



Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Setembro 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

Com as eleições próximas, vemos um potencial de valorização

O Ibovespa subiu em agosto (+6,2% em USD), superando facilmente o S&P500 (-4,2%) e a maioria dos pares regionais. Mas mesmo após um ganho mensal impressionante, o Ibovespa ainda está sendo negociado em níveis muito atraentes, com P/L entre um e dois desvios padrão abaixo da média histórica e um prêmio para manter ações ainda muito alto.

Reduzindo nossa exposição a empresas estatais

À medida que entramos no último mês antes das eleições (o primeiro turno é 2 de outubro), optamos por teses mais seguras e removemos a Petrobras e o Banco do Brasil de propriedade federal da 10SIM. Ambas as ações tiveram um desempenho muito bom e ainda estão super baratas, mas, no final das contas, o resultado da eleição pode impactá-las no curto prazo. A Sabesp, controlada em nível estadual pelo governo de São Paulo, mantém seu lugar.

Ambev e Itaú estão de volta; MRV junta-se ao portfólio

A Ambev entra novamente em nossa 10SIM de setembro. Com a atividade econômica surpreendendo positivamente e o desemprego em seu nível mais baixo desde 2015, os volumes de cerveja têm sido muito fortes, e a última rodada de transferências de renda do governo e a Copa do Mundo de novembro devem sustentar esse momentum. Para substituir o BB, estamos incluindo o Itaú, pois o crescimento da carteira de empréstimo, as linhas de crédito mais arriscadas, um NIM mais alto, NPL (inadimplência) estável e o controle de custos sinalizam um forte crescimento de 9% nos resultados do 2S22 e de 2023. Com o ciclo de aumento das taxas terminando e depois que o governo deixou mais acessível os termos de seu programa de habitação CVA (Casa Verde e Amarela), também estamos adicionando a construtora de baixa renda MRV.

Alguns ajustes intrassetoriais: Arezzo e Rumo substituem Renner e Localiza

Nossa 10SIM apresenta alguns ajustes intrassetoriais. No varejo, reinserimos a Arezzo, substituindo a Renner. Também estamos saindo da Localiza e entrando na Rumo, pois esperamos fortes volumes de grãos no 2S22 e 2023 e maiores *yields*. Eletrobras (ganhos de eficiência), Weg (crescimento de receita), Totvs (crescimento e resiliência) e Vibra (economia doméstica + valuation barato) completam nossa 10SIM.

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

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
Ambev	Alimentos & Bebidas	ABEV3	10%	240.374	9,7x	8,8x	17,6x	18,8x	3,0x	3,0x
Itau	Bancos	ITUB4	15%	234.763	n.a.	n.a.	8,2x	7,4x	1,6x	1,4x
Weg	Bens de Capital	WEGE3	10%	118.704	23,9x	19,4x	32,6x	27,2x	8,6x	7,4x
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET6	10%	106.611	10,6x	6,7x	13,1x	5,0x	1,5x	1,3x
Rumo	Infraestrutura	RAIL3	10%	37.428	9,9x	9,4x	74,5x	35,7x	2,4x	2,4x
Sabesp	Serviços Básicos	SBSP3	10%	33.595	7,1x	5,9x	12,6x	11,5x	1,3x	1,2x
Vibra	Petróleo & Gás	VBBR3	10%	20.470	8,4x	6,4x	6,0x	5,2x	1,5x	1,4x
Totvs	Tecnologia	TOTS3	10%	17.294	17,0x	13,2x	27,8x	21,0x	3,7x	3,5x
Arezzo	Varejo	ARZZ3	10%	10.145	19,2x	15,3x	28,9x	22,2x	5,5x	5,0x
MRV	Imobiliário	MRVE3	5%	4.963	5,0x	4,8x	4,6x	4,1x	0,7x	0,7x

Fonte: BTG Pactual e Economática

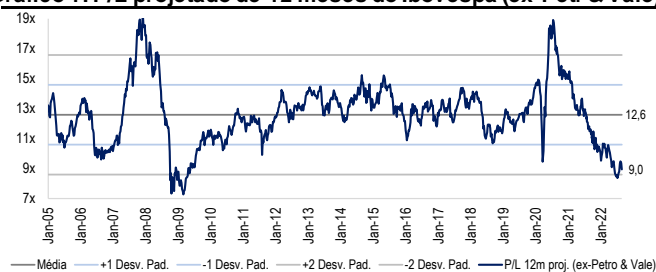
Com as eleições próximas, vemos um potencial de valorização

O Ibovespa subiu em agosto (+6,2% em USD), superando facilmente o S&P500 (-4,2%) e a maioria dos pares regionais.

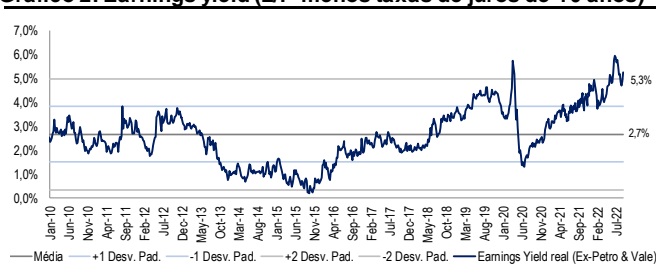
No final de julho, o Ibovespa estava sendo negociado a um valuation extremamente atrativo, com seu P/L projetado de 12 meses (com ou sem Petrobras e Vale) dois desvios-padrão abaixo dos níveis históricos, e o prêmio para manter ações em níveis não vistos desde 2010. Riscos eleitorais/fiscais e zero fluxo para ações brasileiras por investidores locais e estrangeiros explicam os valuations baratos.

Em agosto, a menor percepção de risco (as taxas reais de longo prazo caíram para 5,8%, de 6,2% no final de julho, encerrando uma tendência de alta de três meses) e o maior interesse de investidores estrangeiros impulsionaram os preços das ações.

Mas mesmo depois de um agosto forte, o Ibovespa ainda é negociado em níveis muito atraentes. O P/L está entre um e dois desvios padrão abaixo da média histórica, e o prêmio para manter ações permanece em níveis muito elevados.

Gráfico 1: P/L projetado de 12 meses do Ibovespa (ex-Petr & Vale)


Fonte: Estimativas do BTG Pactual

Gráfico 2: Earnings yield (L/P menos taxas de juros de 10 anos)


Fonte: Banco Central do Brasil, estimativas do BTG Pactual

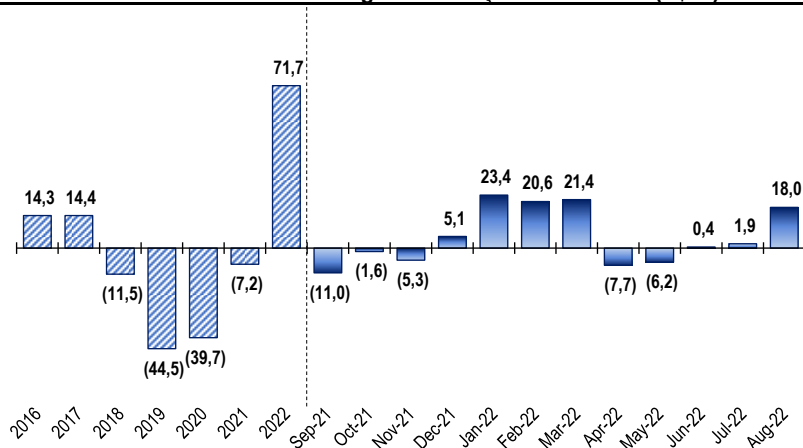
As taxas de longo prazo caíram um pouco em agosto, mas ainda implicam um grande risco político. Clareza sobre o cenário eleitoral (que acontecerá em algum momento de outubro) seguido do anúncio pelo presidente eleito de suas principais políticas econômicas, que esperamos que sejam responsáveis, não importa quem vença, pode fazer com que o risco político diminua e as taxas de longo prazo caiam mais. Com os valuations ainda em níveis muito atraentes, um risco menor pode levar a uma valorização das ações.

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


Fonte: Banco Central do Brasil

Os fluxos estrangeiros voltaram em agosto, ajudando na valorização das ações

Enquanto os fundos de ações locais sofreram resgates por mais um mês, os estrangeiros alocaram R\$ 18 bilhões em ações brasileiras em agosto, elevando os preços das ações. Investidores estrangeiros compraram ativamente ações brasileiras nos primeiros três meses do ano (R\$ 20 bilhões em média mensal), venderam em abril-maio (R\$ 7 bilhões em média), ficaram à margem em junho-julho e retornaram fortemente em agosto, talvez indicando que desta vez eles finalmente se sentem 'ok' sobre as eleições presidenciais do Brasil.

Gráfico 4: Fluxos de entradas de estrangeiros em Ações Brasileiras (R\$ bi)


Fonte: B3, BTG Pactual

Embora os dados recentes não mostrem nenhuma tendência significativa, nossas conversas recentes com investidores globais indicam maior interesse no mercado brasileiro, especialmente para aqueles que desejam reduzir sua exposição na China. Com o Ibovespa sendo negociado em um valuation atraente e investidores globais buscando outros mercados emergentes para alocar seu capital, esperamos alocações mais fortes de fundos G.E.M (*Global Emerging Markets*) para o Brasil nos próximos meses, especialmente no período pós-eleitoral.

Tabela 2: Alocações de fundos G.E.M. (Global Emerging Markets) e de fundos BRIC

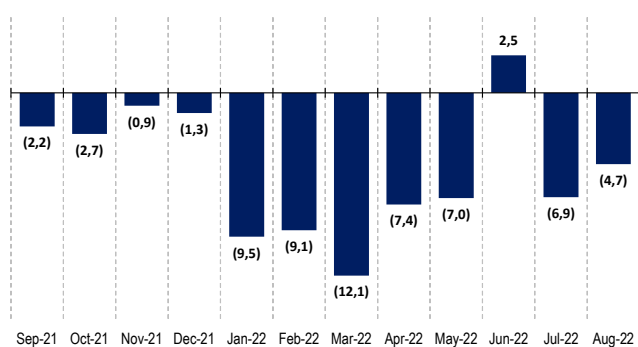
Data	G.E.M		BRIC	
	Brasil	China	Brasil	China
Aug-21	5,1%	27,2%	10,6%	56,8%
Sep-21	4,8%	27,2%	11,7%	48,4%
Oct-21	4,3%	27,3%	10,5%	49,9%
Nov-21	4,3%	27,5%	11,9%	49,1%
Dec-21	4,3%	26,6%	12,3%	48,4%
Jan-22	5,0%	26,9%	10,2%	55,5%
Feb-22	5,5%	26,9%	16,7%	51,4%
Mar-22	6,7%	25,6%	20,3%	50,0%
Apr-22	6,3%	25,7%	17,9%	51,3%
May-22	6,6%	25,5%	18,7%	51,3%
Jun-22	5,7%	29,3%	15,4%	56,3%
Jul-22	6,0%	26,7%	17,2%	52,7%

Fonte: EPFR

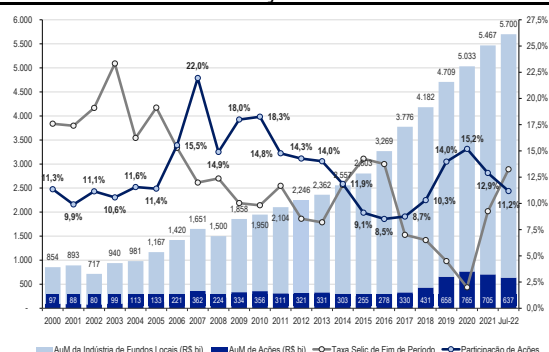
Para fundos de ações locais, talvez o pior tenha ficado para trás

Houve um fluxo de saída de recursos de fundos de ações locais em 11 dos últimos 12 meses, refletindo diretamente o aumento das taxas de juros, e os resgates já totalizam R\$ 54 bilhões no acumulado do ano.

Os resgates foram brutais, mas o pior pode ter ficado para trás. O ciclo de alta das taxas de juros parece ter terminado (as taxas estão em 13,75% e o Banco Central deve manter nesse nível na próxima reunião), o que deve desacelerar massivamente os resgates.

Gráfico 5: Fundos de ações - fluxo líquido mensal


Fonte: Anbima, estimativas do BTG Pactual

Gráfico 6: Fundos locais - Alocações


Fonte: Anbima, estimativas do BTG Pactual

10SIM de Setembro: Reduzindo a exposição a empresas estatais

Como entramos no último mês antes das eleições (o primeiro turno é 2 de outubro), decidimos buscar teses mais seguras e remover a Petrobras e o Banco do Brasil de propriedade federal. Ambas tiveram um desempenho muito bom no acumulado do ano (valorização de 74% e 56% no acumulado do ano, superando facilmente os 4,5% do Ibovespa) e continuam super baratas, sendo negociadas a 4,6 e 4,2 P/L 2023E. Mas não importa quão baratas elas estejam, o resultado da eleição pode prejudicar o desempenho de suas ações no curto prazo.

Mantemos a outra ação estatal em nossa 10SIM, a Sabesp, que é controlada pelo estado de São Paulo, pois continuamos confiantes de que o resultado das eleições para governador do estado será visto como positivo para a empresa. A Sabesp também negocia com um valuation atrativo.

Para substituir a Petrobras, estamos trazendo a gigante de bebidas Ambev. Com a atividade econômica surpreendendo positivamente e o desemprego no nível mais baixo desde 2015, o consumo interno tem sido forte e os volumes de cerveja estão muito elevados. Esperamos que os volumes permaneçam fortes no 2S22, beneficiados por mais uma rodada de transferências de renda do governo e pela Copa do Mundo de novembro.

Para substituir o Banco do Brasil, trouxemos o banco Itaú, uma vez que o crescimento da carteira de crédito, um movimento para linhas de crédito mais arriscadas (impulsionando o NIM), a inadimplência estável e o controle de custos (*cost-to-income* recorde de 40,8% no 2T) sinalizam um forte crescimento dos lucros no 2S22 e 2023 de 9%. Negociando a 7,6x 2023E P/L e 1,7x VP, vemos espaço para o Itaú continuar com um bom desempenho.

Com o ciclo de alta de juros aparentemente encerrado (esperamos que o Banco Central deixe as taxas em 13,75% em sua próxima reunião) e com a economia ainda indo bem, aumentamos nossa exposição a nomes domésticos mais cíclicos. Estamos, portanto, adicionando MRV para construtoras de baixa renda, já que o governo acaba de anunciar termos melhores para seu programa de habitação CVA (Casa Verde e Amarela), incluindo mais subsídios para compradores de casas, prazos de pagamento mais longos e taxas de juros mais baixas, o que poderia realmente impulsionar as construtoras com exposição às classes de renda mais baixas. A MRV é a maior e mais líquida desse universo, negocia abaixo do VP e a um P/L de um dígito. Para dar espaço a MRV, retiramos a Minerva.

A 10SIM deste mês apresenta alguns ajustes intrassetoriais. No varejo, reinserimos a Arezzo, substituindo a Renner (fazíamos exatamente o contrário há alguns meses). Gostamos das duas ações e acreditamos que elas continuarão apresentando bons resultados no 2S22, mas a força do consumo de alta renda pode ajudar a Arezzo a entregar resultados que mais uma vez surpreendem pelo lado positivo.

Também estamos ajustando nossas preferências em bens de capital e transporte e substituindo a Localiza pela Rumo. Assim como no varejo, gostamos das duas ações, mas vemos mais espaço para a Rumo surpreender positivamente nos próximos trimestres. Esperamos que os volumes (a Conab acaba de elevar suas estimativas de volume de grãos para 2022-23) e os *yields* (renegociações de contratos) aumentem no 2S22. Eletrobras (ganhos de eficiência), Weg (crescimento de receita), Totvs (crescimento e resiliência) e Vibra (economia doméstica e valuation barato) completam nossa 10SIM de setembro.

Carteira Recomendada de Ações (10SIM):

Tabela 3: Alterações na Carteira para o mês de Setembro

Agosto				Setembro			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	10%	Itau	Bancos	ITUB4	10%
WEG	Bens de Capital	WEGE3	10%	WEG	Bens de Capital	WEGE3	10%
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET6	10%	Eletrobras	Serviços Básicos	ELET6	10%
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	Ambev	Alimentos & Bebidas	ABEV3	10%
Localiza	Aluguel de Carros	RENT3	10%	Rumo	Infraestrutura	RAIL3	10%
Sabesp	Serviços Básicos	SBSP3	10%	Sabesp	Serviços Básicos	SBSP3	10%
Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%	Arezzo	Varejo	ARZZ3	10%
Vibra Energia	Petróleo & Gás	VBBR3	10%	Vibra Energia	Petróleo & Gás	VBBR3	10%
Totvs	Tecnologia	TOTS3	10%	Totvs	Tecnologia	TOTS3	10%
Minerva	Alimentos	BEEF3	10%	MRV	Imobiliário	MRVE3	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
Ambev	Alimentos & Bebidas	ABEV3	10%	240.374	9,7x	8,8x	17,6x	18,8x	3,0x	3,0x
Itau	Bancos	ITUB4	15%	234.763	n.a.	n.a.	8,2x	7,4x	1,6x	1,4x
Weg	Bens de Capital	WEGE3	10%	118.704	23,9x	19,4x	32,6x	27,2x	8,6x	7,4x
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET6	10%	106.611	10,6x	6,7x	13,1x	5,0x	1,5x	1,3x
Rumo	Infraestrutura	RAIL3	10%	37.428	9,9x	9,4x	74,5x	35,7x	2,4x	2,4x
Sabesp	Serviços Básicos	SBSP3	10%	33.595	7,1x	5,9x	12,6x	11,5x	1,3x	1,2x
Vibra	Petróleo & Gás	VBBR3	10%	20.470	8,4x	6,4x	6,0x	5,2x	1,5x	1,4x
Totvs	Tecnologia	TOTS3	10%	17.294	17,0x	13,2x	27,8x	21,0x	3,7x	3,5x
Arezzo	Varejo	ARZZ3	10%	10.145	19,2x	15,3x	28,9x	22,2x	5,5x	5,0x
MRV	Imobiliário	MRVE3	5%	4.963	5,0x	4,8x	4,6x	4,1x	0,7x	0,7x

Fonte: BTG Pactual e Economática

Weg (WEGE3):

Os fundamentos da Weg estão mais fortes do que nunca, refletindo sua entrega impressionante 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). A longo prazo, a Weg está fortemente exposta a várias tendências de fabricação sólidas em todo o mundo: (i) mobilidade elétrica, com grandes investimentos das montadoras na eletrificação da 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. Negociada a 27x P/L em 2023, o valuation atual da Weg implica um pequeno prêmio vs. outros nomes globais de bens de capital.

Vibra Energia (VBBR3):

Para investidores que buscam consistência, a Vibra deve ser analisada com atenção. A empresa não só vem entregando resultados sólidos, mas tem conseguido fazê-lo ao adicionar uma média de 60 postos de gasolina por trimestre nos últimos 2 anos. Acreditamos que a companhia tem uma proposta de valor atraente para os revendedores e que suporta o que tem sido uma tendência consistente de participação de mercado. Sim, como uma grande *corporation* pura, reiteramos nossa visão de que uma gestão forte é vital para os planos de crescimento da VBBR, razão pela qual a eleição de um novo CEO estará em destaque. Mas recentemente atualizamos nossos números e vemos as ações da VBBR oferecendo uma boa combinação de (i) forte execução em seu principal negócio, (ii) (crescente) exposição ao tema da transição energética e (iii) um valuation atraente. Por muito tempo, defendemos que o negócio de distribuição de combustível merecia uma

redução de múltiplos em relação aos lucros de mais de 20x dos velhos tempos. Agora, com uma perspectiva mais favorável para os incumbentes, e a VBBR3 negociando abaixo de 11x P/L 2023E, achamos que os valuations mais do que acomodam os riscos de execução.

MRV (MRVE3):

Estamos adicionando a MRV ao nosso portfólio da 10SIM, pois acreditamos que as perspectivas para as construtoras de baixa renda melhoraram muito (após as mudanças recentes no programa CVA, esperamos uma boa recuperação de margens e vendas no nicho de baixa renda – a MRV deu um guidance para margem bruta acima de 30% de novas vendas no 1S23). Além disso, a MRV está bem posicionada para ganhar participação de mercado no programa CVA (já que os players menores não têm capital e banco de terrenos para crescer as operações) e sua rentabilidade deve se recuperar nas operações no Brasil (sem contar que a perspectiva para a Resia – subsidiária da MRV nos EUA – está crescendo muito com as operações). Com as ações sendo negociadas a 0,9x P/VP, encontramos um bom espaço para valorização na ação.

Itaú Unibanco (ITUB4):

Claramente o clima no Itaú melhorou, o que provavelmente tem muito a ver com seu crescimento comercial mais forte nos últimos 18 meses – coincidência ou não, começando na época em que o CEO Milton Maluhy assumiu o comando. O crescimento da receita novamente gerou uma série de oportunidades, como M&As, por exemplo. O Itaú é visto há muito tempo como o banco *premium* do Brasil, mas a ação não superou realmente seus pares nos últimos 10 anos. A administração admite que não conseguiu superar seus pares nos últimos anos, mas eles realmente acreditam que os próximos 5 a 10 anos mostrarão que “o vencedor” está de volta. Após apresentar bons resultados no segundo trimestre, o Itaú revisou seu guidance para 2022, que agora aponta para um lucro líquido de ~R\$ 31,5 bilhões, de acordo com nossas estimativas. Para 2023, projetamos R\$ 34,2 bilhões de lucro líquido (vs. consenso de R\$ 33,7 bilhões). Apesar de não dar guidance para o próximo ano, além do fato de que o banco ainda pode estar trabalhando em seu orçamento de 2023, nossas últimas interações com o Itaú nos levam a acreditar que pode haver risco de alta para nossos números.

Rumo (RAIL3):

Somos construtivos sobre o momentum dos lucros de curto prazo da Rumo impulsionado por: (i) melhores perspectivas de volumes, com projetos de safra recorde de soja para o ano fiscal de 22/23 e (ii) melhores perspectivas de *yield*, uma vez que os preços mais altos do diesel aumentam a competitividade relativa da Rumo. Além disso, acreditamos que a Rumo está no caminho certo para entregar seu guidance do ano fiscal de 2022, com 56% de EBITDA já entregue, enquanto o 2S deve ser ainda melhor graças aos maiores volumes (conforme observado nos números de julho) e melhores *yields*. Além dos resultados, esperamos que os investidores monitorem: (i) *yields* e volumes nos próximos trimestres; (ii) a entrega do guidance de curto e longo prazo; (iii) o início das operações do LDRV; (iv) as renovações do terminal MRS e STS11 e (v) o impacto do pedágio da BR-163 na competitividade da Rumo. Nos níveis atuais, vemos a Rumo sendo negociada a uma atraente TIR real de 10%, daí nossa classificação de Compra no nome.

Arezzo (ARZZ3):

Negociando a 16,9x P/L 2023, continuamos com uma visão positiva na Arezzo devido a uma possível revisão de lucros no 3T. Enquanto isso, do ponto de vista estratégico, o plano da Arezzo para os próximos trimestres se concentra em três pilares: (i) expansão no segmento de vestuário, especialmente vestuário feminino (mercado endereçável de R\$ 15 bilhões), de forma inorgânica por meio da aquisição da marca Carol Bassi e potenciais oportunidades, e através do lançamento de uma linha de vestuário de *lifestyle* da Schutz; (ii) crescimento internacional mais rápido (2S22 sólido esperado nos EUA); e (iii) expansão orgânica de suas marcas (guidance para ~80 aberturas líquidas de lojas em 2022 em todas as marcas).

Nossa postura positiva reflete: (i) expansão resiliente no mercado local, impulsionada pelo crescimento do e-commerce e da multicanalidade nos próximos anos, bem como a recuperação mais rápida (e ainda resiliente) do consumo das classes de maior renda (com maior poder de precificação); (ii) marcas integradas, como Vans e Reserva, com oportunidades adicionais de M&A e licenciamentos à frente (um gatilho importante para as ações); e (iii) resultados mais saudáveis na operação nos EUA graças aos canais de atacado e e-commerce e um reposicionamento de preços desde 2020.

Ambev (ABEV3):

Estamos adicionando a Ambev ao nosso portfólio 10SIM. Depois de anos com uma visão cautelosa, a empresa acabou se tornando um dilema de copo meio vazio vs. meio cheio. Permanecemos neutros no nome até que tenhamos sinais mais encorajadores de que o poder de precificação está de volta, mas reconhecemos que, no curto prazo, o “copo meio cheio” prevalecerá, e vemos as ações como um bom investimento defensivo no que tem sido um ambiente de consumo doméstico mais favorável. Depois de anos em que a empresa teve dificuldades com retornos marginais em queda e participação de mercado em declínio, ambos agora podem ter atingido às mínimas. O crescimento de volume tem sido a principal surpresa positiva desde 2020, e esta continua a ser uma realidade conforme ocorre a reabertura econômica. A indústria está mais forte, alguns concorrentes parecem mais fracos, o mix de embalagens está melhorando, as iniciativas comerciais off e on-line estão funcionando, e o portfólio de marcas é o mais forte em anos. Por isso também acreditamos que a Ambev está bem posicionada para (finalmente) implementar e colher os frutos de uma política de preços mais forte temporada durante o segundo semestre. À medida que as pressões sobre os custos das commodities diminuem, isso deve significar que o processo de queda das margens seja menor. Negociando a 18,5x P/L em 2023 ainda vemos o valuation como exigente, particularmente quando a qualidade dos lucros é considerada, mas como os resultados estão a seu favor, possivelmente teremos algum espaço adicional para revisões das estimativas do mercado.

Totvs (TOTS3):

A Totvs é uma tese de investimento atraente, com um *core business* que está crescendo bem, com oportunidades únicas de vendas cruzadas e perspectivas positivas em serviços financeiros. Vemos a empresa negociando a 21x P/L em 2023E, um grande desconto para seus pares, especialmente considerando que a Totvs entrega mais crescimento. Além disso, a empresa é uma ação defensiva para investidores que buscam proteção contra o aumento da inflação em uma potencial deterioração da atividade econômica.

Eletrobras (ELET6):

Pós-privatização, a tese combina o potencial de valorização mais claro do setor de serviços básicos e alta liquidez, além de vários gatilhos nos próximos meses com a implementação do *turnaround*. Após a eleição do novo Conselho de Administração em 5 de agosto, Wilson Ferreira Jr. foi nomeado CEO e deve assumir o cargo até 20 de setembro. Ele foi CEO da Eletrobras em 2016-21 e é considerado pelos investidores como o homem a liderar o *turnaround*, devido ao seu excelente histórico e vasto conhecimento da empresa. Vemos as ações negociando a uma TIR real de 12,5%, tornando-a um dos nomes mais baratos que cobrimos. A preços atuais, a ação ainda está precificando o que vemos como um cenário de uma empresa estatal bem administrada, mas incorporando muito pouco de seu potencial privatizado.

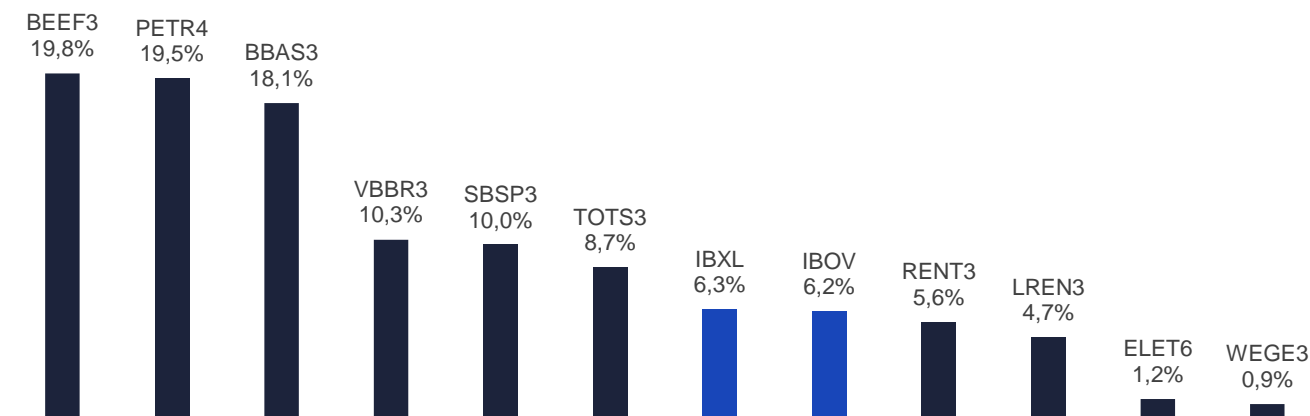
Sabesp (SBSP3):

Uma história ‘dependente de eventos’, também vemos a ação negociando com um desconto decente para o seu NAV justo. Vemos a Sabesp negociando a um EV/RAB 22 implícito de 0,73x, abaixo do nível de eficiência entregue pela empresa como estatal. Como seu EBITDA está 20% abaixo do regulatório, poderíamos argumentar que a Sabesp deveria negociar mais perto de 0,8x EV/RAB em no cenário atual. Em nossa visão, um cenário de privatização pode ser transformador. 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 por um ativo tão *premium*, poderíamos ver prêmios ainda

maiores. Como estamos nos aproximando do início das eleições – e com um claro candidato pró-privatização ganhando terreno nas últimas pesquisas – gostamos das probabilidades neste momento. A Sabesp a 1x EV/RAB poderia valer R\$ 77/ação, enquanto a 1,3x, poderia valer R\$ 100/ação. A privatização não é certeza e, mesmo que fosse, ainda não sabemos exatamente qual seria o modelo de privatização que o governo estadual seguiria. Mas o risco/retorno é muito atraente.

Rentabilidade Histórica:

Gráfico 7: Performance por ação em Agosto de 2022

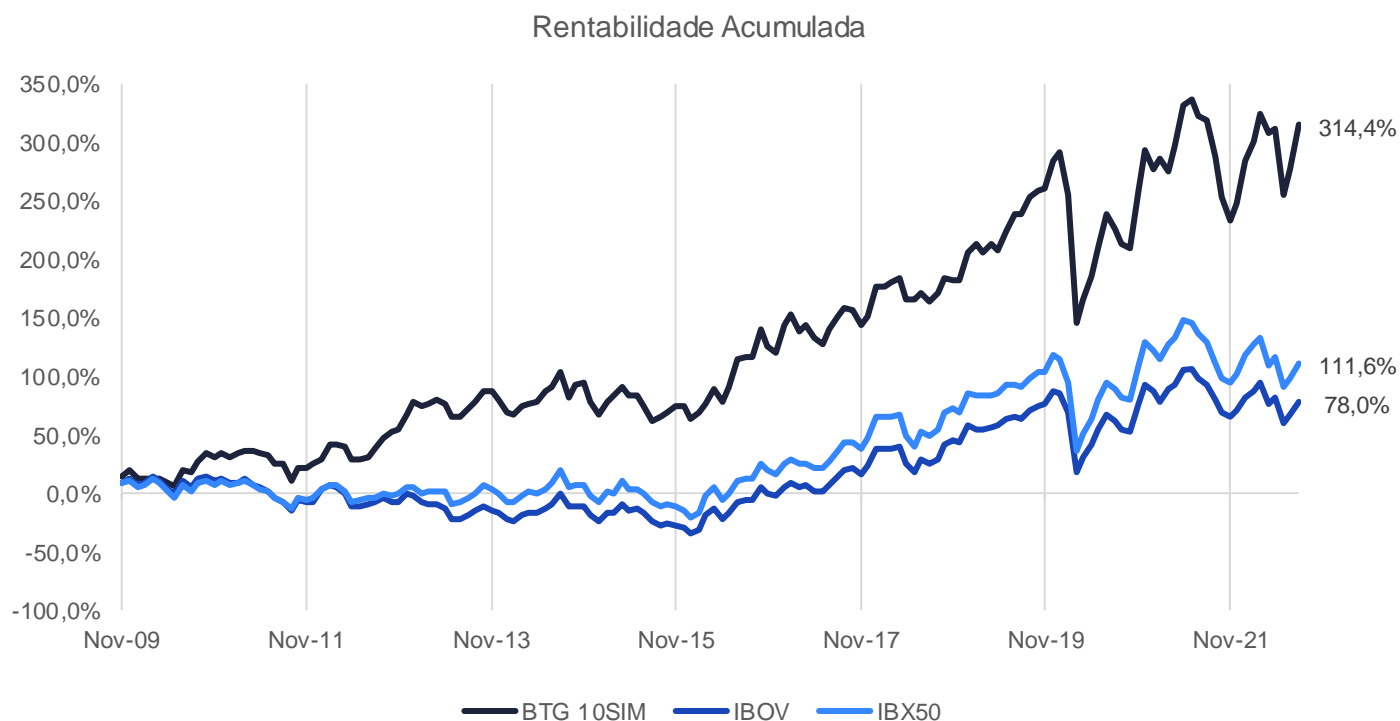


Fonte: BTG Pactual e Econômica

Performance Histórica:

Em Agosto, nossa Carteira Recomendada de Ações teve uma performance de +9,9%, contra uma performance de +6,2% do Ibovespa e +6,3% 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 314,4%, ante 78,0% do Ibovespa e 111,6% do IBX-50.

Gráfico 8: 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.
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%	6,4%	9,9%					18,9%	4,5%	314,4%	78,0%

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 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