



# Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

## Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Agosto 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](mailto: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

---

#### As ações brasileiras estão sendo negociadas a preços atrativos

Embora o Ibovespa tenha se saído bem em julho (+4,7% em BRL; +4,8% em USD), ainda teve um desempenho muito abaixo do S&P500 (+9,1%), e isso depois de uma queda de 19% em USD em junho (vs. -8,4% para S&P). O fraco desempenho do Ibovespa nos últimos dois meses acentuou a diferença de valuation entre as ações brasileiras e outros mercados de melhor desempenho, deixando o índice brasileiro (em dólares) próximo ao seu nível mais baixo em 5 anos.

#### Um mix de *blue chips* e empresas estatais

Depois de várias mudanças no mês passado, estamos fazendo apenas pequenos ajustes desta vez. Em poucas palavras, mantemos nossa estratégia de privilegiar ações com preços razoáveis, alta qualidade e liquidez, como Weg, Localiza, Renner e Totvs. Também exploramos a oportunidade de incluir empresas estatais sólidas negociando a valuations atrativos devido às incertezas políticas, como Petrobras, Banco do Brasil e Sabesp, que estão na carteira deste mês.

#### Eletrobras e Vibra são as novidades

Com a Eletrobras agora uma sociedade anônima, e com o iminente retorno do conceituado Wilson Ferreira como CEO, não faltam oportunidades para melhorar a eficiência operacional e os resultados. A ELET também é negociada a uma TIR real atrativa de 12,8%. A outra adição é a distribuidora de combustíveis Vibra, que deve se beneficiar de fortes volumes, um ambiente competitivo mais amigável e ganhos de estoque (impulsionando os resultados do segundo trimestre), enquanto o recente desempenho inferior a deixou negociando a um valuation barata (10x P/L 2023E).

#### Reduzindo nossa exposição a commodities

Decidimos eliminar nossa exposição a exportadores de *soft commodities* e metálicas, pois a desaceleração da atividade econômica global e um resultado difícil de prever do conflito Rússia-Ucrânia nos levaram a remover a Vale e a SLC.

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

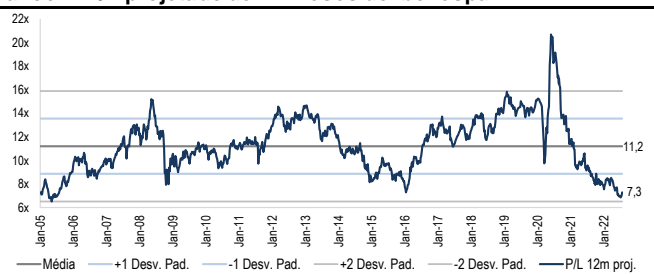
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	10%	466.372	2,6x	3,1x	4,4x	4,8x	1,2x	1,1x
WEG	Bens de Capital	WEGE3	10%	117.655	23,7x	19,2x	32,3x	26,0x	8,5x	7,4x
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET6	10%	105.845	10,6x	6,6x	13,1x	5,0x	1,5x	1,3x
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	102.644	n.a.	n.a.	3,5x	3,4x	0,6x	0,6x
Localiza	Aluguel de Carros	RENT3	10%	56.164	13,2x	12,1x	25,8x	24,1x	5,1x	4,4x
Sabesp	Serviços Básicos	SBSP3	10%	30.532	6,3x	5,5x	10,8x	10,5x	1,1x	1,0x
Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%	24.823	9,6x	7,3x	21,1x	16,2x	2,3x	2,1x
Vibra Energia	Petróleo & Gás	VBBR3	10%	18.746	5,9x	5,5x	10,0x	10,0x	1,6x	1,5x
Totvs	Tecnologia	TOTS3	10%	16.035	15,6x	12,1x	25,7x	19,4x	3,4x	3,2x
Minerva	Alimentos	BEEF3	10%	7.653	4,8x	4,5x	12,9x	8,1x	4,9x	4,9x

Fonte: BTG Pactual e Economatica

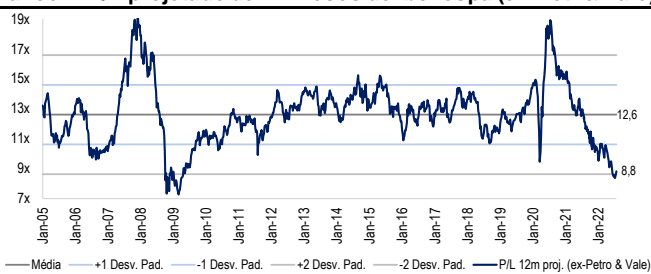
## As ações brasileiras estão atraentes

Embora o Ibovespa tenha apresentado um bom desempenho em julho (+4,7% em reais; +4,8% em dólares), ele ainda teve um desempenho muito inferior ao S&P500 (+9,1%). E isso depois do Ibovespa ter caído 19% em USD em junho (vs. -8,4% para S&P). O fraco desempenho do Ibovespa nos últimos dois meses acentuou a diferença de valuation entre as ações brasileiras e outros mercados com melhor desempenho. Atualmente, o Ibovespa em dólares (o EWZ) está próximo dos níveis mais baixos dos últimos 5 anos.

Como os lucros das empresas brasileiras listadas têm sido bastante resilientes ultimamente, os níveis de valuation que estamos vendo agora estão bastante descontados. O Ibovespa está sendo negociado a 7,3x P/L projetado de 12 meses, dois desvios padrão abaixo dos níveis históricos (gráfico 1). A última vez que negociou com tal valuation foi em 2005. Mesmo removendo Petrobras e Vale, os preços permanecem baixos, com o índice em 8,8x P/L projetado de 12 meses, dois desvios padrão abaixo da média. A última vez que o índice (ex-Petro e Vale) foi negociado nesse patamar foi em 2008-09, durante a crise financeira global.

**Gráfico 1: P/L projetado de 12 meses do Ibovespa**


Fonte: Estimativas do BTG Pactual

**Gráfico 2: P/L projetado de 12 meses do Ibovespa (ex-Petr & Vale)**


Fonte: Estimativas do BTG Pactual

O baixo desempenho reflete em parte os crescentes riscos eleitorais e fiscais, fazendo com que as taxas de juros reais de longo prazo continuem subindo mês após mês, para níveis vistos apenas em tempos de crise política intensa. Os juros reais de longo prazo subiram um pouco mais em julho e fecharam o mês em 6,2% (vs. 5,9% em junho, 5,7% em maio e 4,3% um ano atrás; gráfico 3).

Embora as taxas reais estejam muito altas, os valuations estão tão baixos que o prêmio para manter ações, medido como o inverso do P/L menos as taxas de juros reais de 10 anos, é um dos mais altos dos últimos 12 anos, em 5,1% (gráfico 4).

Como mencionado anteriormente, as taxas atuais implicam em grande risco político. A clareza sobre o cenário eleitoral (que acontecerá em algum momento de outubro) seguido do anúncio pelo presidente eleito de suas principais políticas econômicas, que esperamos ser responsáveis, não importa quem vença, pode fazer com que o risco político diminua e as

taxas de longo prazo se reduzam (ao menos um pouco). Com os valuations nos níveis atuais, esse cenário pode levar a uma alta das ações.

**Gráfico 3: Títulos governamentais de longo prazo (NTN-B 2035)**


Fonte: Banco Central do Brasil, BTG Pactual

**Gráfico 4: Earnings yield (L/P menos taxas de juros de 10 anos)**


Fonte: Banco Central do Brasil, BTG Pactual

## Os resultados das empresas brasileiras listadas estão se mostrando resilientes

Nós estimamos que as empresas brasileiras reportarão uma queda de 2,4% a/a nos lucros consolidados de 2022. Ex-Petrobras e Vale, projetamos que o lucro cresça apenas 0,9% a/a. Ainda mais interessante, nossas projeções de lucro foram revisadas para cima nos últimos 6 meses, com o lucro consolidado de 2022 aumentado em 3,3% e em 0,6% ex-Petrobras e Vale.

Embora ainda estejamos estimando empresas domésticas reportando um crescimento de lucro s em 2022 (+4,7% a/a), reduzimos nossas estimativas para essas empresas em 5,3% nos últimos 6 meses e ainda achamos que os lucros de exportadores de commodities em 2022 cairão (modelamos uma queda a/a de 7,6%), mas menos do que esperávamos 6 meses atrás (aumentamos nossos lucros estimados dos exportadores de commodities em 11,6%).

Para 2023, esperamos que o lucro ex-Petrobras e Vale cresça 9,7% a/a, impulsionado por empresas que vendem, principalmente, no mercado interno (crescimento de 19,5% a/a em 2023). Com a economia prevista para desacelerar em 2023, nossas projeções podem estar mais do lado otimista.

**Tabela 2: Crescimento dos lucros**

	2020	2021	2022E	2023E	12m proj.	2022 vs 2021	2023 vs 2022	2022 vs 2020
<b>Cobertura BTGP</b>	170.751	526.613	514.125	503.300	507.897	-2,4%	-2,1%	201,1%
<b>Cobertura BTGP (ex-Petr&amp;Vale)</b>	157.467	309.951	312.718	342.749	329.996	0,9%	9,6%	98,6%
<b>Doméstico</b>	156.524	223.437	233.876	279.461	260.103	4,7%	19,5%	49,4%
<b>Commodities</b>	14.226	303.175	280.249	223.838	247.793	-7,6%	-20,1%	1869,9%
Agronegócio	4.863	8.066	12.681	14.438	13.692	57,2%	13,9%	160,8%
Aéreas	-17.085	-1.727	192	192	192	n.a.	n.a.	n.a.
Bancos	65.240	89.144	105.057	113.737	110.051	17,9%	8,3%	61,0%
Bens de Capital	-296	4.890	5.588	7.282	6.562	14,3%	30,3%	n.a.
Aluguel de Carros & Logíst.	2.702	5.216	5.386	6.847	6.226	3,3%	27,1%	99,4%
Educação	-654	6	-70	591	310	n.a.	n.a.	n.a.
Financeiro (ex-Bancos)	11.553	12.537	14.669	17.423	16.253	17,0%	18,8%	27,0%
Alimentos & Bebidas	31.421	39.201	30.254	24.031	26.674	-22,8%	-20,6%	-3,7%
Saúde	4.005	3.736	5.427	9.072	7.524	45,2%	67,2%	35,5%
Infraestrutura	661	2.764	3.568	4.328	4.005	29,1%	21,3%	439,7%
Metais & Mineração	29.851	166.086	136.120	95.118	112.530	-18,0%	-30,1%	356,0%
Petróleo & Gás	-8.000	115.358	105.276	100.197	102.354	-8,7%	-4,8%	n.a.
Papel & Celulose	-12.487	13.665	26.172	14.085	19.218	91,5%	-46,2%	n.a.
Imobiliário	5.317	7.183	7.997	9.693	8.973	11,3%	21,2%	50,4%
Varejo	7.586	10.889	12.081	19.324	16.248	10,9%	59,9%	59,3%
Software	926	1.076	1.566	2.109	1.878	45,5%	34,7%	69,0%
Telecom	6.679	7.568	5.537	7.670	6.764	-26,8%	38,5%	-17,1%
Serviços Básicos	38.469	40.953	36.624	57.162	48.441	-10,6%	56,1%	-4,8%

Fonte: Estimativas do BTG Pactual

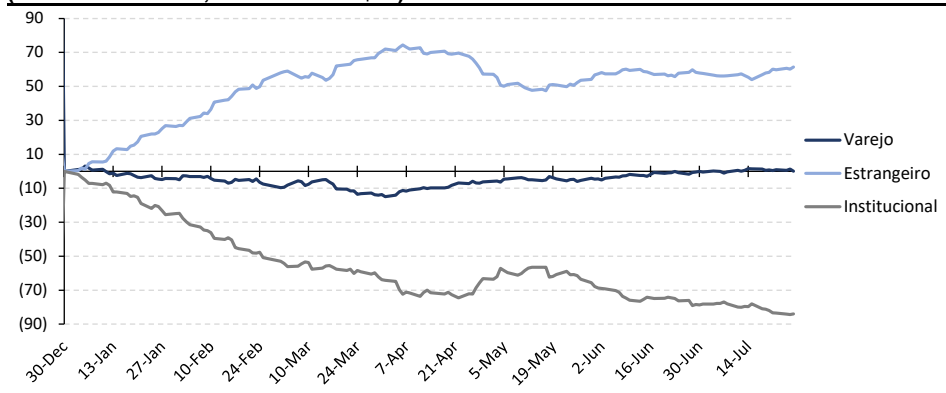


## Sem fluxo de recursos para ações brasileiras

Do ponto de vista técnico, é fácil explicar o desempenho ruim do Ibovespa ultimamente. Investidores estrangeiros, que investiram +R\$ 60 bilhões em ações brasileiras nos primeiros 3 meses do ano, retiraram os recursos nos últimos 4 meses (R\$ 15 bilhões) e não mostram sinais de retorno enquanto nos aproximamos das eleições presidenciais.

Os investidores institucionais locais também não estão comprando ações. De fato, os fluxos de saída têm sido grandes. Os únicos compradores marginais são os pequenos investidores, que passaram a comprar mais agressivamente em maio e continuaram desde então (gráfico 5).

**Gráfico 5: Negociação Líquida por Tipo de Investidor considerando Contratos Futuros (acumulado do ano, cumulativo - R\$ bi)**



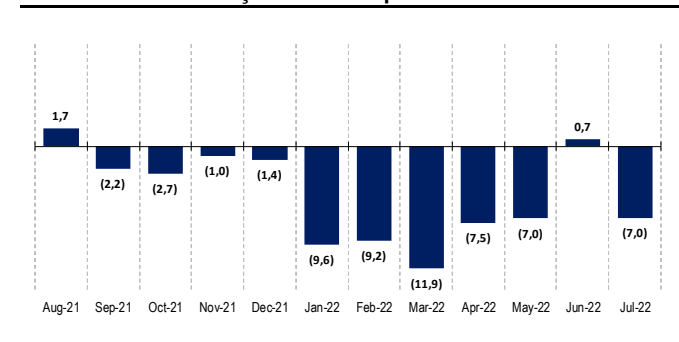
Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Após alguns meses de vendas mais agressivas, os estrangeiros ficaram fora do mercado em junho e julho, com um *net new money* próximo de zero nos últimos dois meses.

Os fundos de ações locais enfrentaram resgates novamente em julho (~R\$ 7 bilhões), pelo 11º mês consecutivo. A retirada de capital no acumulado do ano é de R\$ 52 bilhões, consequência direta do aumento das taxas de juros, com a Selic em 13,25% em julho e com expectativa de subir na próxima Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom).

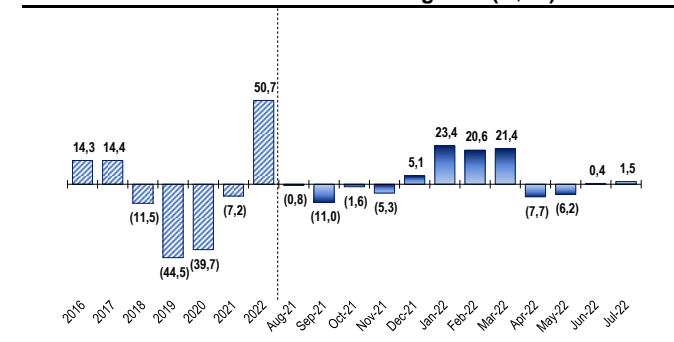
Alguns podem ver o copo meio cheio e argumentar que pelo menos os resgates diminuiram nos últimos meses. Mas com as taxas de juros ainda subindo, é difícil projetar quando esse fluxo de saída deve parar. Esperamos que os resgates desacelerem ainda mais nos próximos meses, à medida que as elevações de taxas de juros terminem.

**Gráfico 6: Fundos de ações - fluxo líquido mensal**



Fonte: Estimativas do BTG Pactual

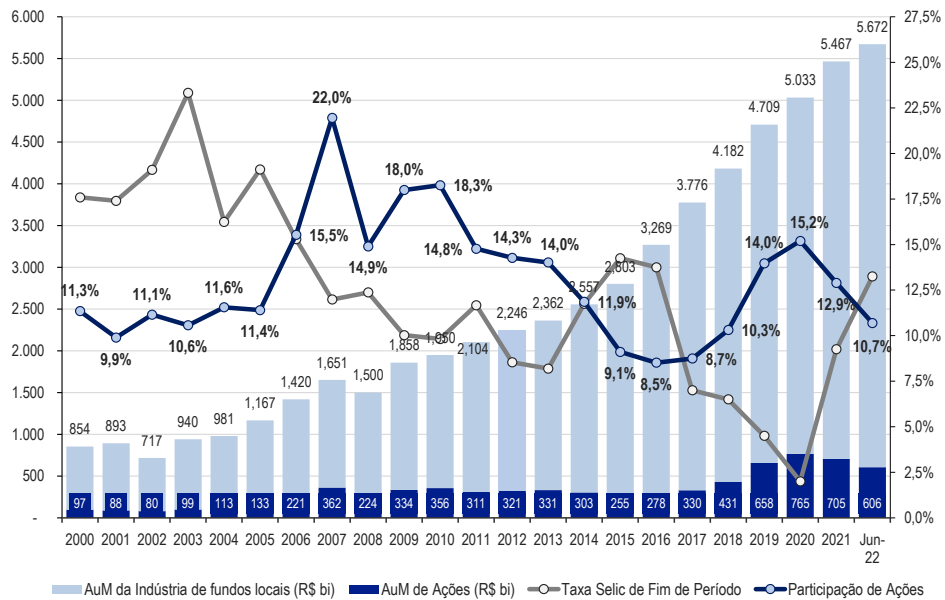
**Gráfico 7: Fluxos de investidores estrangeiros (R\$ bi)**



Fonte: Estimativas do BTG Pactual

Com resgates no acumulado do ano se aproximando de R\$ 52 bilhões, as alocações em ações de fundos multimercados locais caíram para 10,7% em junho, abaixo dos 15,7% em maio de 2021.

**Gráfico 8: Fundos locais - alocações**



Fonte: Estimativas do BTG Pactual

## 10SIM de Agosto: Eletrobrás e Vibra são as novidades

Depois de várias mudanças no mês passado, estamos fazendo apenas pequenos ajustes desta vez. Em poucas palavras, mantemos nossa estratégia de privilegiar ações de grandes empresas com preços decentes, alta qualidade e liquidez, como Weg, Localiza, Renner e Totvs certamente preenchendo todos esses quesitos.

Também exploramos a oportunidade de incluir ações de empresas estatais sólidas negociadas a preços atrativos devido às incertezas relacionadas à política, com Petrobras, Banco do Brasil e Sabesp na carteira 10SIM deste mês.

Uma grande decisão este mês foi reduzir a exposição aos exportadores de *soft commodities* e metálicas, já que a atividade econômica global mais fraca e um resultado difícil de prever do conflito de Rússia e Ucrânia nos levaram a remover a Vale e a SLC. A Vale é negociada com um valuation barato e distribuiu, agressivamente, caixa aos acionistas por meio de dividendos e recompras, mas com as construtoras chinesas tendo dificuldades e os problemas de produção afetando sua performance, onde estão os gatilhos da tese no curto prazo?

Para substituir esses nomes, adicionamos a recentemente privatizada gigante de serviços básicos Eletrobras. Com a empresa agora sendo uma Corporation e com o iminente anúncio do conceituado Wilson Ferreira para um segundo mandato como CEO, não faltam oportunidades para melhorar a eficiência operacional e os resultados. A ação também é negociada a um valuation relativamente atraente (TIR real de 12,8%), tornando-a uma das concessionárias mais baratas que cobrimos.

A outra adição é a distribuidora de combustíveis Vibra, que esperamos se beneficiar de volumes fortes, um ambiente competitivo mais positivo e ganhos de estoque (não recorrentes) no resultado do segundo trimestre. O baixo desempenho recente das ações, provavelmente refletindo em parte a saída do conceituado CEO Wilson Ferreira, deixou-as negociando a um valuation barato (10x P/L para 2023).

## Carteira Recomendada de Ações (10SIM):

Tabela 3: Alterações na Carteira para o mês de Agosto

Julho				Agosto			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Vale	Metais & Mineração	VALE3	15%	Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	10%
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	10%	WEG	Bens de Capital	WEGE3	10%
WEG	Bens de Capital	WEGE3	10%	Eletrobras	Serviços Básicos	ELET6	10%
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%
Localiza	Aluguel de Carros	RENT3	10%	Localiza	Aluguel de Carros	RENT3	10%
Sabesp	Serviços Básicos	SBSP3	10%	Sabesp	Serviços Básicos	SBSP3	10%
Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%	Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%
Totvs	Tecnologia	TOTS3	10%	Vibra Energia	Petróleo & Gás	VBBR3	10%
SLC Agrícola	Agronegócio	SLCE3	10%	Totvs	Tecnologia	TOTS3	10%
Minerva	Alimentos	BEEF3	5%	Minerva	Alimentos	BEEF3	10%

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
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	10%	466.372	2,6x	3,1x	4,4x	4,8x	1,2x	1,1x
WEG	Bens de Capital	WEGE3	10%	117.655	23,7x	19,2x	32,3x	26,0x	8,5x	7,4x
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET6	10%	105.845	10,6x	6,6x	13,1x	5,0x	1,5x	1,3x
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	102.644	n.a.	n.a.	3,5x	3,4x	0,6x	0,6x
Localiza	Aluguel de Carros	RENT3	10%	56.164	13,2x	12,1x	25,8x	24,1x	5,1x	4,4x
Sabesp	Serviços Básicos	SBSP3	10%	30.532	6,3x	5,5x	10,8x	10,5x	1,1x	1,0x
Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%	24.823	9,6x	7,3x	21,1x	16,2x	2,3x	2,1x
Vibra Energia	Petróleo & Gás	VBBR3	10%	18.746	5,9x	5,5x	10,0x	10,0x	1,6x	1,5x
Totvs	Tecnologia	TOTS3	10%	16.035	15,6x	12,1x	25,7x	19,4x	3,4x	3,2x
Minerva	Alimentos	BEEF3	10%	7.653	4,8x	4,5x	12,9x	8,1x	4,9x	4,9x

Fonte: BTG Pactual e Economática

### Weg (WEGE3):

Negociando a 26x P/L em 2023E, a Weg oferece um bom ponto de entrada, mas também implicando um pequeno prêmio em relação a outros nomes globais de bens de capital. Os fundamentos da empresa estão mais fortes do que nunca, refletindo sua impressionante entrega durante a pandemia, reforçando sua 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). Os resultados do 2º trimestre demonstraram essa resiliência, com aumento de 25% no faturamento a/a no trimestre. No longo prazo, a Weg está fortemente exposta a várias tendências interessantes em todo o mundo: (i) mobilidade elétrica, com investimentos consideráveis das montadoras na eletrificação de frota; (ii) eficiência energética, uma vez que os custos de energia mais elevados aumentam a necessidade de reduzir o desperdício de energia; (iii) digitalização e automação; e (iv) energia renovável, à medida que o mundo migra para uma matriz de energia mais verde.

### Vibra Energia (VBBR3):

Esperamos que a empresa se beneficie de ganhos de vendas de estoques, bons volumes e um ambiente competitivo mais saudável, garantindo resultados sólidos no segundo trimestre, considerando que os preços e volumes de combustível continuam subindo, estimulados pela diminuição da competitividade de empresas menores. Esses ventos favoráveis vêm acontecendo desde o 4T21 e devem permanecer em vigor dependendo da política de preços de combustível da Petrobras. Como uma corporation pura, reiteramos nossa visão de que uma sólida gestão é vital para os planos de crescimento da Vibra, razão pela qual a eleição de um novo CEO será um dos destaques. Mas negociando a um P/L barato de 10x em 2023E, a ação parece mais do que incorporar os riscos de execução, confirmando a nossa recomendação de Compra e seu lugar na 10SIM.

### Minerva (BEEF3):

Vemos uma história de valor brilhante e mantemos a BEEF3 na 10SIM. Em primeiro lugar, há o componente do ciclo, com o Brasil à beira de uma virada no ciclo do gado. Contudo, mais do que as melhorias do ciclo anterior, o gado disponível para abate deve aumentar, o que significa que esperamos um ciclo positivo ainda mais forte. Em segundo lugar, há o componente de preço da carne bovina, com a demanda por carne bovina brasileira e sul-americana ainda forte e apoiando a alta de preços do ano passado. Isso é um bom presságio para as margens e também deve significar receitas mais fortes, beneficiando os resultados. Em terceiro lugar, os números são resilientes, com a produção e a experiência comercial da Minerva mais fortes do que nunca, além de apresentar um de seus balanços mais fortes de todos os tempos. E, finalmente, o valuation, com as ações negociando com um desconto de 11% em relação aos níveis históricos com base no EV/EBITDA de 2022, apesar da melhor disciplina de alocação de capital. Temos uma recomendação de Compra.



## Petrobras (PETR4):

---

Mantemos as ações em nosso 10SIM. Após uma longa lista de trocas de CEOs e os cortes de impostos do governo sobre os combustíveis, a pressão política sobre a Petrobras pode diminuir, já que os fatos macros recentes (preços de combustível menores, BRL mais forte) e micro (dividendos) estão melhorando a percepção de risco da Petrobras. E enquanto durar, a performance das ações permanecerá forte, suportando uma visão mais otimista na tese de investimento em relação a todo o mercado. O anúncio de R\$ 135 bilhões em dividendos (acumulado do ano) relacionados aos resultados de 2022 é uma prova da capacidade de criação de valor da Petrobras, bem como um plano de reestruturação bem executado que começou em 2016. Os fundamentos podem superar o ruído político. O principal risco para o nosso movimento tático é um cenário em que os preços do petróleo voltem a subir e/ou uma nova depreciação do real, o que pode desencadear um fluxo de notícias negativas sobre a política de preços de combustível da Petrobras.

## Localiza (RENT3):

---

A empresa continua oferecendo uma relação risco-retorno interessante, pois vemos grandes sinergias da combinação de negócios com a Unidas e esperamos que o mercado precifique gradualmente essas sinergias à medida que a integração siga em frente. Também esperamos resultados sólidos no 2º trimestre neste mês, corroborando o perfil de alta qualidade da Localiza. Os seguintes tópicos adicionais devem melhorar o sentimento dos investidores: (i) debate sobre o Projeto de Lei 5.638/2020, que pode fornecer incentivos fiscais para o setor de turismo, potencialmente reduzindo impostos sobre as locadoras de veículos; e (ii) normalização gradativa do mercado automobilístico, que deverá sustentar a renovação da frota da Localiza com melhores condições de compra. Os fundamentos de longo prazo também estão intactos para o segmento, com muitos produtos apresentando baixas taxas de penetração.

## Lojas Renner (LREN3):

---

Após um ponto de inflexão nas vendas desde o 2T21, acelerando em relação aos trimestres anteriores, combinado com uma melhora gradativa da rentabilidade e uma posição de caixa líquido confortável, vemos as Lojas Renner sendo negociada a 16x P/L em 2023. A Renner está posicionada para ganhar participação de mercado no fragmentado segmento de vestuário brasileiro, dada a sua (i) cadeia de suprimentos de última geração; (ii) execução premium, beneficiando-se também do *trade-down* dos consumidores e dos ganhos de participação de mercado em relação aos pares menores; e (iii) iniciativas omnichannel, apesar dos investimentos extras para impulsionar sua plataforma multicanal, que ainda devem pressionar as margens nos próximos trimestres.

## Banco do Brasil (BBAS3):

---

Continuamos construtivos com o BB. Sim, reconhecemos os riscos de ser um banco estatal. Mas apesar de enfrentar constantemente desafios de governança devido à possível interferência do governo em sua estratégia de alocação de capital, acreditamos que a nossa recomendação de Compra (somente agora, depois de anos cobrindo as ações) se adequa a qualquer cenário político. O balanço patrimonial é robusto, com um sólido momentum de resultados à frente. O BB não está imune à intervenção política, mas parece ter várias formas de se manter protegido. Na nossa experiência de cobertura do setor bancário desde 2008, um período em que a política de expansão dos bancos públicos realmente começou, mostra que pode levar muito tempo para um banco com um balanço sólido e bons resultados começarem a se deteriorar. No valuation atual, se o BB mantiver o lucro estável em termos nominais (premissa conservadora) e manter o payout em 40%, em menos de 10 anos os investidores terão de volta todo o valor de mercado em dividendos.

## Totvs (TOTS3):

---

A Totvs é uma tese de investimento atraente, investindo em seu *business* que está crescendo bem, com oportunidades comerciais únicas e grandes perspectivas em serviços financeiros. Vemos a empresa sendo negociada a 19x P/L para 2023, um grande desconto para seus pares, especialmente considerando que a Totvs cresce mais. Além disso, a empresa é um nome defensivo para investidores que buscam proteção contra o aumento da inflação e a potencial deterioração da atividade econômica.

## Eletrobras (ELET6):

---

Pós-privatização, a empresa combina o potencial mais claro do setor de serviços básicos com alta liquidez, além de diversos catalisadores nos próximos meses com a execução do *turnaround*. O novo Conselho de Administração será decidido na AGE de agosto, com a nova administração sendo nomeada logo em seguida. O retorno de Wilson Ferreira Jr. como CEO é dado como certo, pois ele já pediu para deixar o cargo de CEO da Vibra. Ele foi CEO da Eletrobras entre 2016-21 e é considerado pelos investidores como a pessoa ideal para liderar a reestruturação, devido ao seu excelente histórico e vasto conhecimento da empresa. Vemos as ações sendo negociadas a uma TIR real de 12,8%, sendo um dos nomes mais baratos que cobrimos. A preços atuais, a ação ainda está precificando apenas o que vemos como um cenário de uma empresa estatal bem administrada, mas incorporando muito pouco do seu potencial como empresa privatizada. Temos preço-alvo de R\$62/ação para ELET3 e R\$68/ação para ELET6, e nos níveis de preços atuais vemos um potencial maior para a ELET6.

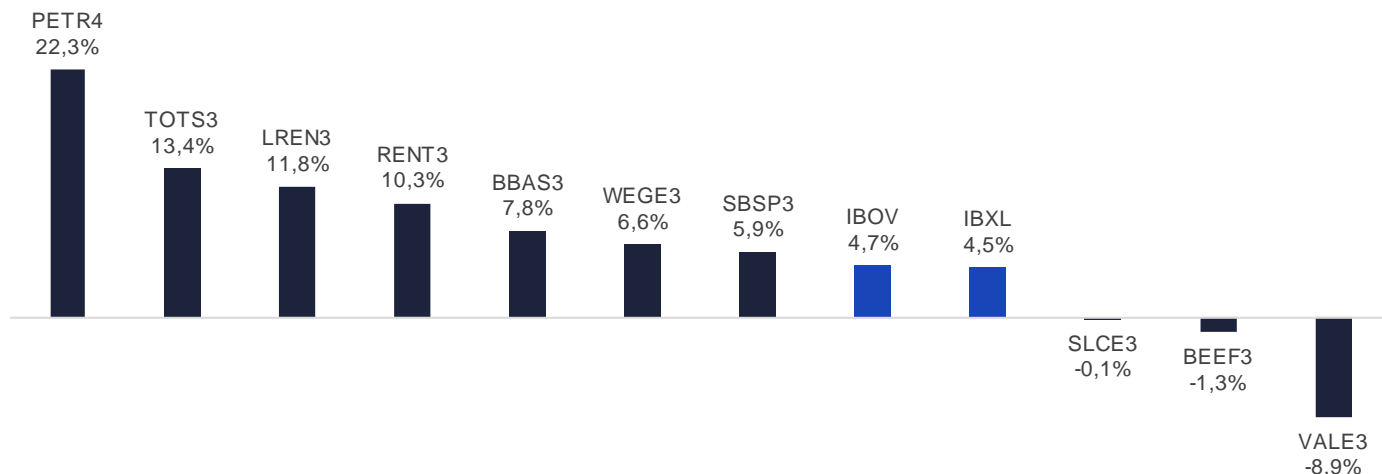
## Sabesp (SBSP3):

---

É uma história 'dependente de um evento', e vemos as ações sendo negociadas com um desconto decente em relação ao seu NAV justo. Vemos a Sabesp negociando a um EV/RAB 2022E implícito de 0,67x, abaixo do nível de eficiência entregue pela empresa como uma estatal. Como o EBITDA está 20% abaixo do mínimo regulatório, poderíamos argumentar que a Sabesp deveria negociar mais perto de 0,8x EV/RAB em um cenário sem maiores mudanças. Apesar de já oferecer um potencial decente nas ações, um cenário de privatização poderia ser transformador para a empresa. Se a Sabesp acabar nas mãos de uma operadora privada, esperaríamos ver o nome sendo negociado a pelo menos 1x EV/RAB, ou dada a concorrência que naturalmente surgiria para um ativo tão premium, poderíamos ver prêmios ainda maiores. Como estamos nos aproximando do início das eleições – e com um candidato favorável a privatização ganhando terreno nas pesquisas recentes – gostamos das probabilidades neste momento. A Sabesp negociando a um 1x EV/RAB poderia valer R\$ 77/ação, enquanto a 1,3x, poderia valer R\$ 100/ação. A privatização não é um negócio certo e, mesmo que fosse, ainda não sabemos exatamente qual seria o modelo de privatização que o governo estadual seguiria. Mas a relação risco/retorno está muito atraente.

## Rentabilidade Histórica:

**Gráfico 9: Performance por ação em Julho de 2022**

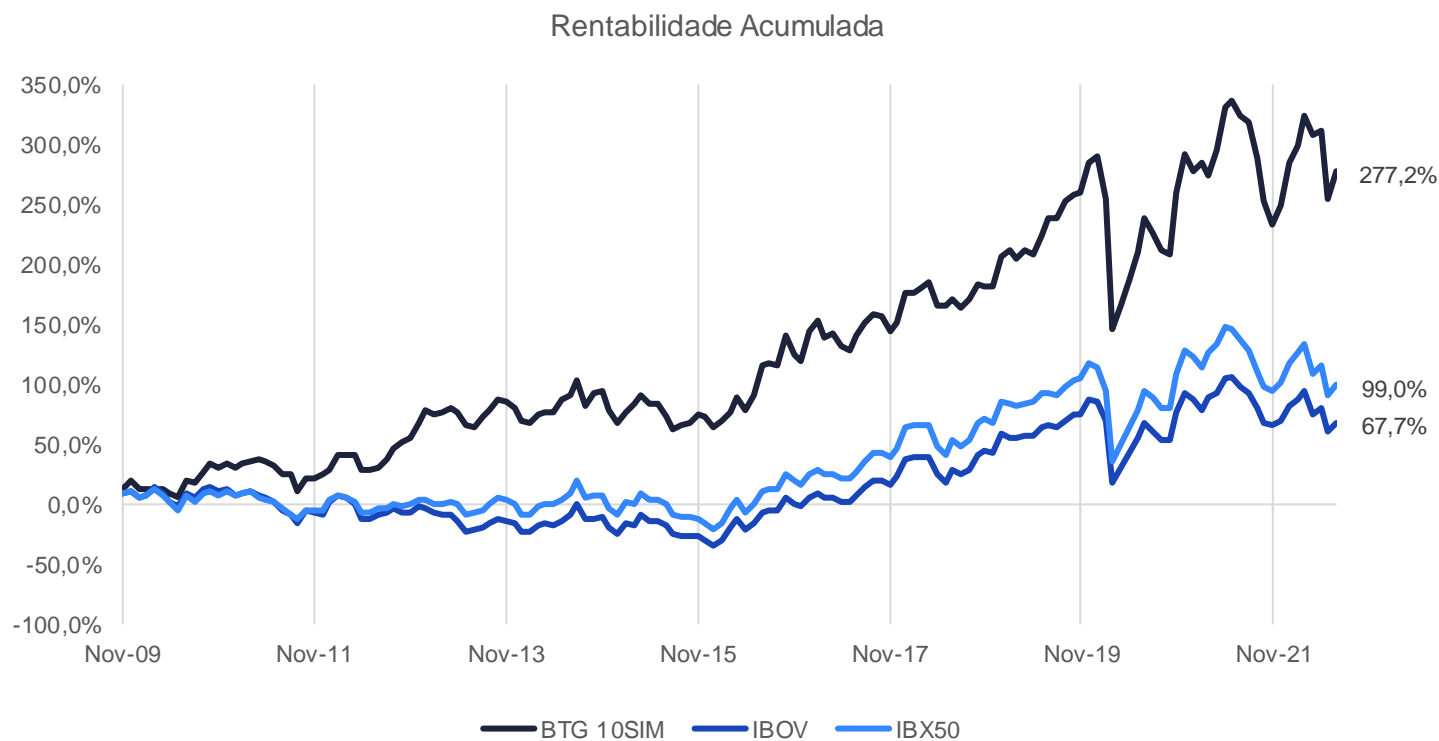


Fonte: BTG Pactual e Econômica

## Performance Histórica:

Em Julho, nossa Carteira Recomendada de Ações teve uma performance de +6,4%, contra uma performance de +4,7% do Ibovespa e +4,5% 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 277,2%, ante 67,7% do Ibovespa e 99,0% do IBX-50.

**Gráfico 10: Performance Histórica (desde outubro de 2009)**



Fonte: BTG Pactual e Econômica

**Tabela 4: 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.
<b>2009</b>										0,2%	13,3%	4,8%	19,1%	11,5%	19,1%	11,5%
<b>2010</b>	-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%
<b>2011</b>	-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%
<b>2012</b>	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%
<b>2013</b>	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%
<b>2014</b>	-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%
<b>2015</b>	-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%
<b>2016</b>	-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%
<b>2017</b>	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%
<b>2018</b>	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%
<b>2019</b>	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%
<b>2020</b>	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%
<b>2021</b>	-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%
<b>2022</b>	10,5%	3,8%	6,1%	-3,9%	1,1%	-14,0%	6,4%						8,2%	-1,6%	277,2%	67,7%

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 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 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.asp](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.asp)*