



Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Janeiro 2024

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

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

Cenário 2024: Estamos positivos!

2024 começa com esperanças de uma perspectiva econômica melhor nos EUA. No Brasil, os mercados estão cada vez mais confiantes de que a Selic poderá terminar o ano em um dígito. A queda das taxas de juros de curto prazo no Brasil e nos EUA, além de valuations baratos, pode beneficiar o mercado e fazer com que as ações locais apresentem um bom desempenho. A difícil situação fiscal do Brasil continua sendo a principal preocupação dos investidores. A situação não é tão ruim, mas uma mudança quase certa na meta fiscal para 2024 no início do ano deverá gerar volatilidade.

Os valuations não são mais tão atrativos, mas vemos espaço para a continuidade da boa performance

Apesar de um bom 2023, as ações locais estão sendo negociadas a 10,7x P/L 12 meses à frente ex-Petro & Vale, próximo de um desvio padrão abaixo da média. Supondo que as nossas projeções estejam corretas, os lucros das empresas sob nossa cobertura deverão crescer de forma relevante em 2024, impulsionando o valuation das ações locais. Em tal cenário, estaríamos expostos a teses de “financial deepening”, varejistas, ações que apresentam um fluxo de caixa de long duration e empresas alavancadas.

Cosan e Vivara entram na carteira; Petro e Vale mantêm suas posições

Entre as varejistas, embora a Lojas Renner seja a favorita para aproveitar o ambiente de queda das taxas de juros locais, preferimos a Vivara, que vende, principalmente, para consumidores de renda mais alta. A Cosan é a outra recém-chegada. Com a maior parte dos investimentos estratégicos concluídos, esperamos que a desalavancagem se inicie, com o valor sendo transferido da dívida para o equity. A Equatorial e o Itaú saem de nossa 10SIM, enquanto a Petrobras, a Vale e a gigante do e-commerce MELI permanecem.

Localiza, Eletrobras, BB, Embraer e Vibra completam a 10SIM de janeiro

Decidimos manter a locadora de veículos Localiza, a gigante de serviços básicos Eletrobras, a fabricante de aeronaves Embraer, a distribuidora de combustíveis Vibra e o Banco do Brasil por mais um mês.

Tabela 1: Portfólio 10SIM para Janeiro/24

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2023	2024	2023	2024	2023	2024
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%	497.645	3,4x	3,0x	5,2x	4,3x	1,5x	1,4x
Mercado Livre	Varejo	MELI34	10%	382.694	28,6x	20,8x	70,0x	51,2x	26,0x	17,2x
Vale	Siderurgia & Mineração	VALE3	10%	332.180	4,5x	4,1x	6,7x	5,3x	1,7x	1,7x
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	158.073	n.a.	n.a.	3,7x	3,5x	0,9x	0,8x
Eletronbras	Serviços Básicos	ELET3	10%	96.875	7,2x	7,3x	23,7x	7,8x	0,9x	0,8x
Localiza	Aluguel de Carros	RENT3	10%	67.821	8,4x	7,7x	29,6x	17,4x	2,5x	2,3x
Cosan	Agronegócio	CSAN3	10%	36.155	4,0x	3,4x	65,3x	8,7x	0,5x	0,4x
Vibra Energia	Distribuição de Combustível	VBBR3	10%	25.375	7,7x	7,4x	17,4x	15,4x	1,9x	1,7x
Embraer	Bens de Capital	EMBR3	5%	16.448	9,3x	8,4x	31,0x	20,9x	1,2x	1,2x
Vivara	Varejo	VIVA3	10%	8.056	13,4x	10,9x	19,9x	16,0x	3,9x	3,2x

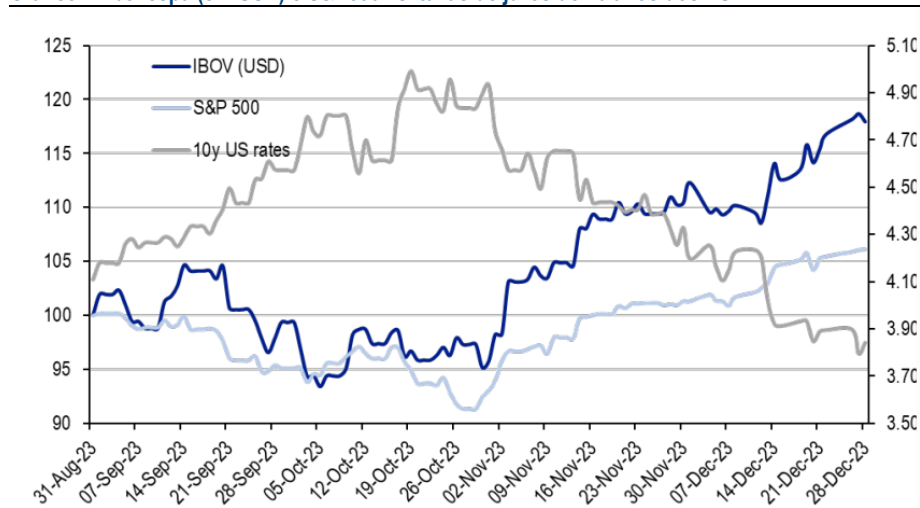
Fonte: Estimativas do BTG Pactual e Economatica

Cenário 2024: Estamos positivos!

O ano de 2024 começa com expectativas de perspectivas econômicas melhores nos EUA. Com a inflação sob controle e a economia desacelerando gradualmente, os mercados esperam cada vez mais que o FED comece a cortar as taxas em algum momento do 2T24, com 100-150bps de cortes totais esperados no próximo ano, levando os juros dos EUA para 4% ao final de 2024.

As taxas de 10 anos nos EUA caíram de forma constante, depois de atingirem o pico de 5% no final de outubro, e já se encontram abaixo dos 4%. A queda das taxas de juro nos EUA deverá aumentar o apetite dos investidores globais ao risco, com consequências positivas para o Brasil – nos últimos 2 meses os investidores estrangeiros compraram mais de R\$ 25 bilhões em ações locais.

Por outro lado, as perspectivas econômicas da China permanecem difíceis e a limitada resposta da economia aos estímulos fiscais está pressionando o governo a aumentar os seus esforços para estimular o crescimento. Modelamos um crescimento para a China de 4,8% em 2024, em linha com a meta de crescimento do governo (entre 4,5-5,0%).

Gráfico 1: Ibovespa (em USD) e S&P500 vs. taxas de juros de 10 anos dos EUA


Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

A menor inflação no curto prazo restaurou a confiança na Selic de um dígito ao final de 2024

No Brasil, os mercados estão cada vez mais confiantes de que a Selic poderá atingir um dígito no final de 2024 – estimamos 9,5%, enquanto a pesquisa Focus do Banco Central aponta para 9,25% e alguns investidores mais otimistas apostam em um valor terminal abaixo dos 9%.

No que diz respeito à inflação, os indicadores qualitativos, como núcleo e a difusão, continuam mostrando uma dinâmica positiva da inflação no curto prazo, enquanto os menores preços do petróleo e a valorização do Real contribuem para o cenário positivo. Segundo a pesquisa Focus do Banco Central, a inflação deverá encerrar 2024 em 3,9%.

Um superávit comercial recorde esperado em 2023 (modelamos US\$ 95 bilhões, 53% acima do recorde de 2022), impulsionando uma entrada mais forte de dólares no Brasil, deve continuar a garantir um BRL forte – modelamos um superávit comercial ligeiramente menor em 2024 (US\$ 87 bilhões), mas ainda muito forte e muito superior aos períodos anteriores. A queda constante nas taxas de 10 anos dos EUA desde o pico no final de outubro também está fortalecendo o BRL, ao mesmo tempo que afeta positivamente a curva de NTNB (juros reais).

A queda das taxas de juros de curto prazo no Brasil e nos EUA, além de valuations relativamente baratos podem criar condições excelentes para que as ações locais tenham um desempenho positivo em 2024.

A situação fiscal ainda é a principal preocupação no Brasil

A difícil situação fiscal do Brasil continua a ser a principal preocupação dos investidores. Em outubro, o Presidente Lula sinalizou que o governo pode alterar a sua ambiciosa meta de déficit fiscal primário zero em 2024, a fim de abrir espaço para despesas mais elevadas.

A meta fiscal ainda não mudou, mas parece apenas uma questão de tempo. Autoridades governamentais e alguns congressistas apresentaram uma interpretação criativa do novo quadro fiscal recentemente aprovado, limitando o montante de despesas que teria de ser congelado para cumprir a regra. Sem dúvida que são eventos negativos.

Por outro lado, o governo se esforça para aumentar a arrecadação tributária em 2024 por meio de uma série de medidas em debate no Congresso. No final de outubro, o Congresso aprovou a tributação de fundos exclusivos e offshore e agora discute a Medida Provisória nº 1.185, que acaba com as reduções do imposto de renda relacionadas às isenções fiscais de ICMS. As duas medidas podem arrecadar até R\$ 70 bilhões em receitas tributárias em 2024.

Embora as contas fiscais sejam motivo de preocupação, a situação fiscal não é dramática, com o governo comprometido em arrecadar recursos, embora uma mudança quase certa na meta fiscal para 2024 no início do próximo ano e a nova meta (maior/inferior) devam gerar volatilidade nos mercados.

Esperamos forte crescimento dos lucros em 2024

Depois de um 2023 ruim, os lucros das empresas brasileiras listadas (ex-Petrobras e Vale) devem cair 3%, nossa equipe de analistas modela uma grande recuperação em 2024, com os lucros consolidados ex-Petrobras e Vale crescendo ~20% a/a, e as empresas que vendem principalmente no mercado interno com um desempenho ainda melhor (+25% a/a) – esperamos que os exportadores de commodities aumentem os seus lucros em 13%.

A queda da taxa Selic (a Selic média em 2024 deve ser 10,25% vs. 13,25% em 2023) e, portanto, menores despesas financeiras impulsionarão os lucros das empresas em 2024.

Algumas grandes empresas viram resultados não recorrentes impactarem os seus lucros em 2023 e/ou estão concluindo reestruturações com o poder de melhorar substancialmente os seus lucros a cada ano – por exemplo, dois gigantes do varejo Natura (vendas de ativos) e Carrefour (grande integração) devem reportar lucros muito mais fortes em 2024.

Tabela 2: Lucro consolidado das empresas sob nossa cobertura (R\$ milhões)

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
BTGP Coverage	224,774	189,759	502,768	550,559	408,836	493,290
y/y growth		-15.6%	165.0%	9.5%	-25.7%	20.7%
BTGP Coverage (ex-Petr&Vale)	201,345	163,006	292,700	263,171	256,785	307,103
y/y growth		-19.0%	79.6%	-10.1%	-2.4%	19.6%
Domestic	193,862	154,206	216,208	203,834	215,458	269,389
y/y growth		-20.5%	40.2%	-5.7%	5.7%	25.0%
Commodities	30,912	35,553	286,560	346,725	193,378	223,901
y/y growth		15.0%	706.0%	21.0%	-44.2%	15.8%

Fonte: BTG Pactual

As ações brasileiras permanecem atraentes após a alta

Depois de cair durante três meses (-13% em dólares em agosto-outubro), o Ibovespa recuperou-se fortemente em novembro e dezembro, ajudado pela queda das taxas de 10 anos dos EUA, e subiu 18,6% em reais (23,1% em dólares) em novembro e dezembro, eliminando as perdas dos últimos 3 meses.

Mesmo após uma forte recuperação, as ações locais são negociadas a 10,7x P/L 12M à frente. O P/L ex-Petro & Vale (apenas 8x incluindo ambos) está quase um desvio padrão abaixo da média. O prêmio para manter ações (medido como o inverso do P/L menos as taxas reais de 10 anos) está em 4,0%, quase um desvio padrão acima de sua média histórica.

Gráfico 2: P/L Bovespa de 12 meses (ex-Petro&Vale)


Fonte: Economatica, BTG Pactual

Gráfico 3: Yield dos lucros (L/P menos taxas de juros de 10 anos)


Fonte: Economatica, BTG Pactual

Evoluções positivas marginais em nossas principais premissas podem gerar bons retornos

Realizamos um exercício simples para estimar o valor justo do IBOV em vários cenários com diferentes premissas para a inflação de longo prazo, taxas de juro reais de longo prazo e crescimento real do PIB.

Embora as taxas reais de longo prazo ainda estejam altas (5,32%) e as projeções de crescimento real do PIB não sejam exatamente inspiradoras (modelamos 1,5% em 2024), as ações brasileiras estão tão baratas que apenas melhorias marginais nas taxas reais de longo prazo ou nas perspectivas de crescimento do PIB (ou ambos) pode criar bons retornos. Um cenário de taxas de longo prazo em 4,5%, crescimento do PIB de 2% e inflação de 3,5% (vs. 3,9% estimados para 2024) apontaria para um P/L justo de 11,5x, o Ibovespa em 144 mil pontos e 8% de alta.

Tabela 3: Múltiplo P/L alvo do Ibovespa em diferentes cenários

	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	14,00%	13,00%	12,00%	11,00%	10,50%	9,50%
Inflação	5,00%	4,50%	4,00%	3,50%	3,50%	3,00%
Juros reais	<u>6,00%</u>	<u>5,50%</u>	<u>5,00%</u>	<u>4,50%</u>	<u>4,00%</u>	<u>3,50%</u>
Taxa de juros	11,00%	10,00%	9,00%	8,00%	7,50%	6,50%
Prêmio	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Crescimento	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Inflação	5,00%	4,50%	4,00%	3,50%	3,50%	3,00%
Crescimento real	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,00%	2,50%
P/L alvo	7,5x	8,5x	9,7x	11,5x	12,7x	15,8x
P/L 12 meses	10,7x	10,7x	10,7x	10,7x	10,7x	10,7x
IBOV	134.185	134.185	134.185	134.185	134.185	134.185
IBOV alvo	93.602	106.082	122.191	144.408	158.849	198.561
<i>Upside</i>	<i>-30,2%</i>	<i>-20,9%</i>	<i>-8,9%</i>	<i>7,6%</i>	<i>18,4%</i>	<i>48,0%</i>

Fonte: BTG Pactual

A agenda de reformas continuou avançando em 2023

Após a eleição do Presidente Lula, alguns temiam que as reformas aprovadas em governos anteriores pudessem ser revertidas. Mas os ganhos institucionais trazidos pelas reformas passadas foram preservados e a nova administração avançou e trabalhou arduamente para aprovar uma reforma fiscal ampla e extremamente necessária – que agora aguarda uma votação final na Câmara antes de ser transformada em lei.

A aprovação de uma reforma tributária complexa que simplifica enormemente o sistema tributário excessivamente complexo do Brasil é uma enorme melhoria para o país. Isso reduzirá a quantidade de tempo e recursos necessários para pagar impostos, reduzirá disputas e litígios relacionados com impostos, melhorará a produtividade econômica e (esperamos) aumentará o potencial de crescimento do PIB do Brasil.

Alguns governadores também avançaram com suas agendas de redução do tamanho do estado. No Paraná, o governador do estado privatizou a Copel, e em São Paulo o governador está fazendo bons progressos na privatização da gigante de saneamento Sabesp.

Há um longo caminho a percorrer e reformas fundamentais, como a Reforma Administrativa, estão prontas para serem votadas (tudo depende da vontade política do governo). À medida que as reformas forem aprovadas e os ganhos institucionais consolidados, a percepção de risco e os prêmios de risco do Brasil deverão melhorar.

Portfólio 2024: Estamos positivos com as ações brasileiras

A queda das taxas de juro nos EUA e no Brasil e os valuations relativamente baratos podem criar as condições para que as ações brasileiras tenham um desempenho positivo em 2024. A queda das taxas nos EUA deverá gerar maior apetite dos investidores globais ao risco, com implicações positivas para os mercados emergentes em geral e para o Brasil em particular.

A inflação benigna no curto prazo, um forte superávit comercial e as expectativas de taxas mais baixas nos EUA aumentaram a confiança do mercado de que a Selic pode encerrar 2024 em um dígito. As taxas mais baixas no Brasil podem atrair os investidores locais de volta às ações – apenas 9,7% de todo o dinheiro investido em fundos multimercado está investido em ações (vs. 15,2% no final de 2020). Contudo, a frágil situação fiscal do Brasil continua sendo uma preocupação.

Apesar de um bom 2023, as ações locais estão sendo negociadas a 10,7x P/L 12M à frente. O P/L ex-Petro & Vale (apenas 8x incluindo ambos) está próximo de um desvio padrão abaixo da média. Assumindo que as nossas

estimativas estão corretas, os lucros das empresas listadas deverão crescer fortemente no próximo ano, impactando positivamente as ações.

Neste cenário, estaríamos expostos a teses de financial deepening, varejistas, ações que apresentam um fluxo de caixa de long duration e empresas alavancadas. Seríamos oportunistas no que diz respeito à exposição ao setor de Petróleo & Gás e ao Minério de ferro. Temos Petrobras e Vale em nosso portfólio 10SIM (para quem busca exposição ao petróleo com menor risco político, a PetroRio é uma boa alternativa) e reavaliaremos nossa exposição a esses setores dependendo de como os mercados globais se comportam.

Gostamos da Cosan para 2024. Encerrada a maior parte de seus investimentos estratégicos, esperamos que ela comece seu processo de desalavancagem e retorno de caixa aos acionistas, com valor sendo transferido da dívida para equity. Mercados de capitais mais fortes também poderão permitir os IPOs da Compass e da Moove, ajudando a gerar valor e a acelerar a sua desalavancagem. A Raízen, principal subsidiária da Cosan, é outra tese interessante para 2024. Ela deverá se beneficiar de um mercado melhor para açúcar & etanol e de um cenário competitivo de distribuição de combustíveis mais racional, que provavelmente continuará favorecendo os grandes players.

Entre os varejistas, embora a Lojas Renner seja a favorita para se expor a queda das taxas de juros locais, preferimos a exposição via Arezzo e/ou Vivara, empresas mais expostas a consumidores de alto padrão e que não enfrentam o mesmo tipo de desafios competitivos que a Renner. Em termos de valuation, a Renner, Arezzo e Vivara negociam em níveis semelhantes, a 13x, 14x e 15x P/L 2024E, respectivamente, enquanto acreditamos que os varejistas mais expostos a consumidores de maior renda devem negociar com prêmio devido ao poder de preço/marca, o que aumenta suas margens e ROIC.

Também teríamos exposição aos varejistas por meio do player de e-commerce Mercado Livre, vencedor nos segmentos de e-commerce e pagamentos na América Latina, beneficiando-se da tendência secular de crescimento do e-commerce na região e da menor concorrência. O valor do seu ecossistema coloca-o à frente da concorrência, com melhores take rates e rentabilidade.

Entre as empresas de serviços financeiros, aquelas mais expostas a mercados de capitais mais fortes, como XP, B3 e BR Partners (não temos cobertura do BTG Pactual), deverão superar os grandes bancos e seguradoras – nos valuations atuais, preferimos a XP vs. B3. Gostamos do Itaú, do Banco do Brasil e da BB Seguridade, que são operações bem administradas e negociadas com valuations baratos (principalmente as duas últimas), mas em um cenário de queda da taxa de juros tendem a apresentar desempenho inferior ao mercado.

No setor de Bens de Capital e Transportes, nossa principal escolha é a locadora de veículos Localiza, que tem uma posição competitiva única e deve se beneficiar da normalização gradual do mercado de automóveis e da queda das taxas de juros de longo prazo. É negociada a 16x 2024E P/L (vs. média histórica de 22x). Também gostamos da Marcopolo, que deve continuar apresentando bons resultados em 2024, apoiada por uma recuperação da indústria de ônibus, capacidade de produção ajustada e uma cadeia de abastecimento mais normalizada.

Embora o setor de serviços básicos tenda a apresentar um desempenho mais fraco quando os mercados estão mais otimistas, ainda consideramos a Eletrobras uma ação essencial para 2024. O seu processo de reestruturação pós-privatização está bem encaminhado e a empresa está avançando com vendas de ativos não essenciais, ao mesmo tempo que otimiza os seus custos. Um valuation atraente (TIR real de 13%) e preços de energia mais favoráveis completam a tese de investimento. Gostamos também da Sabesp (em processo de privatização) e da Copel, outra concessionária recentemente privatizada.

O setor imobiliário também deverá ter um bom desempenho em um cenário de queda das taxas de juros. Entre os construtores residenciais, preferimos a exposição através de construtores residenciais de baixa renda, para os quais a acessibilidade nunca foi tão boa após o governo ter melhorado o seu programa habitacional MCMV – e não ficaríamos surpresos em ver mudanças adicionais no curto prazo. Entre as construtoras residenciais de baixa renda, nossa escolha preferida é a Tenda. Em termos de operadoras de shopping centers, nossa escolha preferida é o Iguatemi, que possui um portfólio de shoppings premium, mais resiliente e negocia com um valuation atraente.

Entre as ações de alimentos, a JBS é a nossa preferida. No setor de saúde, gostamos da Hapvida, enquanto em telecomunicações preferimos a Desktop.

Nossas principais escolhas para 2024: Cosan, Mercado Livre, Vivara, Arezzo, XP, Localiza, Eletrobras, Sabesp, BB e Itaú.

Small Caps: Smartfit, GPS, BR Partners, Marcopolo, Tenda, Iguatemi, 3Tentos, Desktop.

Tabela 4: Mudanças no 10SIM™ (Dezembro vs. Janeiro)

Dezembro				Janeiro			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Petrório	Petróleo & Gás	PRI03	10%	Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%
Mercado Livre	Varejo	MELI34	10%	Mercado Livre	Varejo	MELI34	10%
Vale	Siderurgia & Mineração	VALE3	10%	Vale	Siderurgia & Mineração	VALE3	10%
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%	Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%
BB Seguridade	Financeiro (ex-Bancos)	BBSE3	10%	Localiza	Aluguel de Carros	RENT3	10%
Rumo	Infraestrutura	RAIL3	10%	Cosan	Agronegócio	CSAN3	10%
Vibra Energia	Distribuição de Combustível	VBBR3	10%	Vibra Energia	Distribuição de Combustível	VBBR3	10%
Totvs	Tecnologia	TOTS3	10%	Embraer	Bens de Capital	EMBR3	5%
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	Vivara	Varejo	VIVA3	10%

Fonte: BTG Pactual

Um resumo das nossas escolhas de janeiro

Mercado Livre (MELI34)

Ainda vemos uma tendência secular de crescimento para o e-commerce brasileiro nos próximos anos, com GMV muito superior aos níveis pré-pandemia, diferentemente dos mercados mais maduros. Nos últimos três anos, já ajustamos nossas estimativas de mercado total endereçável para refletir os números de faturamento muito melhores dos principais players, um legado que agora deve claramente persistir após o fim da pandemia (com mais vendedores, tráfego mais forte, melhor sortimento, maior frequência e aumento dos investimentos no nível de serviço). Contudo, um custo de financiamento mais elevado impedirá a maioria dos players de manter os ritmos de crescimento dos últimos anos, abrindo caminho para uma maior consolidação. Continuamos vendo o MELI como vencedor nos segmentos de e-commerce e pagamentos na América Latina. A preços atuais, o MELI é negociado a 1,5x EV/GMV 2024 (4,2x EV/Vendas e 53x P/L). Assim, embora ainda sejamos conservadores na exposição ao e-commerce no curto prazo (setorialmente), graças ao valor de seu ecossistema, vemos o MELI à frente dos demais (CAGR de 4 anos de 26% em dólar), com os níveis de take rate e lucratividade melhorando, reforçando a empresa como nossa principal escolha.

Vale (VALE3)

Esperamos que a Vale continue se beneficiando das tendências de demanda por minério de ferro proveniente da China em 2024. A produção chinesa de aço bruto deverá permanecer acima de 1 bilhão de toneladas, uma vez que a demanda por infraestrutura/manufatura + exportações deverá continuar a compensar um mercado imobiliário ainda difícil. Estimamos outro déficit no mercado internacional este ano, que deverá continuar sustentando os preços em níveis elevados – atualmente na faixa de US\$ 130-140/t. Estamos modelando os preços do minério de ferro em uma média de US\$ 120/t para o ano, o que ainda está acima do valor esperado, e esperamos ver mais revisões para cima nos próximos meses. Nesses níveis, vemos a Vale sendo negociada a ~4x EV/EBITDA 24, e esperamos yields de ~13%, incluindo recompras, o que consideramos atrativo. Além disso, a Vale deverá ser o destaque de resultados no 4T dentro da nossa cobertura de Mineração & Siderurgia (os resultados do 4T podem acelerar mais de 50% t/t), o que esperamos fornecer suporte às ações no curto prazo.

Eletrobras (ELET3)

Vemos a Eletrobras negociando a uma atraente TIR real de 12,3%, ao mesmo tempo em que oferece catalisadores positivos para 2024 ligados ao seu processo de reestruturação que já vem dando frutos. A empresa apresentou bons

resultados no 2T e 3T e está avançando em seu programa de desinvestimentos e otimizações de estrutura. Esperamos que a tendência de redução de custos continue, com menores custos com pessoal devido ao programa de demissão voluntária e reversões adicionais de empréstimos compulsórios. No debate sobre o limite de votação de 10%, em dezembro o ministro Marques do Supremo Tribunal Federal (STF) determinou que o caso fosse encaminhado à Câmara de Conciliação e Arbitragem da Administração Federal (CCAF) para um processo arbitral de 90 dias, na tentativa de chegar a uma resolução amigável entre a empresa e o governo federal. Em nossa opinião, a negociação dos pagamentos antecipados da CDE (ajudando a reduzir as tarifas de energia) poderia acabar com a pressão gerada pela ação judicial movida pelo governo em maio, deixando a Eletrobras livre para se concentrar em sua reestruturação.

Cosan (CSAN3)

Estamos adicionando a Cosan ao nosso portfólio 10SIM. Com a maioria dos seus investimentos estratégicos agora concluídos, esperamos que a CSAN entre em uma fase de desalavancagem e retornos de caixa, o que reduzirá a percepção de risco dos investidores e permitirá que as ações comecem a reduzir o desconto incorporado no preço (~16%) vs. suas subsidiárias. As ações da CSAN têm sido historicamente negociadas com base no seu ciclo de investimento, apresentando uma excelente oportunidade para investidores que procuram se beneficiar da transferência de valor da dívida para o equity.

Vivara (VIVA3)

Desde o IPO, acompanhamos seu sucesso como a maior varejista de joias do Brasil em um mercado fragmentado, e ela está muito bem-posicionada para avançar ainda mais, impulsionada por grandes vantagens competitivas de escala (em operações de varejo e industriais), um modelo de negócios verticalmente integrado e um diferencial na distribuição em todo o Brasil, além de uma marca forte. Ao lado da Arezzo, a Vivara é nossa outra opção preferida no universo de varejistas discricionários que cobrimos, ainda oferecendo proteção (por meio de sua exposição a famílias de renda mais alta, bem como pelo poder de sua marca/precificação) em um ambiente ainda difícil de consumo no Brasil, enquanto ainda aproveita oportunidades de expansão (principalmente através da bandeira Life). Sim, existem riscos de canibalização quando se trata da expansão da Vivara, mas o crescimento consistente da receita (CAGR de 14% em 4 anos, com 11% de expansão da área de vendas), margens saudáveis e retornos crescentes, garantindo um CAGR de 17% do lucro por ação em 4 anos, nos deixam otimistas quanto à tese de investimento – a Vivara é negociada a 16x P/L 2024 e 13x P/L 2025, o que não é muito descontado, mas ainda assim é bastante decente.

Banco do Brasil (BBAS3)

O recente fraco desempenho das ações do BB em comparação aos pares nos últimos meses criou uma oportunidade atraente, levando-nos a adicionar as ações ao portfólio em dezembro. Vamos mantê-lo por mais um mês devido ao seu valuation ainda muito barato, base de capital robusta e baixas expectativas relacionadas às preocupações com a sua carteira de crédito agro e ao banco Patagônia. Esperamos surpresas positivas na receita e consideramos a possibilidade de um payout mais elevado como um potencial catalisador positivo para ações nos próximos meses.

Localiza (RENT3)

A Localiza é um nome de alta qualidade e oferece hoje uma relação de risco-retorno interessante, pois deverá se beneficiar de uma normalização gradual do mercado de automóveis e de taxas de juros de longo prazo mais baixas, apoiando o processo de renovação da frota da Localiza com melhores condições de compra. No curto prazo, esperamos resultados positivos no 4T, refletindo uma sazonalidade mais favorável, uma demanda mais forte e uma rentabilidade resiliente, apesar da depreciação ainda elevada e do consumo de caixa. Numa perspectiva de longo prazo, o amadurecimento de novas oportunidades de negócio, como a subscrição de automóveis, também deverá ajudar a gerar valor nas ações. Os fundamentos de longo prazo da Localiza também estão praticamente intactos, com muitos segmentos operacionais apresentando baixas taxas de penetração. Negociando a 17x P/L para 24 (vs. média histórica de 22x), vemos espaço para uma expansão de múltiplos.

Petrobras (PETR4)

A Petrobras é um dos nossos nomes preferidos para o próximo ano e, apesar de toda a recente turbulência política e do Plano Estratégico um tanto decepcionante (embora esperado), continuamos vendo-a como uma boa tese de geração de caixa. Acreditamos que os aspectos mais importantes da tese de investimento permanecem em vigor e a empresa deve continuar apresentando surpresas positivas em 2024, como tem feito nos últimos anos. Níveis de produção superiores aos projetados, um capex menor vs projetado e mecanismos sólidos de governança corporativa suportarão maiores pagamentos de dividendos e geração de caixa mais elevada por mais tempo. Projetamos, com base na política de remuneração atual (45% do fluxo de caixa menos capex), um dividend yield de ~13% em 2024, ou ~18% considerando pagamentos extraordinários.

Embraer (EMBR3)

Depois de apresentar ao mercado as entregas do terceiro trimestre um pouco abaixo de nossas estimativas, acreditamos que o sentimento negativo em relação às ações já desapareceu. A Embraer também divulgou um dos maiores backlogs da história da empresa, reforçando o ambiente positivo para demanda em todas as suas unidades de negócios. Além disso, a companhia anunciou recentemente um novo pedido de 25 aeronaves, reforçando a posição comercial estratégica da família de aeronaves E2 e demonstrando o compromisso contínuo da Embraer em buscar novas campanhas comerciais em todo o mundo. Após entregar resultados em linha com estimados no terceiro trimestre, esperamos entregas robustas no quarto trimestre para a Embraer, refletindo o padrão observado em 2022, quando a maioria das entregas ocorreu no último trimestre do ano, levando a uma forte geração de caixa. Além disso, ainda vemos a companhia bem-posicionada no mercado de aviação e acreditamos que ela oferece uma exposição interessante à recuperação da indústria de aviação, permanecendo assim uma opção de valor interessante (evolução da eVTOL, segurança cibernética e outras parcerias). Negociando a 8x EV/EBITDA 24, vemos a Embraer como uma tese com bom momento operacional.

Tabela 5: Portfólio Brasil 10SIM para Janeiro de 2024

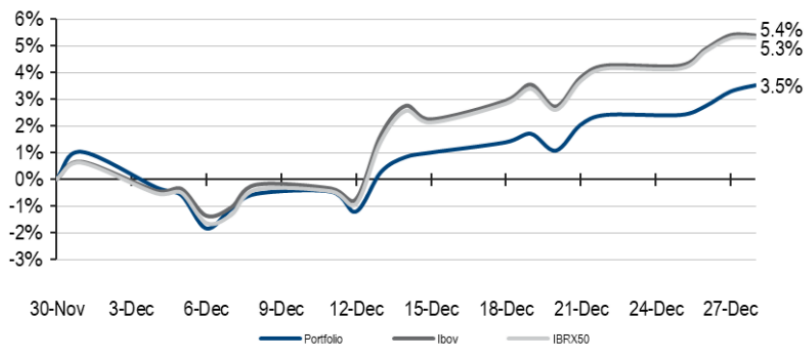
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2023	2024	2023	2024	2023	2024
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%	497.645	3,4x	3,0x	5,2x	4,3x	1,5x	1,4x
Mercado Livre	Varejo	MELI34	10%	382.694	28,6x	20,8x	70,0x	51,2x	26,0x	17,2x
Vale	Siderurgia & Mineração	VALE3	10%	332.180	4,5x	4,1x	6,7x	5,3x	1,7x	1,7x
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	158.073	n.a.	n.a.	3,7x	3,5x	0,9x	0,8x
Eletronbras	Serviços Básicos	ELET3	10%	96.875	7,2x	7,3x	23,7x	7,8x	0,9x	0,8x
Localiza	Aluguel de Carros	RENT3	10%	67.821	8,4x	7,7x	29,6x	17,4x	2,5x	2,3x
Cosan	Agronegócio	CSAN3	10%	36.155	4,0x	3,4x	65,3x	8,7x	0,5x	0,4x
Vibra Energia	Distribuição de Combustível	VBBR3	10%	25.375	7,7x	7,4x	17,4x	15,4x	1,9x	1,7x
Embraer	Bens de Capital	EMBR3	5%	16.448	9,3x	8,4x	31,0x	20,9x	1,2x	1,2x
Vivara	Varejo	VIVA3	10%	8.056	13,4x	10,9x	19,9x	16,0x	3,9x	3,2x

Fonte: Economatica, BTG Pactual

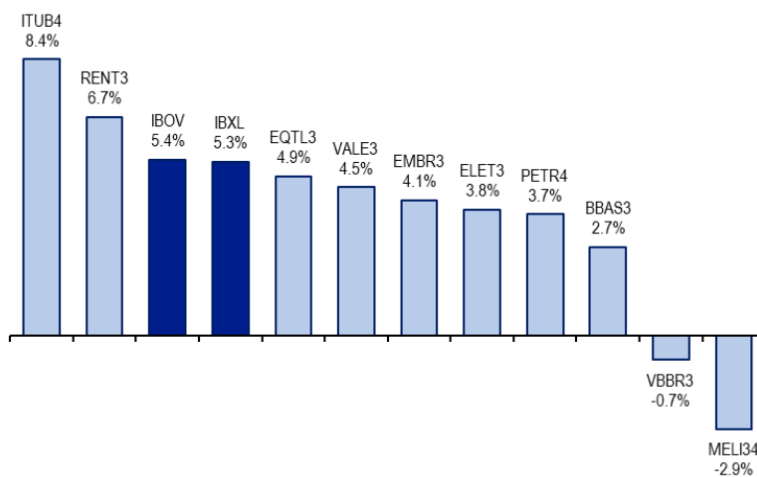
Desempenho do 10SIM™ em Dezembro

Desempenho mensal

Em novembro, o desempenho da carteira 10SIM™ foi de 3,5%, ficando abaixo do Ibovespa (5,4%) e IBRX-50 (5,3%), conforme o gráfico abaixo.

Gráfico 4: Desempenho relativo em dezembro de 2023


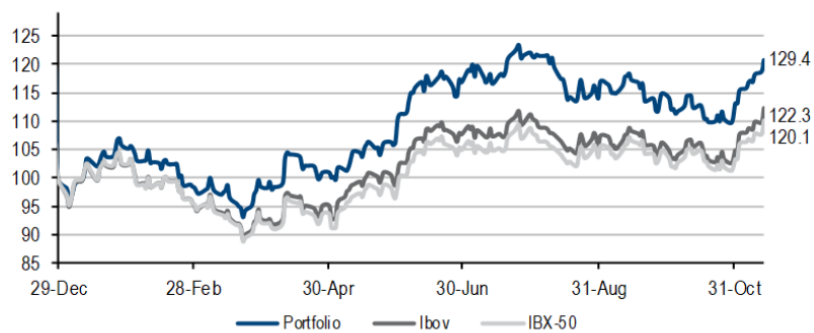
Fonte: BTG Pactual, Economática

Gráfico 5: Desempenho das ações em dezembro de 2023


Fonte: BTG Pactual, Economática

Desempenho em 2023

Desde 31 de dezembro de 2022, nosso portfólio 10SIM subiu 29,4%, vs. uma alta de 22,3% do Ibovespa e de 20,1% do IBX-50. A taxa de empréstimo interbancário (CDI) apresentou alta 13,0% no período.

Gráfico 6: Desempenho em 2023


Fonte: BTG Pactual, Economática

Desempenho histórico

Desde outubro de 2009, quando Carlos E. Sequeira assumiu a carteira 10SIM, o portfólio acumula alta de 436,1%, contra 118,1% do Ibovespa e 156,3% do IBX-50.

Gráfico 7: Desempenho desde Out/2009



Fonte: BTG Pactual, Economática

Tabela 6: 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%	4,5%	-6,6%	0,8%	-3,9%	13,1%	3,5%	29,4%	22,3%	436,1%	118,1%

Fonte: BTG Pactual, Economática

Informações Importantes

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

- (i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco 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 contidas aqui ou vinculadas ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes:

- (i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes;
- (ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão;
- (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis;
- (iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual.

Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.

Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.

Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.

A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou possa ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação.

O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

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