do governo paulista nas eleições, suas chances de privatização podem aumentar, o que pode ser um gatilho poderoso para a ação.

Para abrir espaço na 10SIM, estamos reduzindo a exposição a bancos retirando o Itaú, mantendo o Banco do Brasil, e as ações de alta renda (Arezzo e Multiplan). Também estamos removendo a Raízen (redução do imposto federal sobre combustíveis torna o etanol menos competitivo vs. gasolina) e Locaweb (preferimos nomes mais líquidos na 10SIM), que, no entanto, mantém seu lugar em nosso portfólio Small Cap.

Mantemos nossa exposição aos negócios de *soft commodities* e proteínas, onde o Brasil tem uma vantagem competitiva. A SLC Agrícola é nosso player favorito de *soft commodities*, enquanto a Minerva é o que mais ganha com a redução dos custos de gado no Brasil.

Mantemos a exposição à exportadora de minério Vale (valuation baixo, fortes dividendos e recompras de ações), Totvs (bom crescimento, negócios rentáveis, proteção contra inflação, valuation) e Banco do Brasil (carteira de crédito sólida e valuation muito barato).

Carteira Recomendada de Ações (10SIM):

Tabela 4: Alterações na Carteira para o mês de Julho

Junho				Julho			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Vale	Metais & Mineração	VALE3	15%	Vale	Metais & Mineração	VALE3	15%
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	15%	Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	10%
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	WEG	Bens de Capital	WEGE3	10%
Raizen	Agronegócio	RAIZ4	10%	Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%
Totvs	Tecnologia	TOTS3	10%	Localiza	Aluguel de Carros	RENT3	10%
Mutiplan	Shoppings	MULT3	10%	Sabesp	Serviços Básicos	SBSP3	10%
SLC Agrícola	Agronegócio	SLCE3	10%	Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%
Arezzo Co	Varejo	ARZZ3	10%	Totvs	Tecnologia	TOTS3	10%
Minerva	Alimentos	BEEF3	5%	SLC Agrícola	Agronegócio	SLCE3	10%
Locaweb	Tecnologia	LWSA3	5%	Minerva	Alimentos	BEEF3	5%

Fonte: BTG Pactual

Ações do Portfólio:

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
Vale	Metais & Mineração	VALE3	15%	362.922	2,3x	2,7x	3,2x	4,8x	1,4x	1,3x
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	10%	383.749	2,3x	2,7x	3,6x	3,9x	1,0x	0,9x
WEG	Bens de Capital	WEGE3	10%	110.985	22,4x	18,0x	30,5x	25,4x	8,1x	7,0x
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	95.253	n.a.	n.a.	3,7x	3,2x	0,6x	0,5x
Localiza	Aluguel de Carros	RENT3	10%	39.423	12,2x	11,2x	23,5x	21,9x	4,6x	4,0x
Sabesp	Serviços Básicos	SBSP3	10%	28.824	6,2x	5,4x	10,5x	10,1x	1,1x	1,0x
Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%	22.202	8,6x	6,5x	18,9x	14,0x	2,1x	1,8x
Totvs	Tecnologia	TOTS3	10%	14.144	13,7x	10,6x	22,7x	17,1x	3,0x	2,8x
SLC Agrícola	Agronegócio	SLCE3	10%	9.175	5,2x	5,5x	7,3x	7,9x	2,0x	2,0x
Minerva	Alimentos	BEEF3	5%	7.753	4,8x	4,5x	13,1x	8,2x	5,0x	4,9x

Fonte: BTG Pactual e Economática

Weg (WEGE3):

Depois de cair 19% no acumulado do ano, a companhia oferece um bom ponto de entrada, com a ação negociando a 25x P/L em 2023, implicando em um pequeno prêmio em relação a outros nomes globais de bens de capital. E os fundamentos estão mais fortes do que nunca, refletindo sua entrega de resultados impressionantes durante a pandemia, reforçando seu modelo de negócios à prova de crises. Em um mercado tão incerto, vemos a WEGE3 como uma escolha defensiva (exposição a USD em termos de ROIC), com a recente queda das ações abrindo um ponto de entrada interessante (e bastante raro). No longo prazo, a Weg é muito exposta a várias tendências globais de interessantes: (i) mobilidade elétrica, com investimentos consideráveis das montadoras na eletrificação da frota; (ii) eficiência energética, com custos de energia mais elevados aumentando a necessidade de reduzir o desperdício; (iii) digitalização e automação; e (iv) energia renovável, à medida que o mundo migra para uma matriz de energia mais verde.

SLC Agrícola (SLCE3):

A empresa oferece exposição a um dos setores mais resilientes e competitivos do Brasil sob a forma de uma companhia grande e bem administrada, com um modelo de negócios comprovado que busca ser um produtor de baixo custo de soja, algodão e milho via adoção de tecnologia nas áreas mais tradicionais da agricultura. O seu modelo de negócios *asset-light* deve crescer 46% a área plantada em 2022 e permitir que a empresa se beneficie de alta alavancagem operacional e fortalecer sua posição como uma das melhores maneiras de se expor a alta dos preços das commodities agrícolas, com fundamentos sólidos. Os riscos associados ao aumento dos preços dos insumos agrícolas diminuirão, enquanto a

estabilidade nos preços dos fertilizantes nos últimos meses também é um presságio positivo para as margens. A recente queda das ações parece injustificada, com as ações agora sendo negociadas 42% abaixo do EV/EBITDA histórico para 2022 e 25% abaixo com base em premissas normalizadas de preços de commodities até 2024. Com o ROIC agora pelo menos 4x acima da média histórica, reiteramos a Compra.

Minerva (BEEF3):

Vemos uma história de valor brilhante e, portanto, estamos mantendo o BEEF3 em nosso portfólio. Em primeiro lugar, há o componente de ciclo, com o Brasil à beira de uma inversão de ciclo de gado. Mas mais do que as melhorias do ciclo anterior, acreditamos que a quantidade de gado disponível para abate aumentará significativamente, o que significa que esperamos que o próximo bom momento do ciclo seja ainda mais forte do que os anteriores. Em segundo lugar, há o componente de preço da carne, com a demanda por carne bovina brasileira e sul-americana permanecendo forte e apoiando uma alta de preços em comparação ao ano anterior. Isso é um bom presságio para as margens e também deve significar receitas mais fortes, impulsionando o crescimento do lucro. Em terceiro lugar, os números positivos, com a produção e experiência comercial da Minerva mais forte do que nunca, ao mesmo tempo que ostenta um dos seus balanços patrimoniais mais fortes já registrados. E, finalmente, há o valuation, com as ações negociadas com um desconto de 13% em relação a níveis históricos baseados em EV/EBITDA 2022 (ou 16% para 2023) apesar da maior disciplina de alocação de capital. Temos recomendação de Compra.

Petrobras (PETR4):

Após retirá-lo do nosso portfólio por alguns meses, estamos reinserindo a PETR em nossa 10SIM. Após uma longa sequência de mudanças de CEOs e os cortes de impostos do governo sobre os combustíveis, acreditamos que a pressão política sobre a empresa pode diminuir, embora por um curto período. Combinado com a expectativa de um anúncio de pagamento de dividendos adicionais nas próximas semanas, isso suporta uma postura mais otimista sobre a tese de investimento em relação ao restante do mercado. Resumindo, achamos que os fundamentos podem superar o ruído político. O principal risco para o nosso movimento tático é um cenário em que os preços do petróleo disparem novamente e/ou o real tenha uma depreciação, o que poderia desencadear um fluxo de notícias negativas sobre a política de preços de combustíveis da PETR.

Localiza (RENT3):

A companhia oferece uma relação risco-retorno interessante, depois de negociar de lado no último ano, apesar da aprovação do CADE da incorporação da Unidas. Projetamos sinergias relevantes da transação e esperamos que o mercado precifique gradualmente à medida que a empresa avance com a integração. Alguns tópicos adicionais devem melhorar o sentimento do investidor no curto prazo: (i) discussões do Projeto de Lei 5.638/2020, que poderia fornecer incentivos fiscais para a indústria do turismo, potencialmente reduzindo os impostos federais sobre as locadoras de veículos; e (ii) normalização gradual do mercado automotivo, que deve suportar a renovação da frota da Localiza com condições de compra mais favoráveis. Os fundamentos de longo prazo também estão intactos para o setor, com baixas taxas de penetração em muitos segmentos de produtos.

Lojas Renner (LREN3):

Após um ponto de inflexão de vendas desde o 2T21, acelerando em relação aos últimos trimestres, vemos a LREN3 sendo negociado a 14x P/L em 2023, criando espaço para a alta das ações no curto prazo. A Renner está bem posicionada para ganhar participação de mercado no fragmentado varejo de vestuário do Brasil, graças à sua (i) cadeia de suprimentos de última geração; (ii) execução premium, também se beneficiando de um *trade-down* dos consumidores e ganhos de

participação de mercado em relação aos pares menores; e (iii) iniciativas de omnichannel, apesar dos investimentos extras para a plataforma multicanal, que devem pressionar as margens nos próximos trimestres.

Banco do Brasil (BBAS3):

O BB está em uma posição muito melhor do que em 2015 (no governo Dilma). Ele estava negociando a 0,45x P/VP então vs. 0,62x hoje. Mas naquela época, o BB tinha crescido muito mais do que seus pares privados nos 5 anos anteriores, apesar de uma economia em deterioração. O capital principal era muito inferior ao dos pares privados, e a Selic não só estava mais alta do que está agora, mas com fortes indícios de que pode subir até mais, significando um CoE (custo de capital próprio) muito maior. Por causa do balanço ruim e riscos de provisões, a visibilidade dos resultados era ruim. O ROE caiu 50% nos 2 anos seguintes. E se não fosse pelo novo governo, a lucratividade provavelmente teria caído ainda mais. Avançando para os dias de hoje, o BB cresceu menos que seus pares nos últimos 5 anos, seu capital principal é maior, e sua carteira de crédito tem um perfil de risco mais baixo, com mais agro e menos empréstimos ao consumidor sem garantias. A aprovação da nova lei sobre empresas estatais, durante o governo Temer, também aumentou a proteção às empresas públicas. Enquanto o P/VP é maior do que em 2015, o P/L (que combina ROE e P/VP na mesma métrica) é mais barato. Se o BB mantiver o lucro estável em termos nominais e mantiver o *payout* em 40%, em menos de 10 anos, você receberá de volta todo o valor de mercado em dividendos. Apesar do potencial ruído político das próximas eleições, depois de cair 9% no mês passado e negociando a 3,7x P/L em 2022 (11% de *dividend yield*), acreditamos que o BBAS é muito barato para ser ignorado.

Totvs (TOTS3):

É um caso de investimento atraente, com um *core business* que está crescendo bem, oportunidades únicas de vendas cruzadas e fortes perspectivas em serviços financeiros. Vemos a empresa negociando a 17x P/L 2023E, um grande desconto para os pares, especialmente considerando que a Totvs os supera. Além disso, a empresa é um nome defensivo para os investidores que procuram proteção contra o aumento da inflação e uma potencial deterioração da atividade econômica.

Vale (VALE3):

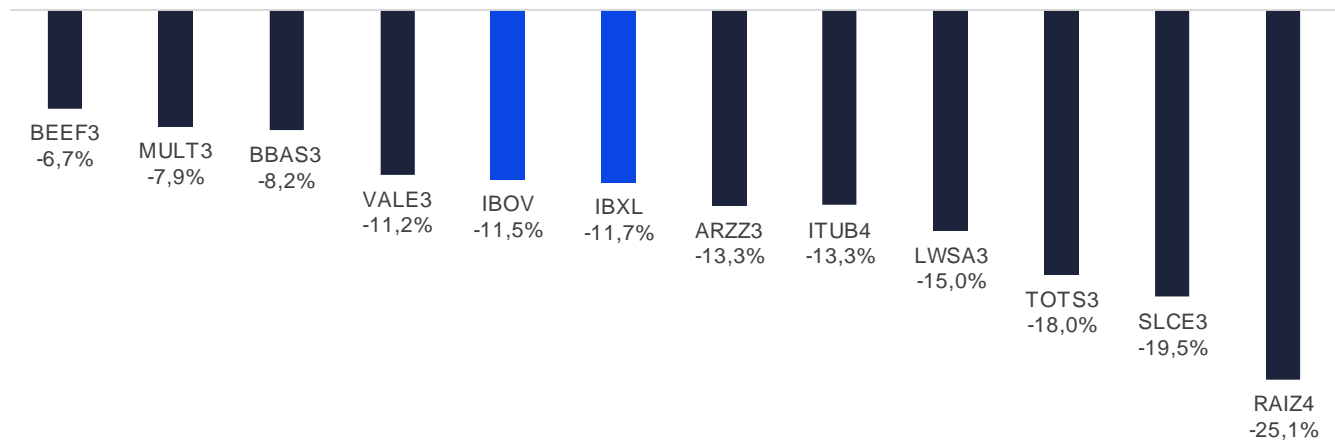
Acreditamos que a ação é um grande beneficiário da reabertura e reaceleração da economia chinesa nos próximos meses, na sequência dos *lockdowns* muito agressivos nas últimas semanas. Em última análise, estamos em um ponto de inflexão na China, embora haja riscos nos próximos meses, e esperamos que os balanços de oferta & demanda fiquem mais apertados. No curto prazo, os preços do minério de ferro devem continuar sustentados por níveis de produção de aço chinês elevados, refletindo estímulos e flexibilização das restrições à poluição, e a oferta marítima apertada (empresas principais do setor tendo dificuldades para estabilizar a produção). A tese de investimento na Vale pode se estender bem até 2022. A administração continua altamente disciplinada na alocação de capital (muito pouco capex de crescimento), o que implica que a maior parte da agenda deve ser feita via retornos de caixa aos acionistas – projetamos um *dividend yield* 15% para 2022, incluindo o recentemente anúncio de um programa de recompra de aproximadamente US\$ 8 bilhões. Também esperamos que os problemas de produção de minério de ferro em Carajás sejam atenuados, ajudando na produção e na diluição dos custos fixos. Nós também antecipamos resultados melhores em sua subvalorizada unidade de metais básicos em 2022 (EBITDA potencialmente maior do que US\$ 5 bilhões), com o níquel tendo bom desempenho devido à problemas de produção global.

Sabesp (SBSP3):

Não é apenas uma história dependente de eventos corporativos, mas também está sendo negociada a um preço descontado para o NAV justo. Vemos a Sabesp negociando a um EV/RAB 2022 implícito de 0,65x, abaixo do nível de eficiência atualmente entregue como uma empresa estatal. Por ter um desempenho inferior em termos de EBITDA regulatório em quase 20%, poderíamos argumentar que a Sabesp deveria negociar mais próximo de 0,8x EV/RAB em um cenário “como está”. Então, por que adicionar a empresa ao nosso portfólio? Bem, apesar de já oferecer um potencial de valorização decente aos preços atuais, um cenário de privatização pode ser transformador para a empresa. Se a Sabesp acabar nas mãos de um operador privado, esperamos ver a companhia sendo negociado a pelo menos 1x EV/RAB - ou, considerando a concorrência que naturalmente surgiria para um ativo tão premium, nós podemos ver prêmios ainda mais elevados a serem pagos. Como estamos nos aproximando do início da corrida eleitoral – e com um claro candidato a favor da privatização ganhando terreno nas pesquisas recentes – nós gostamos das probabilidades neste momento. Em nossos números, a Sabesp negociando a 1x EV/RAB poderia valer R\$ 77/ação, enquanto em 1,3x, poderia valer R\$ 100/ação. Naturalmente, a privatização ainda não está concluída e, mesmo que estivesse, ainda não sabemos exatamente qual o modelo de privatização que o governo do estado seguiria. Mas o risco/retorno neste ponto é muito atraente.

Rentabilidade Histórica:

Gráfico 10: Performance por ação em Junho de 2022

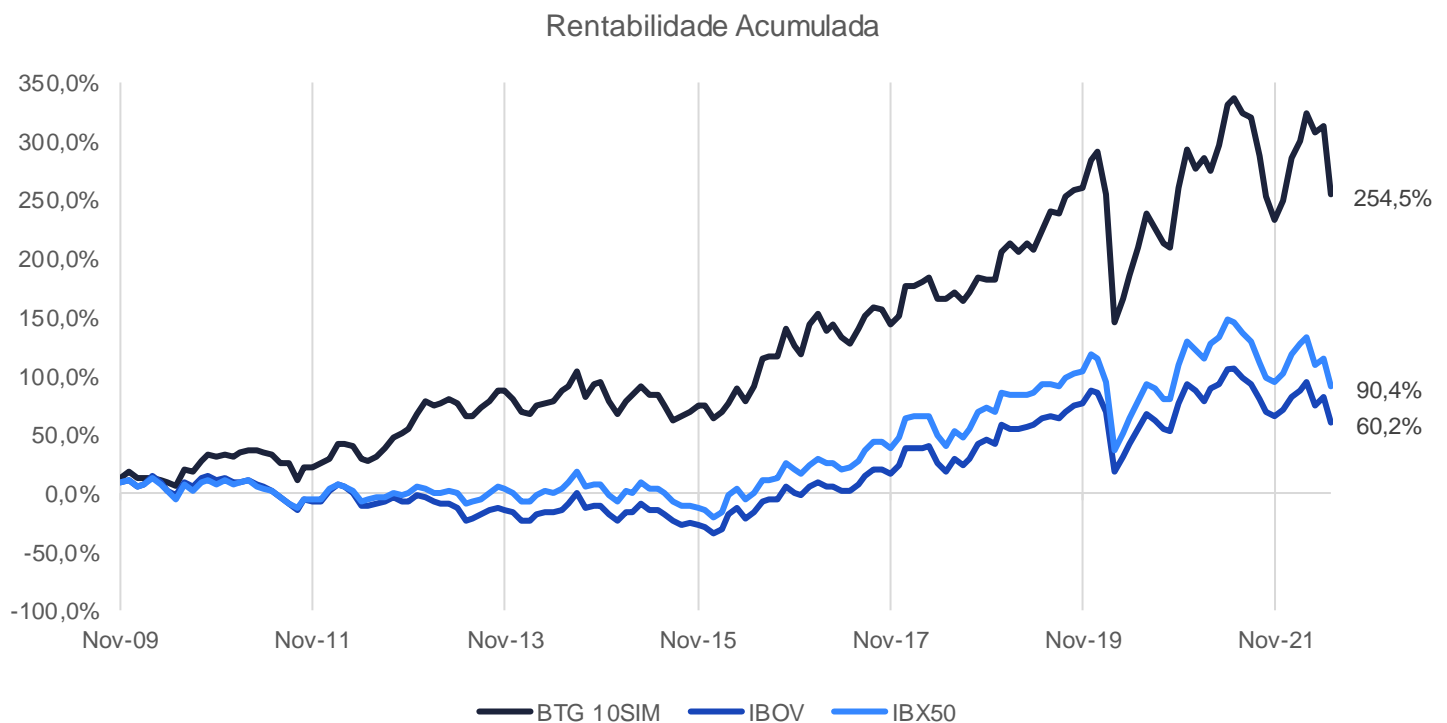


Fonte: BTG Pactual e Econômica

Performance Histórica:

Em Junho, nossa Carteira Recomendada de Ações teve uma performance de 14,0%, contra uma performance de -11,5% do Ibovespa e -11,7% 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 254,5%, ante 60,2% do Ibovespa e 90,4% do IBX-50.

Gráfico 11: Performance Histórica (desde outubro de 2009)



Fonte: BTG Pactual e Econômica

Tabela 5: 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%	-3,1%	-0,9%	-7,6%	-8,9%	-5,6%	4,6%	-13,3%	-11,9%	248,5%	70,4%
2022	10,5%	3,8%	6,1%	-3,9%	1,1%	-14,0%							1,7%	-6,0%	254,5%	60,2%

Fonte: BTG Pactual e Economática

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 pessoais 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 de dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais 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, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório é 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.asp