



# Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

## Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Fevereiro 2023

**Carlos Sequeira, CFA**

New York – BTG Pactual US Capital LLC

**Osni Carfi**

São Paulo – Banco BTG Pactual

**Guilherme Guttilla**

São Paulo – Banco BTG Pactual

**Bruno Lima**

São Paulo – Banco BTG Pactual

[Analise.acoes@btgpactual.com](mailto:Analise.acoes@btgpactual.com)

## 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 Brasil está barato e o mundo está ajudando**

Embora haja muitos desafios quando olhamos para as perspectivas econômicas do Brasil, um cenário econômico global mais benigno levou as ações locais a um desempenho relativamente bom em janeiro (+3,4% em Real; +7,4% em USD). Esperamos que o debate econômico aqui avance para um terreno mais positivo nos próximos meses, e que melhores perspectivas para a economia global, incluindo a reabertura da China, possam continuar a ter implicações positivas para os países emergentes, especialmente exportadores de commodities como o Brasil.

### **Adicionando um pouco mais de risco; BB e Arezzo substituem Itaú e Raia**

Depois de uma carteira bastante defensiva nos últimos dois meses, adicionamos um pouco mais de risco em fevereiro. Mantemos a exposição ao setor financeiro em 20%, mas substituímos o Itaú pelo Banco do Brasil, que é muito mais barato (3,6x P/L 2023) e deve reportar o melhor quarto trimestre entre os grandes bancos brasileiros. BBSE mantém seu lugar por mais um mês. Em busca de mais risco, também decidimos substituir Raia por Arezzo, já que os varejistas expostos a grupos de alta renda tendem a ter um bom desempenho mesmo em um cenário de juros altos.

### **Embraer e São Martinho são as outras duas empresas que entram na carteira**

Substituímos a WEG pela fabricante de aeronaves Embraer. Por conta de uma recuperação global na aviação comercial, que está em andamento. Isto, combinado com um forte momento operacional para a aviação executiva pode implicar em fortes entregas nos próximos anos. Também estamos diminuindo nossa exposição ao setor de Serviços Básicos (apenas a Equatorial mantém seu lugar) e substituímos a Eletrobras pela produtora de Açúcar & Etanol São Martinho, na esperança de que o imposto sobre o combustível seja restabelecido, enquanto suas operações estão melhorando e os preços do açúcar estão em um nível sólido.

### **Exposição à reabertura da China via Vale e PetroRio; Minerva e Localiza completam o 10SIM**

Para explorar a reabertura da China, nosso 10SIM apresenta a gigante de minério de ferro, Vale e a PetroRio. Também mantivemos o frigorífico Minerva. A Localiza completa o 10SIM.

**Tabela 1: Carteira Recomendada de Ações (10SIM) para Fevereiro de 2023**

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%	429.320	4,3x	5,2x	7,0x	8,3x	2,1x	2,0x
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	116.143	n.a.	n.a.	3,6x	2,9x	0,6x	0,6x
BB Seguridade	Financeiro ex-Bancos	BBSE3	10%	75.436	n.a.	n.a.	10,8x	10,0x	7,9x	6,8x
Localiza	Aluguel de Carros	RENT3	10%	58.192	7,1x	6,5x	18,3x	14,2x	2,5x	2,2x
PetroRio	Petróleo & Gás	PRI03	10%	35.725	16,7x	12,9x	32,7x	25,6x	13,6x	10,3x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	30.824	8,2x	7,8x	11,4x	9,9x	1,8x	1,7x
Embraer	Bens de Capital	EMBR3	10%	12.011	8,0x	7,0x	15,1x	11,7x	0,8x	0,8x
Arezzo	Varejo	ARZZ3	10%	9.652	12,0x	10,1x	18,6x	15,2x	3,1x	2,9x
São Martinho	Agronegócio	SMTO3	10%	8.663	3,3x	2,9x	9,3x	7,7x	1,6x	1,4x
Minerva	Alimentos & Bebidas	BEEF3	5%	8.173	4,2x	4,1x	8,1x	6,9x	5,4x	4,5x

Fonte: BTG Pactual e Economática

## O Brasil está barato e o mundo está ajudando

Embora haja muitos desafios quando olhamos para as perspectivas econômicas do Brasil, um cenário econômico global mais benigno levou as ações locais a um desempenho relativamente bom em janeiro (+3,4% em Real; +7,4% em USD).

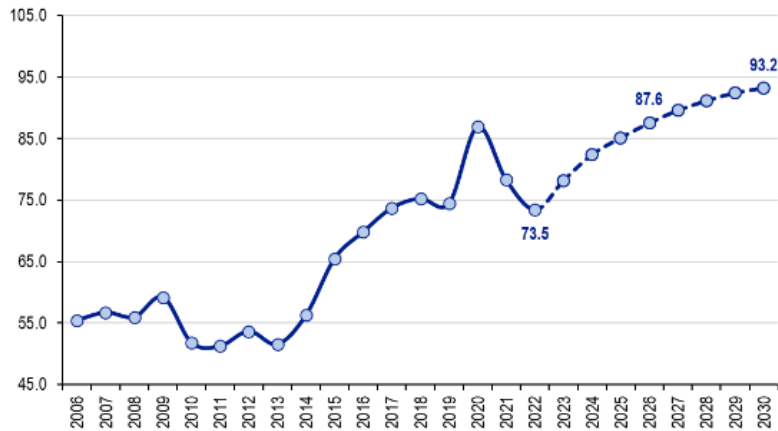
A queda da inflação global pode desencadear o fim dos ciclos de aperto monetário – alguns acham que o FED pode começar a cortar as taxas ainda este ano – e embora a atividade econômica mais lenta ainda seja provável na Europa e nos EUA, uma recessão econômica nessas regiões em 2023 pode ser menos aguda do que inicialmente esperado.

Na China, a reabertura econômica após um longo período de medidas altamente restritivas para impedir a propagação da Covid e uma desalavancagem ordenada do importante setor imobiliário do país podem impulsionar o crescimento do PIB em 2023 para 4,5-5% (vs. 3,3% esperado em 2022). Um maior crescimento chinês deve sustentar os preços de commodities, beneficiando exportadores de commodities como Brasil e Chile.

O PIB chinês mais forte, a queda nas taxas de juros dos EUA e o enfraquecimento do dólar beneficiaram as moedas dos mercados emergentes e sustentaram os preços dos ativos.

## No Brasil, as preocupações fiscais e a autonomia do Banco Central estão no centro do debate

Os ativos brasileiros se beneficiaram dos últimos desenvolvimentos econômicos globais, mas menos do que poderiam se não fossem as preocupações com sua situação fiscal. O pacote de expansão fiscal de R\$ 170 bilhões/ano aprovado no final do ano passado colocou a dívida bruta do país em uma trajetória ascendente – nossa equipe macroeconômica espera que a dívida bruta sobre o PIB cresça de 74% em 2022 para 78% em 2023, 88% em 2026 e 93% em 2030.

**Gráfico 1: Dívida Bruta do Setor Público (% do PIB)**


Fonte: Banco Central do Brasil, BTG Pactual

O governo anunciou um conjunto de medidas fiscais de R\$ 242,7 bilhões para reduzir o *déficit* primário previsto para os próximos anos. O movimento é uma primeira tentativa de compensar maiores gastos gerados pelo pacote de expansão aprovado no ano passado. Mas as medidas parecem insuficientes, seja pela falta de apoio político de alguns itens, ou devido à incerteza sobre o potencial impacto fiscal de outras medidas. Nossa equipe macroeconômica estima que apenas R\$ 49 bilhões dos R\$ 243 bilhões propostos devem se concretizar.

**Tabela 2: Pacote fiscal altamente dependente de receitas extraordinárias e incertas**

Medidas Fiscais	Impacto - Estim. Oficial		Impacto - Estim. BTG		Observação
	R\$ bi	% PIB	R\$ bi	% PIB	
<b>Reestimativa de receita</b>	<b>36,40</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0%</b>	Já em nossa projeção
<b>Medidas permanentes</b>	<b>108,28</b>	<b>1,0%</b>	<b>24,0</b>	<b>0,2%</b>	-
Redução da dedução fiscal relativa ao ICMS (IVA estadual)	30,00	0,3%	30,0	0,3%	provável (dúvidas sobre o impacto)
Reintegração do PIS/COFINS sobre o combustível	28,88	0,3%	-6,0	-0,1%	a partir de Maio
Revisão de gastos	25,00	0,2%	0,0	0,0%	improvável
Contencioso Fiscal (Conselho Administrativo de Recursos Fiscais) - efeito permanente	15,00	0,1%	0,0	0,0%	altamente incerto
Regularização fiscal voluntária - efeito permanente	5,00	0,0%	0,0	0,0%	altamente incerto
Reintegração do PIS/COFINS sobre a receita financeira	4,40	0,0%	0,0	0,0%	Já em nossa projeção
<b>Medidas Extraordinárias</b>	<b>98,00</b>	<b>0,9%</b>	<b>25,0</b>	<b>0,2%</b>	-
Contencioso Fiscal (Conselho Administrativo de Recursos Fiscais) - efeito extraordinário	35,00	0,3%	0,0	0,0%	altamente incerto
Menor execução de investimento	25,00	0,2%	25,0	0,2%	provável
Fundos não reclamados do PIS/Pasep	23,00	0,2%	0,0	0,0%	Já em nossa projeção
Regularização fiscal voluntária - efeito extraordinário	15,00	0,1%	0,0	0,0%	altamente incerto
<b>Impacto Total</b>	<b>242,68</b>	<b>0,0</b>	<b>49,0</b>	<b>0,0</b>	-

Fonte: Ministério da Fazenda, estimativas do BTG Pactual

## As expectativas de inflação estão mais altas, conforme pesquisa Focus

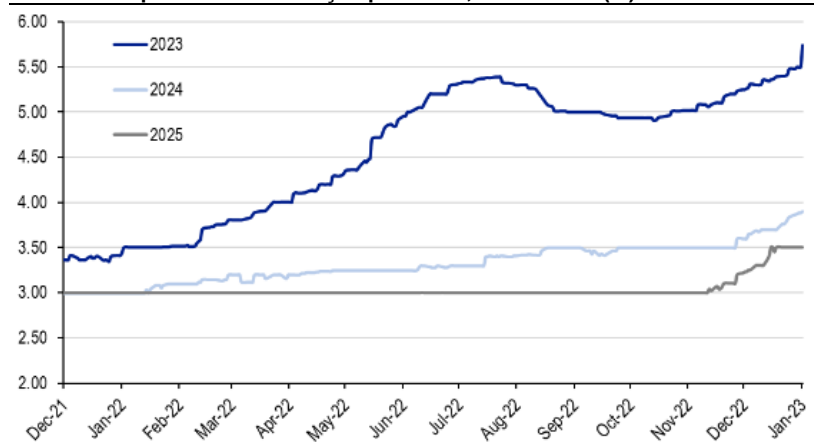
As expectativas de inflação se deterioraram continuamente nas últimas semanas. Segundo a pesquisa Focus do Banco Central, as expectativas para 2023 e 2024 (horizonte atual da política monetária) subiram de 5,31% e 3,65% há quatro semanas para 5,74% e 3,90%, e mesmo as expectativas além do horizonte da política monetária pioraram nas últimas semanas.

Apesar do anúncio de medidas para aumentar as receitas fiscais, a ausência de um quadro fiscal crível e a falta de sinais de uma trajetória sustentável da dívida/PIB têm cobrado o seu preço.

Talvez mais importante, o recente debate sobre as metas de inflação (Lula disse que elas deveriam subir) e as críticas à autonomia do Banco Central estão prejudicando a desancoragem das expectativas de inflação de longo prazo.

Mudar as metas de inflação agora, independentemente dos méritos do nível ótimo, é um recado muito ruim para os mercados e pode acabar tendo efeitos contrários sobre as taxas de juros – metas de inflação mais altas podem fazer com que as expectativas de inflação subam e forçar o Banco Central a aumentar ainda mais as taxas.

**Gráfico 2: Expectativas de inflação para 2023, 2024 e 2025 (%)**

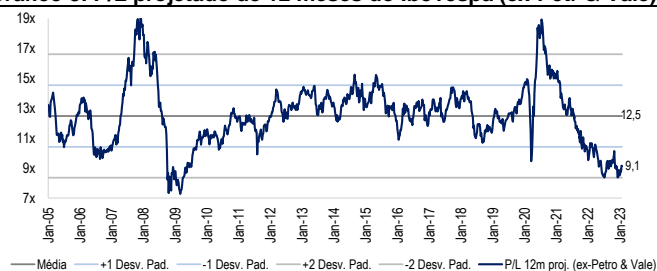


Fonte: Focus Banco Central do Brasil, BTG Pactual

### As ações brasileiras estão baratas mesmo em um ambiente de alta taxa de juros

As ações brasileiras estão sendo negociadas a 9,1x P/L de 12 meses projetados (ex-Petrobras e Vale), entre um e dois desvios padrão abaixo de sua média histórica de 12,5x e perto das mínimas de 2009. Incluindo a Petrobras e a Vale, as ações estão negociando em 7,2x, perto dos níveis vistos em 2005.

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



Fonte: Estimativas do BTG Pactual

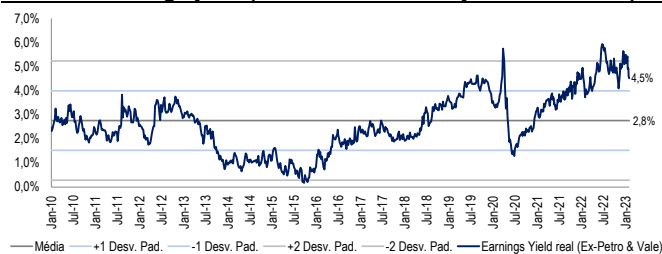
**Gráfico 4: P/L projetado de 12 meses do Ibovespa**



Fonte: Estimativas do BTG Pactual

Talvez mais interessante, o prêmio para manter ações, medido como o inverso do P/L menos as taxas de juros reais de 10 anos, é de 4,5%, entre um e dois desvios-padrão acima da média, apesar das altas taxas de longo prazo (NTN-Bs 2035 estarem pagando inflação +6,4%).

Mas se a situação fiscal do Brasil não for resolvida nos próximos meses, o risco é que as taxas de câmbio subam ainda mais, fazendo com que as ações tenham um desempenho inferior.

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


Fonte: Estimativas do BTG Pactual

**Gráfico 6: Títulos públicos de longo prazo (NTN-B 2035)**


Fonte: Estimativas do BTG Pactual

## Revisões de lucros para baixo podem sinalizar valuations mais caros

As projeções de lucros das empresas listadas brasileiras estão sendo revisadas para baixo para levar em consideração o crescimento econômico marginalmente mais baixo em 2023 (0,8% de acordo com a pesquisa Focus) e taxas de juros potencialmente altas por mais tempo.

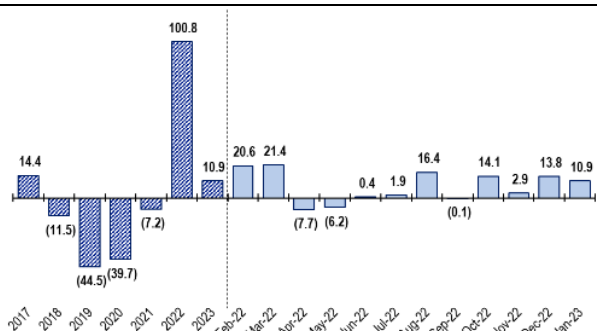
Nossa equipe de Equity Research agora projeta que os lucros consolidados crescerão 4,8% (reais nominais) em 2023, abaixo dos 7,7% de alguns meses atrás. A maior parte da revisão para baixo envolveu empresas basicamente expostas ao mercado doméstico, que agora devem crescer 10,3% contra 13,6% há alguns meses – nossas equipes dos setores financeiro e varejo recentemente cortaram suas estimativas para algumas empresas que cobrimos.

Vemos fortes chances de outras equipes cortarem suas projeções de lucros.

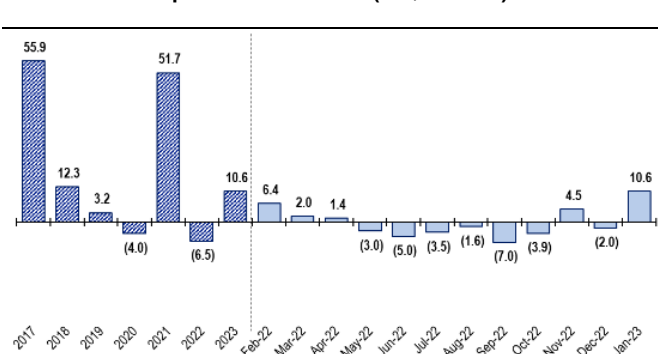
## Estrangeiros entrando; Recursos ainda saindo de fundos de ações locais

O fluxo de entrada de investidores estrangeiros continua forte no início do ano. Depois de R\$ 100 bilhões em 2022 e R\$ 31 bilhões apenas no 4T22, os estrangeiros alocaram outros R\$ 11 bilhões em ações brasileiras em janeiro.

A percepção de que as ações brasileiras estão baratas, aliada à reabertura da China, seus impactos positivos para a economia brasileira e uma melhor visão geral do estado da economia global, colocaram os mercados emergentes de volta no radar dos investidores. O fluxo de entrada em Fundos de Mercados Emergentes foi de US\$ 10,6 bilhões em janeiro.

**Gráfico 7: Fluxo de entrada de estrangeiros em ações brasileiras (R\$ bi)**


Fonte: B3, BTG Pactual

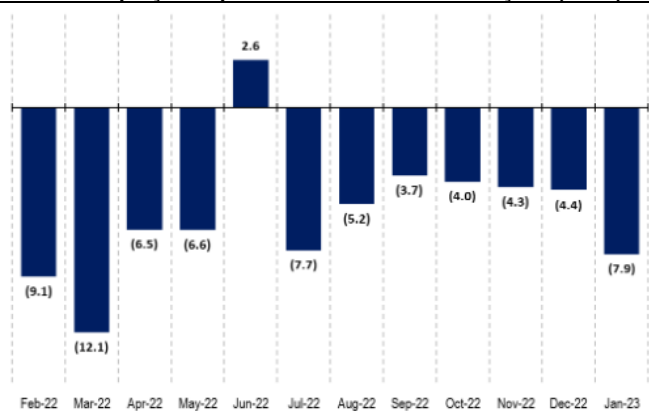
**Gráfico 8: Fluxos para Fundos G.E.M (US\$ bilhões)**


Fonte: EPFR, BTG Pactual

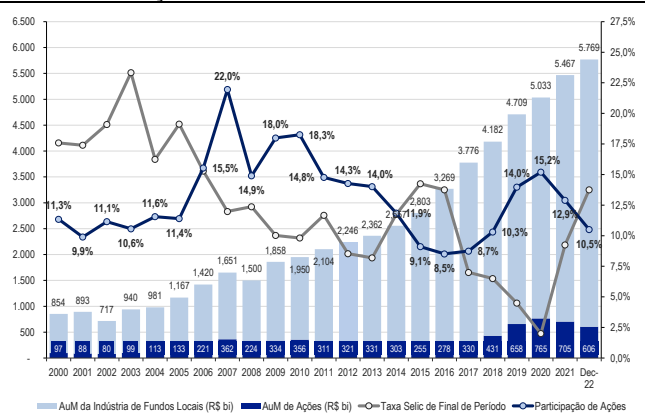
Os fundos de ações locais sofreram resgates em 13 dos últimos 14 meses devido ao aumento das taxas de juros, com um fluxo de saída de R\$ 71 bilhões em 2022.

Os resgates desaceleraram e somaram R\$ 3,7 bilhões em setembro, mas voltaram a subir em outubro devido às preocupações com as contas fiscais do governo e, portanto, às expectativas de que os juros possam permanecer altos por mais tempo, levando os investidores a aumentar ainda mais sua alocação em instrumentos de renda fixa.

Em janeiro, os resgates de fundos de ações locais foram de R\$ 7,9 bilhões, a maior desde março de 2022. Em 2022, as alocações de ações por fundos multimercados locais foram de 10,5%, abaixo dos 15,2% em 2020.

**Gráfico 9: Captação Líquida Mensal de Fundo de Ações (R\$ bi)**


Fonte: Anbima, Estimativa BTG Pactual

**Gráfico 10: Alocações de Fundos Locais**


Fonte: Anbima, Estimativa BTG Pactual

As alocações em ações brasileiras por fundos globais e de Mercados Emergentes aumentaram consistentemente de meados de 2022 a outubro e depois caíram em novembro-dezembro devido a novas preocupações com a política fiscal.

A exposição ao Brasil de fundos Latam caiu de 62,15% em outubro para 58,61% em novembro, mas recuperou um pouco em dezembro para 59,12%. Grande parte dessas alocações foi para México, Chile e Peru. Com a entrada em ações brasileiras novamente forte em janeiro, as alocações relativas ao Brasil podem aumentar no mês.

**Tabela 3: Alocação de Fundos para o Brasil**

Data	Alocações de fundos em Brasil			
	G.E.M.	Global	Global (ex-EUA)	LatAm
Dec-15	5,59%	0,58%	0,50%	43,09%
Dec-16	8,15%	0,68%	1,18%	56,03%
Dec-17	6,73%	0,52%	0,69%	56,42%
Dec-18	7,69%	0,54%	0,70%	59,85%
Dec-19	8,18%	0,45%	0,55%	65,86%
Dec-20	5,29%	0,25%	0,36%	62,71%
Dec-21	4,34%	0,26%	0,42%	55,09%
Mar-22	6,74%	0,40%	0,69%	58,61%
Apr-22	6,33%	0,34%	0,65%	58,56%
May-22	6,55%	0,48%	0,66%	58,91%
Jun-22	5,67%	0,44%	0,61%	57,41%
Jul-22	6,05%	0,44%	0,70%	60,14%
Aug-22	6,47%	0,53%	0,80%	60,16%
Sep-22	6,99%	0,46%	0,85%	61,31%
Oct-22	7,93%	0,53%	0,90%	62,15%
Nov-22	6,45%	0,42%	0,74%	58,61%
Dec-22	6,31%	0,42%	0,68%	59,12%

Fonte: Anbima, Estimativa BTG Pactual

**Tabela 4: Alocação de fundos de América Latina**

Data	Alocação de fundos de América Latina					
	Argentina	Brasil	Chile	Colômbia	México	Peru
Dec-15	1,11%	43,09%	9,76%	2,25%	35,93%	3,48%
Dec-16	1,48%	56,03%	8,01%	2,03%	23,95%	4,07%
Dec-17	3,49%	56,42%	8,80%	1,82%	22,02%	3,43%
Dec-18	2,36%	59,85%	6,45%	1,52%	21,46%	3,74%
Dec-19	1,61%	65,86%	5,21%	1,67%	18,73%	3,08%
Dec-20	2,81%	62,71%	5,50%	1,13%	20,85%	2,49%
Dec-21	3,24%	55,09%	5,76%	1,08%	27,87%	2,27%
Dec-22	3,24%	55,09%	5,76%	1,08%	27,87%	2,27%
Mar-21	2,59%	58,61%	5,38%	0,96%	24,51%	2,34%
Apr-22	2,49%	58,56%	5,55%	1,21%	24,43%	2,03%
May-22	2,22%	58,91%	5,85%	1,19%	23,81%	1,97%
Jun-22	2,27%	57,41%	5,69%	1,11%	25,68%	2,10%
Jul-22	2,85%	60,14%	5,18%	0,96%	24,71%	2,28%
Aug-22	2,71%	60,16%	5,30%	0,81%	23,38%	2,07%
Sep-22	2,58%	61,31%	4,76%	0,79%	24,46%	2,35%
Oct-22	2,50%	62,15%	4,40%	0,75%	24,73%	2,60%
Nov-22	2,51%	58,61%	4,94%	0,89%	26,89%	3,10%
Dec-22	2,35%	59,12%	5,04%	0,88%	25,73%	3,09%

Fonte: Anbima, Estimativa BTG Pactual

## 10SIM: Adicionando um pouco mais de risco

Depois de uma carteira muito defensiva nos últimos dois meses, estamos adicionando um pouco mais de risco em fevereiro. Não que estejamos confiantes de que os dilemas fiscais do Brasil serão resolvidos nos próximos meses, ou que as novas regras fiscais serão rígidas o suficiente para mostrar claramente uma tendência de queda da dívida bruta do país.

content.btgpactual.com.br

Mas esperamos que os próximos passos do governo sejam no sentido de reduzir o *déficit* fiscal do país, ainda que marginalmente. Também achamos que ter uma nova regra fiscal, mesmo que não seja a ideal, é melhor do que a incerteza de não ter.

O debate sobre uma reforma tributária abrangente – o governo deve enviar uma proposta ao Congresso no 1S23 – pode enriquecer o debate econômico do país com uma agenda positiva, ainda que a aprovação de uma reforma ampla seja extremamente desafiadora.

Também esperamos que o governo não mude as metas de inflação nem mexa na autonomia do Banco Central. As consequências de tais ações são tão negativas para a percepção de risco do Brasil que seguir em frente com elas faz muito pouco sentido.

Por fim, a reabertura da China e melhores perspectivas para a economia global podem ter implicações positivas para os mercados emergentes, especialmente exportadores de commodities como o Brasil.

Assim, mantemos a exposição ao setor financeiro com 20%, mas substituímos o Itaú pelo Banco do Brasil, que é muito mais barato (3,6x P/L 2023) e deve reportar o melhor quarto trimestre entre os grandes bancos brasileiros. Naturalmente, os riscos políticos são relevantes. BB Seguridade mantém seu lugar por mais um mês.

Juros altos e economia estagnada devem impactar o consumo no Brasil em 2023. Nos últimos dois meses, evitamos varejistas mais discricionários e optamos por nomes mais resilientes como Raia Drogasil e Grupo Mateus. Buscando mais apetite ao risco, trocamos a Raia pela Arezzo. Varejistas expostos a classes de alta renda tendem a ter bom desempenho mesmo em um cenário de altas taxas de juros. No portfólio Small Caps, substituímos o Grupo Mateus pela rede de academias SmartFit.

No setor industrial, substituímos a WEG pela fabricante de aviões Embraer. A recuperação global da aviação comercial está em andamento, o que combinado com o forte momento da aviação executiva pode implicar em fortes entregas nos próximos anos. Também vemos a Embraer negociando a 7,5x-8,0x EV/EBITDA, um grande desconto para Airbus e Boeing. A locadora de carros Localiza mantém sua posição por mais um mês, com os benefícios da fusão da Unidas, e esperamos melhores condições de renovação da frota.

Nos últimos dois meses, 20% de nosso portfólio foi exposto a serviços básicos, o que ofereceu ao 10SIM previsibilidade e resiliência. Mas agora que decidimos aumentar o risco do portfólio, estamos reduzindo nossa exposição a serviços básicos para 10%, removendo Eletrobras e mantendo apenas a Equatorial.

Em substituição à Eletrobras, adicionamos a produtora de Açúcar & Etanol São Martinho. Assim que o governo restabelecer o imposto federal sobre combustíveis, o que pode acontecer em 1º de março, o etanol voltará a ser competitivo em relação à gasolina, beneficiando os produtores de etanol. As chuvas favoráveis até agora também devem permitir a recuperação da produtividade na safra 23/24, garantindo a bem-vinda diluição dos custos fixos, enquanto os preços dos fertilizantes caíram. Os preços do açúcar também têm estado surpreendentemente fortes devido ao aperto na oferta de curto prazo do Brasil e da Índia.

E depois há o valuation, com as ações negociando em 6,5x EV/EBIT 2023-24. Para explorar a esperada reabertura da China, temos a gigante de minério de ferro Vale e a PetroRio. Também mantemos o frigorífico Minerva, pois o ciclo do gado no Brasil (seu principal mercado) está em recuperação, enquanto mais disponibilidade de gado geralmente significa melhores margens para os frigoríficos.

Também gostamos da exposição a construtoras de baixa renda. A nova administração tem a habitação popular como uma de suas prioridades, o que poderia se beneficiar dos novos programas do governo. Embora gostemos da Cury, que está em nossa carteira de Small Caps, deixamos ela de fora do 10SIM devido à baixa liquidez da ação.



## Carteira Recomendada de Ações (10SIM):

**Tabela 5: Alterações na Carteira para o mês de Fevereiro**

Janeiro				Fevereiro			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Vale	Metais & Mineração	VALE3	15%	Vale	Metais & Mineração	VALE3	15%
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%
WEG	Bens de Capital	WEGE3	10%	BB Seguridade	Financeiro ex-Bancos	BBSE3	10%
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET6	10%	Localiza	Aluguel de Carros	RENT3	10%
BB Seguridade	Financeiro ex-Bancos	BBSE3	10%	PetroRio	Petróleo & Gás	PRI03	10%
Localiza	Aluguel de Carros	RENT3	10%	Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%
PetroRio	Petróleo & Gás	PRI03	10%	Embraer	Bens de Capital	EMBR3	10%
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	Arezzo	Varejo	ARZZ3	10%
Raia Drogasil	Varejo	RADL3	10%	São Martinho	Agronegócio	SMT03	10%
Minerva	Alimentos & Bebidas	BEEF3	5%	Minerva	Alimentos & Bebidas	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%	429.320	4,3x	5,2x	7,0x	8,3x	2,1x	2,0x
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	116.143	n.a.	n.a.	3,6x	2,9x	0,6x	0,6x
BB Seguridade	Financeiro ex-Bancos	BBSE3	10%	75.436	n.a.	n.a.	10,8x	10,0x	7,9x	6,8x
Localiza	Aluguel de Carros	RENT3	10%	58.192	7,1x	6,5x	18,3x	14,2x	2,5x	2,2x
PetroRio	Petróleo & Gás	PRI03	10%	35.725	16,7x	12,9x	32,7x	25,6x	13,6x	10,3x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	30.824	8,2x	7,8x	11,4x	9,9x	1,8x	1,7x
Embraer	Bens de Capital	EMBR3	10%	12.011	8,0x	7,0x	15,1x	11,7x	0,8x	0,8x
Arezzo	Varejo	ARZZ3	10%	9.652	12,0x	10,1x	18,6x	15,2x	3,1x	2,9x
São Martinho	Agronegócio	SMT03	10%	8.663	3,3x	2,9x	9,3x	7,7x	1,6x	1,4x
Minerva	Alimentos & Bebidas	BEEF3	5%	8.173	4,2x	4,1x	8,1x	6,9x	5,4x	4,5x

Fonte: BTG Pactual e Econômica

## PetroRio (PRI03):

Há muito tempo argumentamos que o perfil de aquisições da PRIO, apoiado por um histórico inteligente de fusões e aquisições e uma estratégia testada pelo tempo, geraria mais valor à frente e permitiria que as ações fossem negociadas em múltiplos maiores. E mesmo depois de um desempenho muito forte nos últimos 12 meses, acreditamos que há espaço para mais. A PRIO encontra-se agora numa posição única no setor brasileiro de Petróleo & Gás: forte curva de crescimento da produção, espaço para reduzir ainda mais os custos (*breakeven*) e bem capitalizada, o que deve permitir aproveitar oportunidades que ninguém mais pode. E mesmo que nenhuma fusão e aquisição seja entregue no curto prazo, achamos que a empresa poderá distribuir dividendos altos em breve. Espaço para surpresas operacionais negativas é limitado a pequenos atrasos em alguns de seus projetos, algo que preservará uma relação de risco-retorno convincente para a tese, acreditamos. Por fim, com a crescente percepção de risco da PETR, a PRIO é um dos melhores veículos de investimento para quem quer investir no setor de Petróleo & Gás no Brasil. Com nossa visão ainda otimista sobre os preços do petróleo, mantemos as ações em nosso portfólio 10SIM.

## Equatorial (EQTL3):

Mesmo após o aumento da aquisição da Celg-D em setembro, vemos a ação negociando a uma atraente TIR real de 10,2%, ao mesmo tempo em que oferece proteção e diversificação, pois atua principalmente na distribuição, mas também está presente nos setores de energias renováveis e saneamento. A Equatorial também vem apresentando

bons resultados operacionais, com queda nas perdas de energia e contenção de custos, além de avançar na reestruturação das concessões de distribuição adquiridas recentemente (CEEED e CEA). Além disso, considerando seu excelente histórico de alocação de capital, a empresa poderia apresentar crescimento adicional com bons retornos nos segmentos de distribuição e saneamento.

### BB Seguridade (BBSE3):

---

No geral, vemos uma perspectiva de resultados muito construtiva para 2023. Dada a natureza do negócio, com 75% do resultado operacional anual geralmente vindo do que foi construído em anos anteriores, a visibilidade é muito boa para o próximo ano após um ótimo 2022. Enquanto isso, a Selic média mais alta e a inflação menor no próximo ano devem impulsionar o resultado financeiro. Na verdade, esperamos que a BBSE entregue um forte lucro líquido de R\$ 1,8 bilhão no quarto trimestre (14% e 10% acima de nossa projeção e do consenso, respectivamente). Assim, a empresa deve terminar 2022 com resultados crescentes e acima do esperado, trazendo riscos altistas para nossa projeção de lucro líquido de R\$ 7 bilhões em 2023 (+20% a/a). A companhia pagará 100% do dividendo referente aos lucros do 2S22, implicando em um *dividend yield* adicional de 4,6%, e vemos espaço para pagar mais de 80% em 2023 (7,4% *yield*), que é o que modelamos. A BBSE é uma boa pagadora de dividendos com resultados em expansão e que possui um modelo de negócios defensivo (sem risco de NPLs e altos ROEs) e tem menor risco associado a uma potencial reforma tributária (já que não paga Juros sobre Capital Próprio). Assim, negociando a 10,8x P/L 23, acreditamos que a ação parece atraente.

### Banco do Brasil (BBAS3):

---

Acreditamos que as ações do Banco do Brasil oferecem um risco-retorno muito atraente. Desde a eleição do presidente Lula, a confiança dos investidores no potencial novo papel das empresas estatais deteriorou-se significativamente, mas o BB superou seus pares no período. E nossa convicção de que isso vai continuar só aumenta. Esperamos que o BB reporte os melhores números do quarto trimestre entre os bancos (o único grande banco listado com resultados trimestrais crescentes) e forneça um *guidance* construtivo, que deve vir acima das projeções atuais do consenso. Além disso, o novo CEO causou uma primeira impressão muito boa, as indicações para vice-presidente foram positivas, sendo todos funcionários do BB com mais de 20 anos de carreira, e o banco confirmou um *payout* de 40% para 2023 - todas as notícias que acreditamos ajudarão a reduzir o risco da tese do investimento. Mesmo que a ação tenha subido ~18% no acumulado do ano, ainda acreditamos que a ação parece ser negociada a um valuation atraente de 3,6x P/L 23.

### Embraer (EMBR3):

---

Após um fraco desempenho operacional no terceiro trimestre, a Embraer reafirmou seu *guidance* para o ano fiscal de 2022, com entregas sólidas no quarto trimestre, refletindo a recuperação da aviação comercial e o forte momentum do segmento executivo. A maior parte dessa perspectiva de entrega melhorada é impulsionada pela diminuição da escassez de componentes, a principal razão por trás do fraco desempenho no terceiro trimestre. Além do melhor momento de resultados, a Embraer fornece exposição à indústria de aviação em recuperação e continua sendo uma tese de valor interessante (por exemplo, ramp up do eVTOL, segurança cibernética, segmento de defesa e arbitragem da Boeing). Além disso, vemos as ações negociando a um valuation atraente de 8x EV/EBITDA23 (vs. média internacional de pares de 14x), oferecendo um bom ponto de entrada.

## Arezzo (ARZZ3):

---

Embora o consumo global (principalmente para itens discricionários) tenha sido impulsionado pela demanda reprimida e pela maior economia de 2020-21 nos últimos meses, principalmente entre as famílias de renda mais alta, com a Arezzo claramente se destacando em nossa cobertura, ainda esperamos um sólido desempenho no 2º semestre (+35% de crescimento de vendas a/a, com o segmento de vestuário como principal impulsionador), explorando sua execução superior em gestão de marcas e a operação bem-sucedida de sua franquia *asset-light* e modelo multimarcas, bem como contratos de licença e seu ecossistema de marcas, que inclui oportunidades adicionais com a Reserva. A ARZZ3 acumula alta de 12% nos últimos doze meses (negociando a 19x P/L 2023) e continua sendo uma de nossas principais teses, refletindo: (i) expansão resiliente no mercado local, impulsionado pelo crescimento do e-commerce e a multicanalidade nos próximos anos e por uma recuperação mais rápida (resiliente) do consumo nas classes de renda mais alta; (ii) marcas integradas como Vans e Reserva, com aquisições adicionais e oportunidades de licenciamento; e (iii) resultados mais saudáveis na operação dos EUA graças aos canais de atacado, o e-commerce e o reposicionamento de preços desde 2020.

## Vale (VALE3):

---

A empresa continua sendo um dos nossos nomes preferidos para exposição à reabertura da economia chinesa. Esperamos que a atividade econômica se recupere gradualmente em 2023, à medida que o governo diminua as restrições e a correção do mercado imobiliário seja amenizada, com várias medidas de estímulos sendo implementadas. De uma perspectiva *bottom-up*, o momento operacional da Vale deve continuar a se recuperar (das mínimas), já que a produção e os custos (tanto para suas divisões de minério de ferro quanto de metais básicos) devem melhorar nos próximos trimestres. Gostamos da entrada de um acionista de referência (Cosan) no conselho da Vale e vemos uma potencial monetização da unidade de metais básicos (esperada para o 1S23) como um catalisador de valor para os investidores de longo prazo. Em nossa opinião, a administração permanece altamente disciplinada em sua estratégia de alocação de capital (capex de crescimento muito pequeno), e esperamos que a maior parte da agenda de médio prazo seja feita dos retornos de caixa dos acionistas - projetamos um *yield* de 10-11% para 2023, incluindo recompras de ações. Reiteramos a nossa recomendação de Compra, com a ação negociada a 4,3x EV/EBITDA 23.

## Localiza (RENT3):

---

A Localiza é um nome de alta qualidade e oferece uma relação risco-retorno interessante hoje. Projetamos sinergias relevantes da combinação de negócios com a Unidas (~R\$ 9,3 bilhões) e esperamos que o mercado precifique gradualmente essas sinergias à medida que a empresa avança com a integração. Além disso, esperamos uma gradual normalização do mercado automotivo, suportando o processo de renovação da frota da Localiza com melhores condições de compra. Olhando para o longo prazo, o amadurecimento de novas oportunidades de negócios, como o mercado de assinatura de carros, também deve ajudar a destravar o valor das ações. Os fundamentos de longo prazo da Localiza também estão intactos para o setor, com muitos segmentos de produtos com baixas taxas de penetração. Negociando a 18,3x P/L em 23, (vs. média histórica de 5 anos de 30,7x), vemos espaço para expansão de múltiplos.

## São Martinho (SMT03):

---

Estamos adicionando a SMT0 ao nosso portfólio. O setor de Açúcar & Etanol passou por uma tempestade perfeita nesta safra, em uma combinação de (i) menores rendimentos agrícolas decorrentes de secas e geadas da safra anterior, que resultaram em desalavancagem operacional e maiores custos unitários de produção; (ii) a redução de

impostos estaduais e federais sobre combustíveis, que derrubaram os preços do etanol; (iii) preços menores do açúcar, na expectativa de que o Brasil mude seu mix de produção de energia para alimentos; e (iv) preços da CBio abaixo do esperado, uma vez que as metas de aquisição foram adiadas. A ação obviamente sofreu, mas também esperamos uma história mais positiva pela frente. As chuvas favoráveis até agora devem permitir a recuperação da produtividade na safra 23/24, provocando uma muito bem-vinda diluição de custos fixos, enquanto os preços dos fertilizantes também recuaram significativamente. Depois de muitas idas e vindas, parece estar se formando um consenso de que as isenções de impostos federais sobre combustíveis devem ser encerradas até o final de fevereiro, respaldado também pela orientação constitucional que obriga o governo a conceder impostos menores sobre combustíveis renováveis em relação aos seus substitutos fósseis. Além disso, os preços do petróleo continuam elevados e a PETR ostenta uma capacidade um tanto limitada de conter os preços da gasolina com base em seu estatuto e no fato de o Brasil ser um importador líquido de derivados de petróleo. Os preços do açúcar também têm estado surpreendentemente fortes devido ao aperto na oferta de curto prazo do Brasil e da Índia. E há o valuation, com as ações sendo negociadas em um mínimo histórico de 6,5x EV/EBIT 2023/24. Com um momento melhor pela frente, reiteramos a nossa Compra.

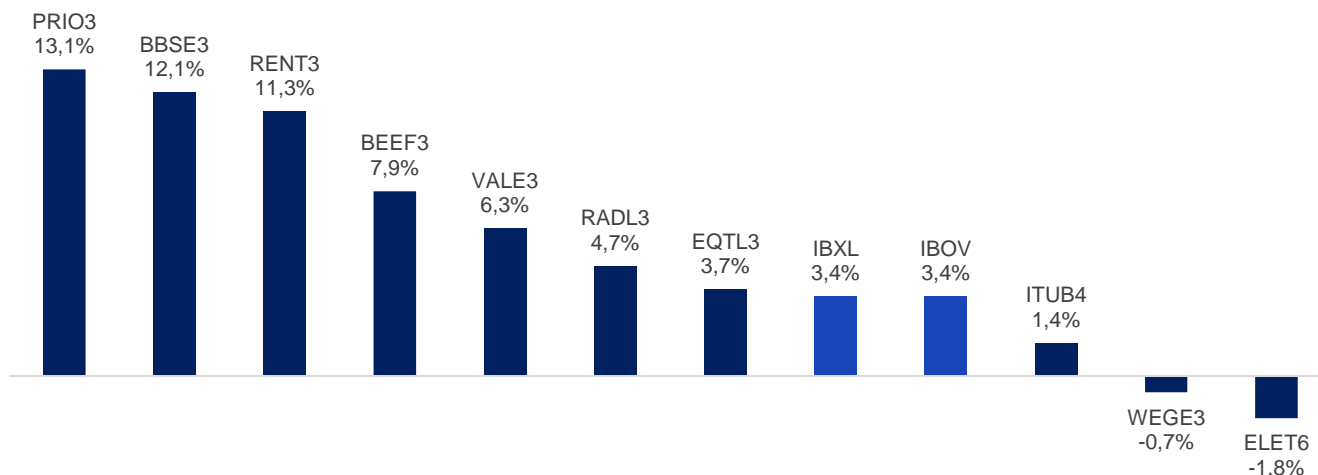
### **Minerva (BEEF3):**

---

Acreditamos que há uma história de valor brilhante para Minerva à frente. O ciclo deve jogar a seu favor, com o Brasil à beira de uma reviravolta no ciclo de gado. Porém, mais do que as melhorias do ciclo passado, acreditamos que a quantidade de gado disponível para abate aumentará significativamente, o que significa que esperamos que o próximo ciclo seja ainda mais forte do que os anteriores. Também acreditamos que a receita permanecerá forte, não apenas com a continuação da demanda chinesa por carne bovina sul-americana, mas também com a menor oferta de carne bovina dos EUA, juntamente com os custos mais altos dos grãos (que tornam outras proteínas menos acessíveis) mantendo os preços da carne bovina em níveis mais altos. A combinação de fortes receitas e a melhoria das margens deve impulsionar o crescimento do lucro líquido, especialmente para uma empresa que agora possui um de seus balanços patrimoniais mais fortes já registrados. E apesar de tudo isso, vemos as ações negociando a 4,2x EV/EBITDA 23, um desconto de 22% em relação ao histórico e abaixo dos pares. Um ciclo favorável em um momento em que os valuations permanecem na extremidade inferior da faixa histórica, criando uma história de valor atraente em uma ação bastante pró-cíclica. Reiteramos a Compra.

## Rentabilidade Histórica:

Gráfico 11: Performance por ação em Janeiro de 2023

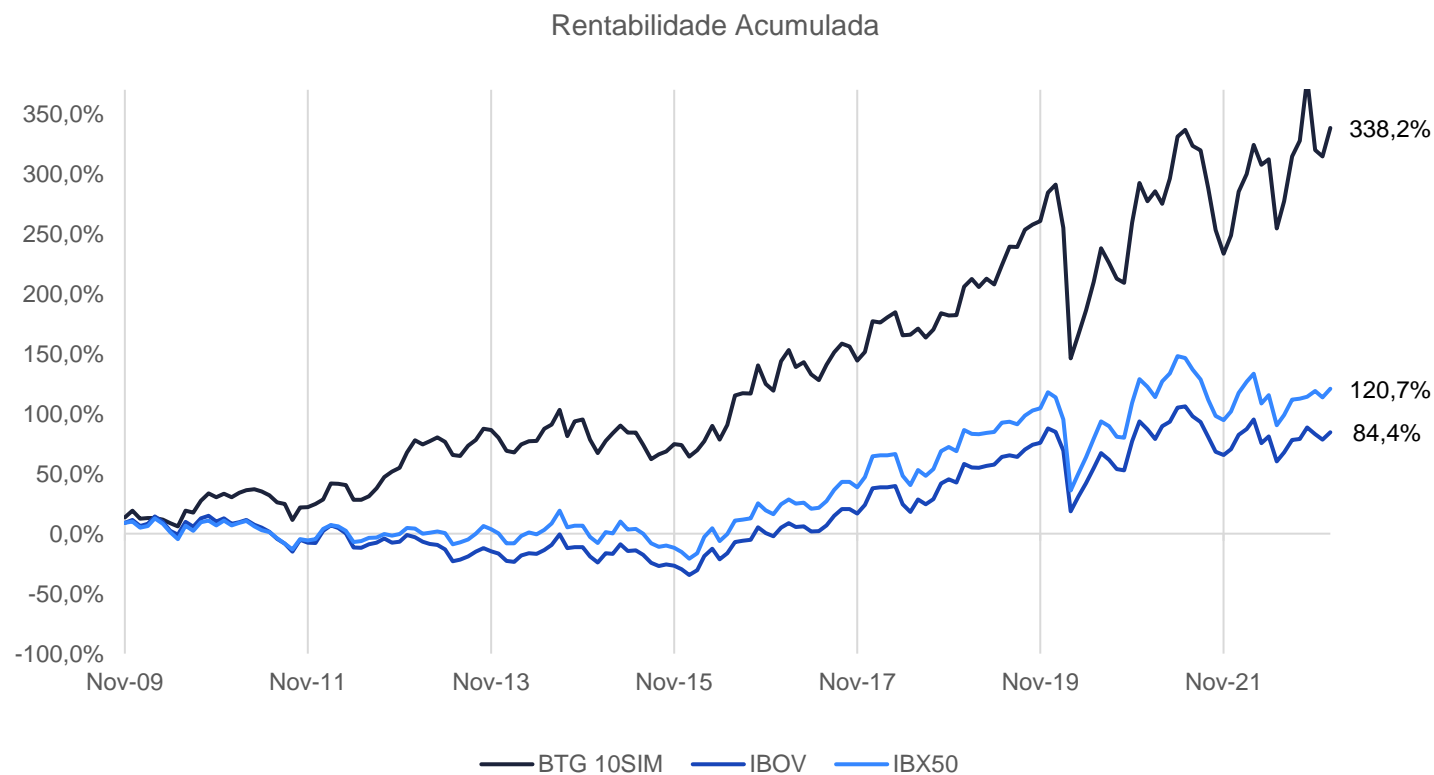


Fonte: BTG Pactual e Econômica

## Performance Histórica:

Em Janeiro, nossa Carteira Recomendada de Ações teve uma performance de +5,7%, contra uma performance de 3,4% do Ibovespa e 3,4% 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 338,2%, ante 84,4% do Ibovespa e 120,7% do IBX-50.

Gráfico 12: Performance Histórica (desde outubro de 2009)



Fonte: BTG Pactual e Econômica

**Tabela 6: 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%	9,9%	3,2%	12,1%	-12,4%	-1,3%	18,9%	4,7%	314,4%	78,4%
<b>2023</b>	5,7%												5,7%	3,4%	338,2%	84,4%

Fonte: BTG Pactual e Econômica

## 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.

- 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

*Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição somente no Brasil, sob circunstâncias permitidas pela regulamentação vigente. BTG Pactual S.A. é o responsável pela distribuição desse relatório no Brasil. Nada nesse relatório constitui indicação de que a estratégia de investimento ou recomendações aqui citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.*

*Este relatório possui caráter informativo, não constitui material promocional e não foi produzido como uma solicitação de compra ou venda de qualquer ativo ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição. Os dados que aparecem nos gráficos referem-se ao passado, a rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Os preços e demais informações contidas neste relatório são críveis e dignas de confiança na data de publicação do mesmo e foram obtidas de uma ou mais das fontes que seguem: (i) fontes expressas ao lado da informação; (ii) preço de cotação no principal mercado regulado do valor mobiliário em questão; (iii) fontes públicas confiáveis; ou (iv) base de dados do BTG Pactual S.A.*

*Nenhuma garantia ou declaração, tanto expressa quanto implícita, é provida em relação à exatidão, abrangência ou confiabilidade das informações aqui contidas, com exceção das informações referentes ao BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas. Também não tem o intuito de ser uma declaração completa ou um resumo sobre os ativos, mercados ou estratégias abordados no documento. Em todos os casos, investidores devem conduzir suas próprias investigações e análises antes de proceder ou deixar de proceder qualquer ação relacionada aos valores mobiliários analisados neste relatório. BTG Pactual S.A. não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. BTG Pactual S.A. 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. BTG Pactual S.A. não tem obrigações fiduciárias com os destinatários deste relatório e, ao divulgá-lo, não apresenta capacidade fiduciária.*

*O presente relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício do seu próprio julgamento. Opiniões, estimativas e projeções expressas aqui constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data na qual foi preparada e por isso, está sujeito a mudanças sem aviso e pode diferir ou ser contrário a opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual, BTG Pactual S.A. e suas afiliadas ou subsidiárias como resultado do uso de diferentes hipóteses e critérios.*

*Preços e disponibilidade de instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a mudanças sem aviso.*

*A análise contida aqui é baseada em diversas hipóteses. Diferentes hipóteses podem ter resultados substancialmente diferentes.*

*Os analistas responsáveis pela preparação deste relatório podem interagir com a mesa de operações, mesa de vendas e outros departamentos, com o intuito de reunir, sintetizar e interpretar informações de mercado. BTG Pactual S.A. não está sob a obrigação de atualizar ou manter atualizada a informação contida neste relatório.*

*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 BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do 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 BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.*

*Os ativos mencionados neste relatório podem não estar disponíveis para venda em todas as jurisdições ou para certas categorias de investidores. Opções, derivativos e futuros não são adequados a todos os investidores e a negociação desses tipos de instrumentos é considerada arriscada. Hipotecas e ativos lastreados em títulos de crédito podem envolver alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta às taxas de juros ou outras variáveis de mercado. Performance passada não é indicação de resultado futuro. Se um instrumento financeiro é cotado em uma moeda que não a do investidor, mudanças nas taxas de câmbio podem afetar de forma adversa o valor, o preço ou o retorno proveniente de qualquer ativo mencionado nesse documento e o leitor deve considerar o risco relacionado ao descasamento de moedas.*

*Este relatório não leva em consideração objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades especiais de nenhum investidor em particular. Investidores devem buscar orientação financeira baseada em suas particularidades antes de tomar qualquer decisão de investimento baseadas nas informações aqui contidas. Para recomendações de investimento, execução de ordens de negociação ou outras funções correlacionadas, os clientes devem contatar seus representantes de vendas locais. O BTG Pactual S.A., 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 presente relatório.*

*Qualquer preço apresentado neste relatório possui caráter informativo e não representa avaliação individual do valor de mercado do ativo ou outro instrumento. Não há garantias de que qualquer transação pode ou pôde ter sido efetuada nos preços apresentados neste relatório. Os preços eventualmente apresentados não necessariamente representam os preços contábeis internos ou os preços teóricos provenientes de avaliação por modelos do BTG Pactual S.A. e podem estar baseados em premissas específicas. Premissas específicas assumidas pelo BTG Pactual S.A. ou por terceiros podem ter resultados substancialmente diferentes.*

*Este relatório não pode ser reproduzido ou distribuído por qualquer outra pessoa, parcialmente ou em sua totalidade, sem o prévio consentimento por escrito do BTG Pactual S.A.*

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