



Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Julho 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

Vitor Melo, CFA

São Paulo – Banco BTG Pactual

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

Os possíveis cortes nas taxas de juros são positivos para o mercado de ações

A menor percepção de risco político/fiscal, iniciada em maio após a aprovação do novo arcabouço fiscal pela Câmara dos Deputados e que continuou em junho, está retirando a pressão dos juros reais de longo prazo (de 6,2% em março para 5,3% em junho), alimentando o mercado acionário. Os cortes nas expectativas de inflação também reforçaram as perspectivas de que o BC comece a reduzir os juros em agosto.

Beta do portfólio ainda em níveis elevados; Entra Gerdau, sai Petrobras

Esperamos que as taxas reais de longo prazo continuem caindo nos próximos meses, à medida que o debate sobre a reforma tributária se intensifica, o afrouxamento monetário começa e as condições financeiras melhoram. Mantivemos o Beta do nosso portfólio relativamente alto e fizemos alguns ajustes para trazer mais equilíbrio pós o rali recente. Após forte performance do Real, aumentamos nossa exposição ao Dólar ao adicionar a siderúrgica Gerdau e substituir a Petrobras, após a performance estelar de junho (e no acumulado no ano).

BB, Arezzo e Equatorial estão de volta

Reinserimos o Banco do Brasil (em substituição a BBSE) e aumentamos a exposição ao setor de Bancos para 25% (o Itaú continua na carteira) e a exposição ao Financeiro para 35% (temos também a B3). Em Varejo, a Arezzo está de volta (substituindo a Smartfit, que ainda está no portfólio de Small Caps), que junto com a Renner somam 20% do nosso 10SIM. A Equatorial também retorna, substituindo a Vibra, graças ao seu bom valuation (prêmio de 427bps sobre a NTN-B) e às perspectivas de renovações de concessões acima do esperado.

MRV, Rede D'Or e Rumo completam nosso 10SIM de julho

A construtora residencial de baixa renda MRV, a rede hospitalar Rede D'Or e a operadora ferroviária Rumo completam o portfólio 10SIM deste mês.

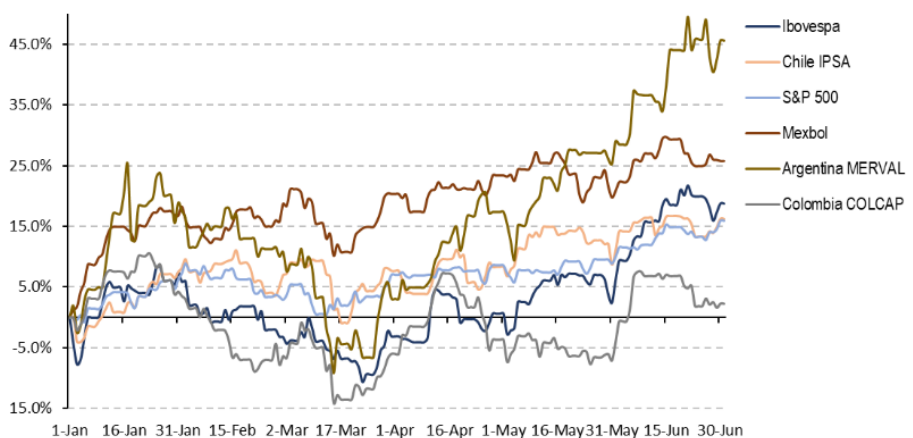
Tabela 1: Portfólio 10SIM para Julho/23

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2023	2024	2023	2024	2023	2024
Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%	19.112	6,8x	5,6x	14,1x	11,0x	1,8x	1,6x
Rumo	Infraestrutura	RAIL3	10%	41.126	10,1x	8,7x	39,3x	25,1x	2,6x	2,5x
B3	Financeiro ex-Bancos	B3SA3	10%	84.512	12,8x	11,1x	17,9x	16,0x	4,0x	3,9x
Itaú	Bancos	ITUB4	15%	259.167	n.a.	n.a.	7,9x	7,2x	1,5x	1,4x
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	140.979	n.a.	n.a.	4,0x	3,3x	0,8x	0,7x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	36.320	8,2x	7,4x	25,3x	13,1x	2,0x	1,9x
Gerdau	Siderurgia & Mineração	GGBR4	10%	27.672	3,3x	2,9x	4,4x	5,6x	0,8x	0,8x
Arezzo	Varejo	ARZZ3	10%	8.776	10,8x	9,1x	16,8x	13,7x	2,8x	2,6x
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	74.223	12,9x	10,2x	31,2x	23,0x	3,0x	2,8x
MRV	Construção civil	MRVE3	5%	5.597	7,4x	5,2x	8,2x	4,8x	0,8x	0,8x

Fonte: Estimativas do BTG Pactual e Economática

Menor percepção de risco pode ser favorável para o mercado acionário

Após o forte desempenho do Ibovespa em junho (alta de 9,0% em BRL e 15,9% em USD), o índice acumula alta de 7,6% no acumulado do ano em BRL e 18,7% em USD, tornando-se o 3º mercado com melhor desempenho na região, depois de Argentina e México.

Gráfico 1: Performance do Ibovespa em USD vs. Pares - YTD


Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

A percepção de redução do risco político/fiscal após a aprovação do novo arcabouço fiscal na Câmara dos Deputados e a decisão do Congresso de bloquear legislações mais polêmicas propostas pelo novo governo fizeram com que os juros reais de longo prazo continuassem em queda em junho, favorecendo o mercado de ações.

A taxa de juros real, medida como os títulos públicos NTN-B 2035 do Brasil, encerrou junho em 5,25%, ante 5,5% em maio, 5,9% em abril e 6,2% em março. Vemos espaço para que as taxas continuem caindo, especialmente se o governo puder mostrar claramente maneiras de aumentar as receitas adicionais.

Gráfico 2: títulos públicos NTN-B 2035


Fonte: BCB, BTG Pactual

Além disso, dados macroeconômicos recentes indicam atividade econômica mais forte do que o esperado e números inflacionários mais positivos. Na semana passada, a pesquisa Focus do Banco Central apresentou mais uma rodada de revisões para baixo das expectativas de inflação de 2023 (5,1% ante 6,1% há dois meses) e revisões para cima do crescimento do PIB de 2023 (2,2% ante 1,0% há dois meses).

A inflação abaixo do esperado e revisões para baixo nas expectativas de inflação reforçaram as perspectivas de que o Banco Central comece a cortar as taxas de juros de curto prazo (Selic) em agosto (o mercado agora espera um corte de 25bps na reunião de agosto). A pesquisa Focus do Banco Central mostra que os agentes do mercado agora esperam que a taxa Selic caia 150 pontos-base este ano (12,25% no final do ano de 2023) e mais 275 pontos-base no ano que vem (9,50% no final do ano de 2024).

Os valuations subiram, mas ainda são muito atraentes

O forte desempenho em junho naturalmente impulsionou os valuations das ações brasileiras. Agora vemos as ações brasileiras sendo negociadas a 10,1x P/L projetado 12M ex-Petro&Vale (e 7,9x incluindo-os).

Embora os valuations tenham subido, as ações brasileiras ainda estão sendo negociadas em níveis muito atraentes, situando-se um desvio padrão abaixo de sua média histórica de 12,4x.

Gráfico 3: Bovespa P/L projetado 12M (ex-Petr&Vale)

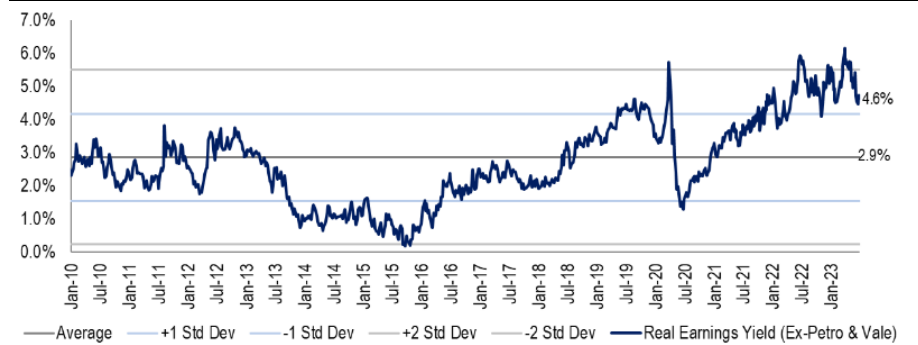

Fonte: Economatica, BTG Pactual

Gráfico 4: Bovespa P/L projetado 12M


Fonte: Economatica, BTG Pactual

O prêmio para possuir ações (inverso do P/L menos juros reais de 10 anos) voltou a cair e agora está em 4,6% (vs. 5,1% no final de maio e 5,8% no final de abril). Mesmo com a compressão do prêmio, ele permanece 1 desvio padrão acima da média histórica.

Vemos espaço para que as taxas continuem caindo, especialmente se o governo puder mostrar claramente maneiras de aumentar as receitas e melhorar as perspectivas fiscais do país.

Gráfico 5: Earnings Yield (L/P menos juros reais de 10 anos)


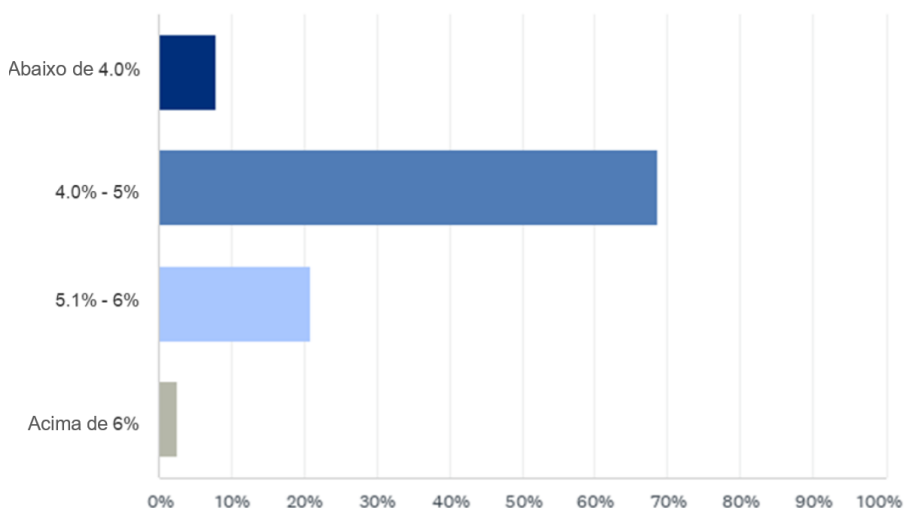
Fonte: BCB, BTG Pactual

Se as taxas de juros reais de longo prazo continuarem caindo, o potencial de valorização pode ser enorme

Há atualmente um debate entre os economistas sobre qual deve ser o novo equilíbrio da taxa de juros real de longo prazo nas condições econômicas atuais.

Em uma pesquisa recente realizada por nossa equipe macroeconômica, quase 70% dos entrevistados disseram que as taxas neutras de longo prazo devem variar entre 4,0% e 5,0%. Nesta semana, o Banco Central do Brasil alterou sua taxa neutra de longo prazo para 4,5%.

Durante o governo Bolsonaro, as taxas reais ficaram, em média, em 4,4%, chegando a 3,0% logo após a aprovação da Reforma da Previdência.

Gráfico 6: Estimativas para a taxa de juros neutra


Fonte: BTG Pactual

Embora não possamos determinar com precisão a taxa de juros real neutra de longo prazo no Brasil, decidimos, como fizemos anteriormente, executar um exercício simples para estimar o valor justo do Ibovespa em vários cenários para taxas de juros reais de longo prazo, inflação de longo prazo e crescimento real do PIB.

Um cenário de taxas de longo prazo de 4,5% (vs. 5,25% hoje), crescimento do PIB de 1,5% (mercado projeta crescimento de 2,2% em 2023 e 1,2% em 2024) e inflação de 3,5% (mais próximo do ponto médio da meta) aponta para um múltiplo P/L justo de 11,1x, o Ibovespa em ~132k pontos e 12% de potencial de valorização (cenário 4).

Um cenário mais benigno, com taxas de longo prazo caindo para 4,0%, crescimento do PIB em 1,5% e inflação de 3% aponta para um múltiplo P/L justo de 12,7x (em linha com a média histórica), Ibovespa em 151 mil pontos e 29% de potencial de valorização (cenário 5).

Tabela 2: Múltiplo P/L justo do Ibovespa sob diferentes premissas

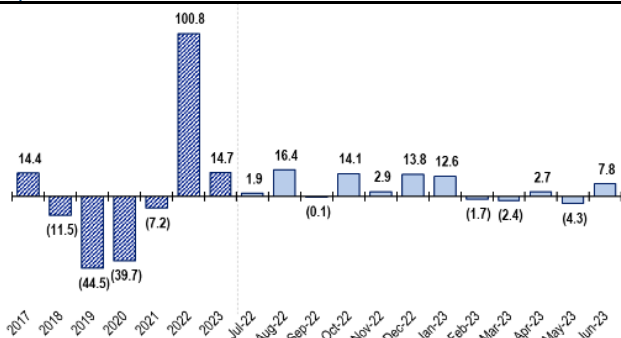
	Cenário 1	Cenário 2	Cenário 3	Cenário 4	Cenário 5	Cenário 6
ROE	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%
Ke	14,50%	13,50%	12,00%	11,00%	10,00%	9,50%
Inflação	5,00%	4,50%	4,00%	3,50%	3,00%	3,00%
Juros reais	<u>6,50%</u>	<u>6,00%</u>	<u>5,00%</u>	<u>4,50%</u>	<u>4,00%</u>	<u>3,50%</u>
Taxa de juros	11,50%	10,50%	9,00%	8,00%	7,00%	6,50%
Prêmio	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Crescimento	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	4,50%	5,00%
Inflação	5,00%	4,50%	4,00%	3,50%	3,00%	3,00%
Crescimento real	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	1,50%	2,00%
P/L alvo	7,0x	7,9x	9,5x	11,1x	12,7x	14,8x
P/L projetado 12m	9,9x	9,9x	9,9x	9,9x	9,9x	9,9x
IBOV	117.522	117.522	117.522	117.522	117.522	117.522
IBOV alvo	83.429	93.244	113.056	131.899	151.084	175.865
<i>Upside</i>	<i>-29,0%</i>	<i>-20,7%</i>	<i>-3,8%</i>	<i>12,2%</i>	<i>28,6%</i>	<i>49,6%</i>

Fonte: BTG Pactual

Entrada de capital estrangeiro foi positivo em junho

Os investidores estrangeiros foram compradores líquidos de ações brasileiras na ordem de R\$ 7,8 bilhões em junho, marcando o maior aporte mensal desde janeiro. No entanto, a intensidade dos ingressos foi bem menor do que a verificada entre out/22 e jan/23 (~R\$ 11bi/mês em média).

Ainda acreditamos que os investidores estrangeiros hesitam em investir prioritariamente nas ações brasileiras. O fato de as taxas dos EUA estarem altas e as chances de cortes neste ano parecerem estar diminuindo, combinado com perspectivas de crescimento decepcionantes na China, pode estar impulsionando a redução do apetite por ações de mercados emergentes em geral, e ações brasileiras em particular. Mas um ambiente político/fiscal estável e mais previsível e taxas de juros em queda podem atrair investidores estrangeiros de volta ao país.

Gráfico 7: Entrada de capital estrangeiro no mercado de renda variável (R\$ bi)


Fonte: B3, BTG Pactual

Gráfico 8: Entrada de capital estrangeiro diário no mercado de renda variável (R\$ bi) - YTD

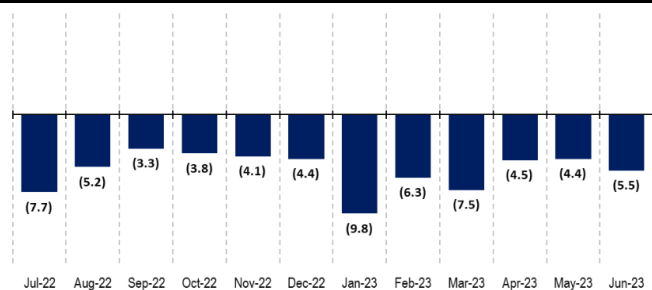

Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Resgates em fundos de ações locais desaceleraram, mas ainda são consideráveis

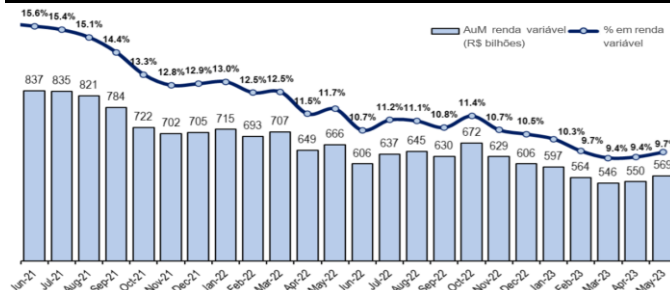
Os fundos de ações locais registraram saída líquida em 18 dos últimos 19 meses. Ao todo, R\$ 109,2 bilhões saíram de fundos de ações locais nos últimos 19 meses. É verdade que os resgates diminuíram, mas continuam consideráveis, com média de R\$ 4,8 bilhões/mês nos últimos 3 meses (incluindo junho).

Após fortes resgates no último ano e meio, as alocações de fundos mútuos locais em renda variável atingiram 9,7% em maio, ante 15,6% em jun/21, mas acima dos 9,4% em abril.

Com as taxas de juros locais apresentando forte probabilidade de o início de corte acontecer em agosto, esperamos que os resgates desacelerem/parem e as alocações de ações comecem a crescer de forma mais significativa novamente.

Gráfico 9: Resgates nos fundos de ações locais - Mensal


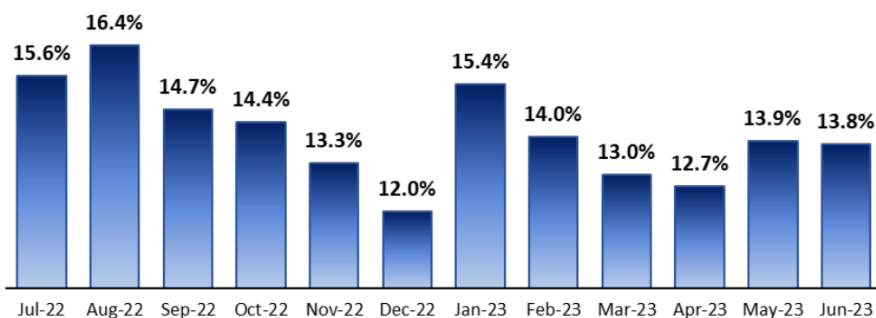
Fonte: Ambima, estimativas do BTG Pactual

Gráfico 10: Alocação em renda variável dos fundos locais


Fonte: Ambima, estimativas do BTG Pactual

Aumento do interesse de investidores de varejo

Em meados de 2022, os investidores de varejo representavam 16,4% do volume negociado no Ibovespa. Mas com as taxas de juros subindo e as ações com baixo desempenho, os investidores de varejo diminuíram sua alocação, reduzindo sua participação para 12% no ano de 22. Vimos uma recuperação em janeiro, seguida de uma queda constante até abril. Mas o interesse aumentou novamente em maio e junho, e a participação dos investidores de varejo no volume de negócios se recuperou para 13,8%. Dada a probabilidade de cortes na taxa de juros de curto prazo no 2S23, esperamos que os investidores de varejo voltem ao mercado de ações.

Gráfico 11: Percentual do volume de negociação proveniente dos investidores de varejo (%)


Fonte: BTG Pactual, B3

Os possíveis cortes nas taxas de juros são positivos para o mercado de ações

A menor percepção de risco político/fiscal, iniciada em maio após a aprovação do novo arcabouço fiscal pela Câmara dos Deputados e que continuou em junho, está retirando a pressão dos juros reais de longo prazo (de 6,2% em março para 5,3% em junho), alimentando o mercado acionário. Os cortes nas expectativas de inflação também reforçaram as perspectivas de que o BC comece a reduzir os juros em agosto.

Dados macroeconômicos recentes também sinalizam atividade econômica mais forte do que o esperado e inflação baixa. A inflação abaixo do esperado e os cortes nas expectativas de inflação reforçaram as perspectivas de que o Banco Central comece a cortar os juros em agosto, com um corte de 25bps amplamente esperado pelo mercado. A pesquisa Focus agora mostra o mercado projetando um corte de 150bps neste ano (Selic de 12,25% ao fim de 23) e mais 275bps no ano que vem (9,50% ao fim de 2024).

Começamos a aumentar o risco da carteira em abril, continuamos a fazê-lo em maio e, em junho, demos um passo ousado e reformulamos o 10SIM, adicionando substancialmente mais risco. O debate sobre reformas se intensifica, a política monetária é flexibilizada e as condições financeiras melhoram.

Assim, mantemos o Beta de nosso portfólio relativamente alto, enquanto fazemos alguns ajustes para torná-lo mais equilibrado após o rali recente e os fortes ganhos do BRL nos últimos meses.

Após o recente rali do BRL, decidimos readquirir alguma exposição ao USD adicionando a siderúrgica Gerdau, que se beneficia de uma forte economia nos EUA, negocia com valuation atraente e espera-se que pague grandes dividendos (dividend yield potencial de 15%). Também removemos a Petrobras após a ótima performance de junho (+20,3%) e no acumulado do ano (+43,6%). A ação ainda é negociada a um valuation atraente e deve continuar pagando altos dividendos, mas o fluxo de notícias pode não ser tão positivo quanto nos meses anteriores.

Eliminamos toda a nossa exposição ao setor de serviços básicos no mês passado, enquanto aguardávamos sinalizações do governo sobre como funcionaria a renovação das concessões de distribuição a partir de agora. Os sinais iniciais não foram tão ruins quanto se temia e, diante dos atrativos valuations do setor, decidimos reinserir a Equatorial. A vem sendo negociada a uma TIR real de 9,53%, implicando um prêmio de 427 pontos-base para os títulos do governo de longo prazo (vs. prêmio histórico de 410 pontos-base). A ação pode se beneficiar de um prêmio mais baixo e taxas de longo prazo mais baixas. Para abrir espaço para a Equatorial, removemos a distribuidora de combustíveis Vibra, que também teve um bom desempenho no mês passado.

No setor financeiro, decidimos aumentar nossa exposição aos bancos reinserindo o Banco do Brasil (para ser honesto, não deveríamos tê-lo removido no mês passado), substituindo a BBSeguridade (taxas de juros de curto prazo em queda não favorecem a ação). Junto com o Itaú, que já está no nosso 10SIM, nossa exposição ao setor de Bancos sobe para 25%. A bolsa de valores B3 completa nossa exposição ao setor financeiro.

Fizemos uma mudança em nossa exposição de varejo reinserindo a Arezzo, substituindo a Smartfit (ainda em nosso portfólio de Small Caps). Seu negócio está se mostrando resiliente e os próximos resultados devem ser um destaque do setor. A ação também é negociada a um preço barato de 16x P/L 2024. Por sua vez, a Lojas Renner permanece em nosso portfólio por mais um mês, já que a queda das taxas de juros pode impulsionar o consumo discricionário e beneficiar seu negócio de crédito.

Apesar de não ser barata, a operadora de saúde Rede D'or mantém seu lugar, pois é mais uma que deve se beneficiar com a queda dos juros. O turnaround em seu negócio de seguros (Sulamerica) e seu plano de crescimento do negócio hospitalar também são motivos de otimismo. A construtora de baixa renda MRV e a operadora ferroviária Rumo completam nosso 10SIM.

Tabela 3: Alterações do 10SIM™ (Junho x Julho)

Junho				Julho			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%	Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%
Rumo	Infraestrutura	RAIL3	10%	Rumo	Infraestrutura	RAIL3	10%
B3	Financeiro ex-Bancos	B3SA3	10%	B3	Financeiro ex-Bancos	B3SA3	10%
Itaú	Bancos	ITUB4	15%	Itaú	Bancos	ITUB4	15%
BB Seguridade	Financeiro ex-Bancos	BBSE3	10%	Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%
Vibra	Distribuição de combustível	VBRR3	10%	Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	10%	Gerdau	Siderurgia & Mineração	GGBR4	10%
Smartfit	Varejo	SMFT3	10%	Arezzo	Varejo	ARZZ3	10%
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%
MRV	Construção civil	MRVE3	5%	MRV	Construção civil	MRVE3	5%

Fonte: Estimativas do BTG Pactual e Economatica

Um resumo das nossas escolhas de Julho

Banco do Brasil

Mesmo após o desempenho de aproximadamente 50% no acumulado do ano, vemos as ações do BBAS3 como atraentes, pois continuamos a acreditar na capacidade e no compromisso do banco em oferecer retornos sólidos aos

acionistas. O BB reportou um lucro líquido de R\$ 8,5 bilhões no 1T, quando anualizamos os números, os resultados ficaram um pouco acima R\$ 34 bilhões. Ajustamos nossos números após o primeiro trimestre e aumentamos nossa projeção de lucro líquido em 2023 para R\$ 35,5 bilhões. Assumindo que, o BBAS3 ainda estaria negociando a um valuation muito atraente de 4,0x P/L em 23 (e P/L em 2024), com um yield de dividendos de 10%. Nós permanecemos confortáveis com nossas projeções para este ano e continuamos sem grandes motivos para acreditar que o ROE do Banco do Brasil se deteriorará no curto prazo. Nós entendemos os riscos de uma empresa estatal, mas acreditamos que o BB tem seus “anticorpos” com a assimetria ainda bastante atraente nos níveis de preços atuais.

Rumo

Estamos construtivos quanto ao momento de resultados de curto prazo impulsionado pela melhoria dos volumes (depois de um trimestre mais fraco, afetado por atos de vandalismo) e condições de precificação favoráveis. Além disso, temos uma perspectiva de volume mais otimista para o ano, com uma safra recorde colheita de soja e milho. Continuamos otimistas com a tese de investimento como um bom veículo para exposição as perspectivas positivas para grãos no Brasil. A partir de agora, esperamos que os investidores continuem acompanhando: (i) entrega do guidance de curto prazo; (ii) atualização do projeto Lucas do Rio Verde; (iii) alavancagem e alocação de capital; (iv) volumes e tarifas; e (v) conclusão da reestruturação da Malha Norte.

Arezzo

Desde 2021, o consumo global (principalmente para itens discricionários) foi impulsionado pela demanda repri mida e o aumento da poupança desde o início da pandemia, especialmente por famílias de alta renda (o Brasil não ficou imune a essa tendência). Apesar de desempenho superior ao do setor nos últimos 2 anos e a desaceleração esperada na receita nos próximos trimestres, bem como alguma pressão na rentabilidade vinda das operações EUA (que esperamos amenizar nos próximos trimestres), ainda vemos a Arezzo como uma de nossas principais teses do varejo, refletindo: (i) expansão resiliente no mercado local, impulsionada por crescimento do comércio eletrônico e multicanal nos próximos anos, bem como um crescimento mais rápido (resiliente) e retomada do consumo nas classes de renda mais alta; e (ii) adição no portfólio de marcas como Vans e Reserva, com oportunidades adicionais de M&A e licenciamento (como os acordos recentemente anunciados com Viccanza e Paris Texas).

Lojas Renner

Apesar de uma desaceleração nas vendas nos últimos trimestres devido a bases de comparações difíceis, uma perspectiva desafiadora para o consumo discricionário e pressões sobre os resultados da Realize devido ao cenário macroeconômico difícil (ambas as tendências devem persistir no segundo trimestre), ainda vemos a Renner bem posicionada para ganhar participação de mercado no fragmentado varejo de vestuário brasileiro, dada a sua (i) estrutura de cadeia de suprimentos de ponta; (ii) execução superior; e (iii) iniciativas omnichannel. Além de uma melhora gradual na rentabilidade e uma posição líquida de caixa, vemos a LREN como uma tese beneficiária de possíveis cortes nas taxas de juros em seu negócio de financiamento ao consumidor, ainda justificando nossa recomendação de Compra. As preocupações estruturais da tese são a competição de empresas nativas digitais como a Shein (apesar do crescente escrutínio sobre a tributação) e a grande parte da expansão da LREN fora dos shoppings. No entanto, embora vejamos a empresa chinesa como uma força crescente no setor de varejo de vestuário brasileiro, com esforços crescentes para construir uma estrutura local, as empresas locais também intensificaram seus esforços para se tornarem mais digitais. Além do conhecimento local, eles se beneficiam de vastas bases de lojas para reduzir os prazos de entrega e os custos da operação, além de proporcionar uma experiência de consumo sem atrito (uma vantagem fundamental na busca de taxas de conversão mais altas).

Gerdau

Estamos adicionando a Gerdau ao nosso portfólio, pois acreditamos que a ação combina resiliência e dinâmica de resultados, com métricas de valuation atraentes. As operações norte-americanas têm impulsionado a maior parte dos resultados da empresa nos últimos trimestres, com margens mantidas em níveis de 25-30%, o que acreditamos que devem continuar à frente (as ações estão precificando um hard landing). A empresa já está fornecendo seus produtos siderúrgicos a novos projetos de infraestrutura nos EUA, bem como novas fábricas sendo construídas como um resultado de diversas políticas do governo dos Estados Unidos (inflation surgery act, chips act, novos projetos de energia) e tendências de nearshoring – que devem durar vários anos. No Brasil, apesar das condições de demanda

mais desafiadoras, continuamos confiantes que os lucros da Gerdau lucros permanecerão pouco inalterados à frente, com volumes fortes e margens EBITDA saudáveis (acima de 15%). Continuamos otimistas com a nossa projeção de EBTIDA de ~R\$ 15,5 bilhões para o ano, que está acima do consenso de mercado, e esperaríamos ver o consenso atualizados os números nos próximos meses. Este é uma das teses mais baratas em nossa cobertura de Mineração & Siderurgia, negociando a 3,3x EV/EBTIDA 23, com FCF yields de 16%.

Rede D'or

Sendo a nossa escolha principal no setor de saúde, a RDOR oferece uma oportunidade de investimento atraente, combinando uma história de reestruturação no negócio de seguros com um sólido crescimento potencial no segmento hospitalar. Mantemos a RDOR em nosso Portfólio 10SIM com base nos seguintes fatores: (i) perfil de long duration: perfil de investimento de longo prazo da RDOR, com benefícios do ciclo de flexibilização das taxa de juros; (ii) resultados positivos do primeiro trimestre: a companhia superou expectativas, proporcionando mais confiança na tese de investimento; (iii) momento sólido de resultados: o segundo trimestre é o período mais forte para o principal negócio hospitalar da RDOR, contribuindo para uma tendência de resultados positivos; (iv) perspectivas de crescimento no setor hospitalar: o plano de expansão de longo prazo da RDOR para seus negócios hospitalares continua no caminho certo; (v) recuperação sequencial nos negócios da SulAmérica: A RDOR deve entregar melhorias no índice de sinistralidade médica da seguradora, que ainda está bem acima dos níveis pré-pandemia. Apesar de estar mais isolado em potenciais ameaças regulatórias, como a implantação de um novo piso salarial para os profissionais de enfermagem, a RDOR está negociando em torno de 23x os lucros ajustados em 2024, o que é semelhante ao seu principal par privado.

Equatorial

Estamos incluindo a Equatorial no portfólio após retirarmos toda a nossa exposição a concessionárias no mês passado, enquanto aguardávamos alguma indicação sobre os termos dos processo de renovação das concessões de distribuição. A nota técnica publicada pelo governo não forneceu quaisquer números, mas não foi tão ruim quanto se temia. Vemos a Equatorial negociando com um real TIR de 9,5%, além de oferecer proteção e diversificação, pois atua principalmente em no setor de distribuição, mas também está presente nos segmentos de energias renováveis e saneamento. Além disso, a empresa apresentou consistentemente fortes números operacionais, com redução das perdas de energia e rígido controle sobre os custos, bem como o progresso no paralisações das concessões de distribuição recentemente adquiridas. Além disso, considerando seu excelente histórico em alocação de capital, a empresa poderia potencialmente gerar crescimento adicional com bons retornos tanto na distribuição quanto no segmento de saneamento. Embora os termos finais da renovação das concessões de distribuição devam ser definidos até o final do ano, considerando que a Equatorial é mais diversificada em comparação com seus pares, acreditamos que o valuation continua atraente.

Itaú

Estamos mantendo o Itaú em nossa carteira para este mês. Vemos o Itaú como o banco premium no Brasil e seu recente Investor Day reforçaram a nossa visão de que o banco está liderando o caminho da transformação digital entre os bancos incumbentes no Brasil. Além da nossa crença de que é o banco "premium" do Brasil e que vem fazendo o melhor trabalho de "digital transformação", também vemos que ele está sendo negociado com um desconto P/EBT em comparação com Bradesco este ano, o que não concordamos (5,5x vs. 7,6x). O Itaú reportou resultados sólidos e limpos no primeiro trimestre, com métricas de qualidade de ativos muito saudáveis e esperamos > 20% ROE para os próximos trimestres.

B3

O melhor sentimento do mercado geralmente gera resultados mais fortes e expansão de múltiplos da B3, que tem margens muito altas, é uma grande geradora de caixa, e paga tudo isso. Na verdade, há muito tempo reiteramos a B3 como uma de nossas opções preferidas para ativar o modo "risk-on" nos mercados de capitais do Brasil, uma tese que acreditamos que continuará a funcionar bem no curto prazo com o iminente ciclo de afrouxamento monetário. Assim, estamos colando com a B3 em nosso portfólio de estratégia 10SIM neste mês. Embora a ação não seja necessariamente barata em ~ 16x P/L 24, as expectativas de resultados são geralmente revisadas durante períodos de mercados mais otimista e o P/L pode ir além de 20x. Ainda gostamos do beta da ação e, recentemente,

ajustamos nossos números para contabilizar o ADTV mais forte em 2024, implicando um maior potencial de alta para a ação. Acreditamos que a queda das taxas de juros de longo prazo aumenta as chances de a SELIC finalmente começar a cair nos próximos meses, o que naturalmente seria positivo para as ações da B3.

MRV

Estamos mantendo a MRV em nosso portfólio 10SIM. A MRV está no caminho certo para recuperar a lucratividade de suas operações de baixa renda (as margens brutas subiram 120bps t/t no 1T23), refletindo a acessibilidade melhorada para os compradores de casas após mudanças positivas no programa MCMV e aumentos nos preços de venda. A empresa também reportou fortes vendas líquidas em abril/maio e achamos que o cenário de vendas de casas novas vai melhorar ainda mais, após as mudanças do MCMV serem implementadas pelo governo. Adicionalmente, esperamos que o subsidiária norte-americana reportará vendas de novos projetos nos próximos trimestres, o que é positivo. No geral, a recuperação dos resultados operacionais e financeiros da MRV + impulso positivo no programa de habitação popular + valuation atrativo (1x P/VP; 4x P/L 25E), nos faz permanecer otimistas com as ações, justificando assim a manutenção em nosso portfólio 10SIM.

Tabela 4: Portfólio Brasil 10SIM para Julho de 2023

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2023	2024	2023	2024	2023	2024
Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%	19.112	6,8x	5,6x	14,1x	11,0x	1,8x	1,6x
Rumo	Infraestrutura	RAIL3	10%	41.126	10,1x	8,7x	39,3x	25,1x	2,6x	2,5x
B3	Financeiro ex-Bancos	B3SA3	10%	84.512	12,8x	11,1x	17,9x	16,0x	4,0x	3,9x
Itaú	Bancos	ITUB4	15%	259.167	n.a.	n.a.	7,9x	7,2x	1,5x	1,4x
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	140.979	n.a.	n.a.	4,0x	3,3x	0,8x	0,7x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	36.320	8,2x	7,4x	25,3x	13,1x	2,0x	1,9x
Gerdau	Siderurgia & Mineração	GGBR4	10%	27.672	3,3x	2,9x	4,4x	5,6x	0,8x	0,8x
Arezzo	Varejo	ARZZ3	10%	8.776	10,8x	9,1x	16,8x	13,7x	2,8x	2,6x
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	74.223	12,9x	10,2x	31,2x	23,0x	3,0x	2,8x
MRV	Construção civil	MRVE3	5%	5.597	7,4x	5,2x	8,2x	4,8x	0,8x	0,8x

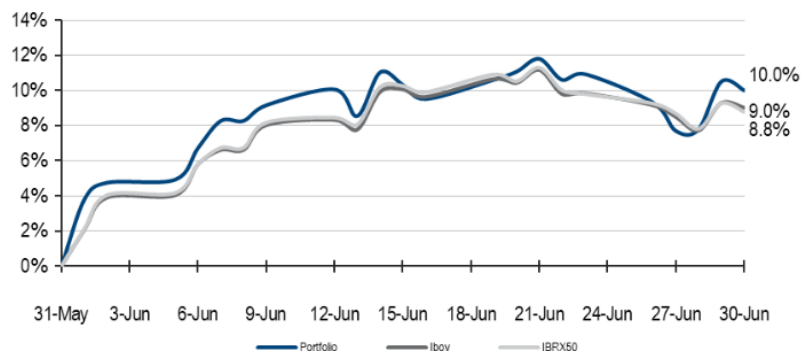
Fonte: BTG Pactual

Desempenho do 10SIM™ em Julho

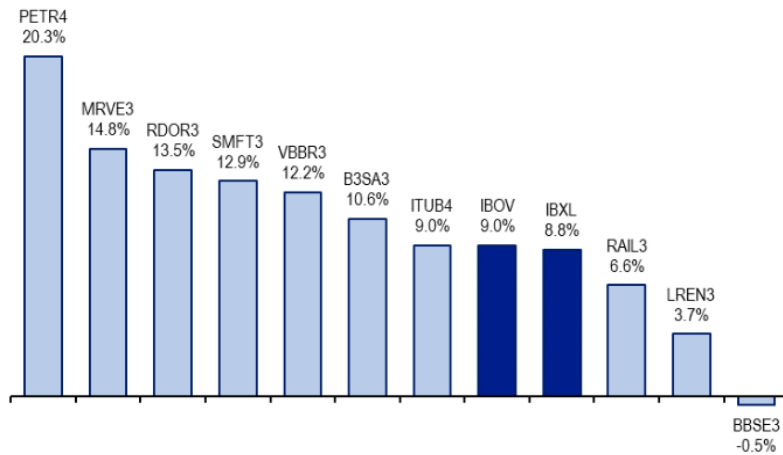
Desempenho mensal

Em junho, o desempenho da carteira 10SIM™ foi de 10,0%, superando o Ibovespa (9,0%) e IBrX-50 (8,8%), conforme o gráfico abaixo.

Gráfico 12: desempenho relativo de junho de 2023



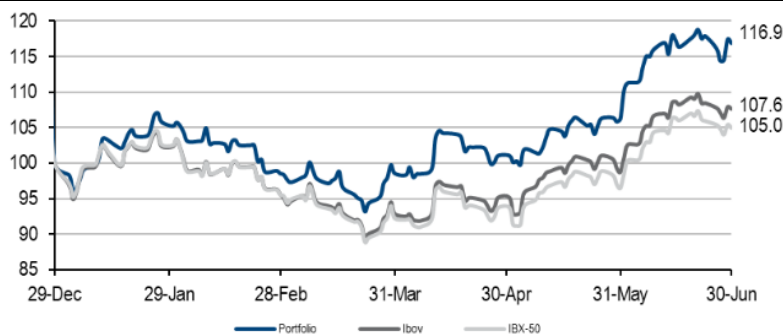
Fonte: BTG Pactual, Economatica

Gráfico 13: desempenho das ações em junho de 2023


Fonte: BTG Pactual, Economática

Desempenho em 2023

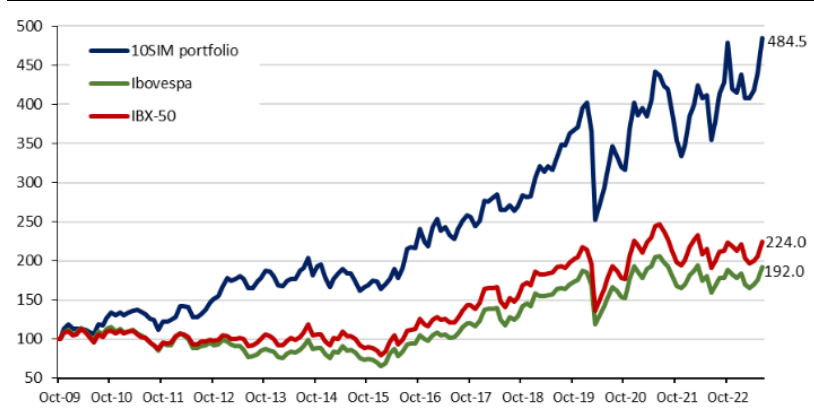
Desde 31 de dezembro de 2022, nosso portfólio 10SIM subiu 16,9%, contra uma alta de 7,6% do Ibovespa e de 5,0% para o IBX-50. A taxa de empréstimo interbancário (CDI) teve alta +6,5% no período.

Gráfico 14: Desempenho em 2023


Fonte: BTG Pactual, Economática

Desempenho histórico

Desde Outubro de 2009, quando Carlos E. Sequeira assumiu a gestão da carteira 10SIM, o 10SIM acumula alta de 384,5%, contra 92,0% do Ibovespa e 124% do IBX-50.

Gráfico 15: Desempenho desde Out/2009


Fonte: BTG Pactual, Economática

Tabela 5: Desempenho mensal histórico

	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%	3,2%	12,1%	-12,4%	-1,3%	18,9%	4,7%	314,4%	78,4%
2023	5,7%	-6,8%	0,0%	2,5%	5,1%	10,0%							16,9%	7,6%	384,5%	92,0%

Fonte: BTG Pactual, 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.

- 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