



# Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

## Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Outubro 2020

**Carlos Sequeira, CFA**

New York – BTG Pactual US Capital LLC

**Osni Carfi**

São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

**Ricardo Cavalieri**

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

[fundamentalista@btgpactual.com](mailto:fundamentalista@btgpactual.com)

## Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

### Objetivo da Carteira

---

A carteira tem como objetivo capturar as melhores oportunidades e performances do mercado de ações sugerindo cerca de 10 ações a cada mês. O processo de seleção dos ativos é realizado pelo time de estrategistas do Research do Banco BTG Pactual, com base em uma análise conjunta ao time de analistas, sem considerar necessariamente índices de referência ou liquidez.

### Pontos Principais

---

#### Ações brasileiras: risco/retorno parece muito melhor agora

Embora os riscos associados à delicada situação fiscal do país tenham aumentado nos últimos meses, os valuations se ajustaram significativamente, com o índice agora sendo negociado a menos de um desvio padrão acima de sua média histórica (13,7x vs. 12,7x 2021E P/L). O Earnings Yield (rendimento dos lucros, ou prêmio para manter ações) está agora um desvio-padrão acima de sua média histórica usando os lucros de 2021, mesmo após o pico nas taxas de juros reais de longo prazo. Neste ponto, vemos um risco/retorno mais atraente para as ações brasileiras.

#### Adicionando a Gerdau e aumentando nossa exposição à Construção e a Infraestrutura

Estamos aumentando a exposição à Construção e Infraestrutura com a adição da produtora de aços longos Gerdau. A demanda por obras de construção está crescendo no Brasil e um BRL mais fraco abriu caminho para aumentos de preços do setor. Junto com Cyrela, Duratex e CCR, a Gerdau aumenta nossa exposição nos dois setores. Embora barata e bem posicionada, decidimos retirar a JBS do portfólio.

#### Aumentando nossa exposição ao e-commerce substituindo LAME por MGLU

Estamos aumentando nossa exposição ao e-commerce com a substituição da Lojas Americanas pela Magazine Luiza. Embora o valuation da MGLU não seja uma pechincha, ela aproveitou a mudança no comportamento do consumidor causada pela pandemia e apresentou forte crescimento e resultados sólidos.

#### O setor de telecomunicações ainda está barato; Vale, B3 e Petrobras completam nosso portfólio

O setor de telecomunicações está extremamente barato, principalmente considerando as profundas mudanças ocorridas com a venda do Oi Mobile e a criação do Oi Infra. Nossa exposição ao setor se dá via Oi e TIM. Com o BRL a R\$ 5,62, continuamos expostos a um USD forte via Vale. A bolsa de valores do Brasil B3 (fortes entradas em ações e um boom nas atividades de Mercado de Capitais) e a gigante do petróleo Petrobras completam nosso portfólio.

**Tabela 1: Carteira Recomendada de Ações (10SIM) para outubro de 2020**

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	P/L 2021E
Vale	Metais Básicos	VALE3	15%	303.229	5,3x
Petrobras	Petróleo & Gás Natural	PETR4	10%	256.988	8,3x
Magazine Luiza	Varejo	MGLU3	10%	144.575	N/A
Gerdau	Metais Básicos	GGBR4	10%	33.216	11,4x
B3	Financeiras	B3SA3	10%	112.420	22,4x
TIM	Telecomunicações	TIMP3	10%	31.611	18,5x
CCR	Infraestrutura	CCRO3	10%	25.593	20,9x
Duratex	Revest. Cerâmico e Madeira	DTEX3	10%	12.374	37,9x
Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%	8.934	11,4x
Oi S.A.	Telecomunicações	OIBR3	5%	10.521	N/A

Fonte: BTG Pactual e Economática

## Ações brasileiras: risco/retorno parece melhor agora

O Ibovespa completou o segundo mês consecutivo no vermelho, após recuar 4,8% em setembro e 3,4% em agosto. Em dólares, a queda em setembro foi de 7,5% e nos últimos dois meses foi de 15%.

Após as vendas recentes, o Ibovespa, ex-Petrobras e Vale, passou a ser negociado a 13,7x P/L 2021E, menos de um desvio-padrão acima de sua média histórica de 12,7x.

O Earnings Yield (rendimento dos lucros, ou o prêmio para manter ações) está agora acima de sua média histórica pela primeira vez desde abril (gráfico 2), indicando que o aumento nos lucros/queda nos preços das ações foram mais do que suficientes para compensar o aumento nas taxas de juros reais de longo nos últimos dois meses.

Quando fazemos o cálculo usando os lucros de 2021 (em vez de 12 meses projetados), o earnings yield está agora em 3,2%, um desvio padrão acima de sua média histórica. Claramente, do ponto de vista de valuation, as ações brasileiras parecem mais atraentes após a recente liquidação, enquanto os riscos também são maiores.

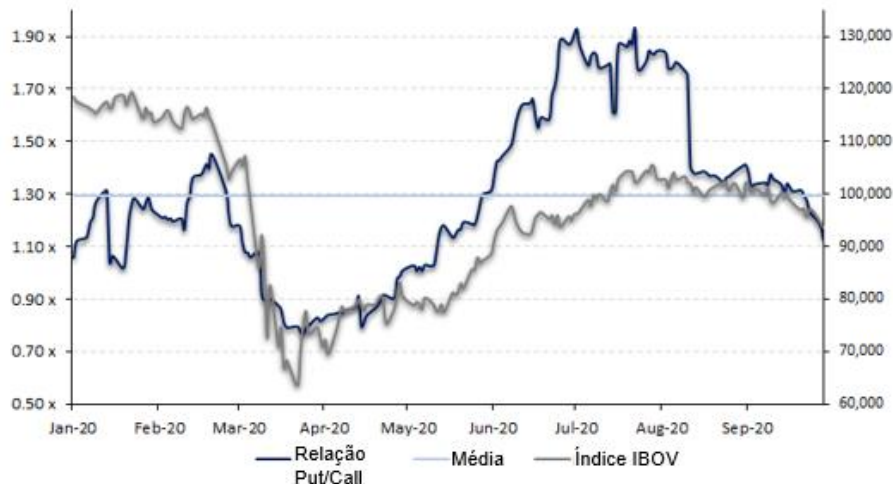
**Gráfico 1: Brasil P/L 12-meses projetados**


Fonte: Economática e Estimativas BTG Pactual

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


Fonte: Economática e Estimativas BTG Pactual

Os investidores têm comprado menos proteção nos últimos tempos, uma vez que a relação Put/Call do Ibovespa vem caindo e agora abaixo da média do ano (gráfico 3).

**Gráfico 3: Relação Put/Call do Ibovespa**


Fonte: Bloomberg e estimativas do BTG Pactual

### Com base nos fundamentos, o Ibovespa parece precificado adequadamente

Há algum tempo, contamos com um modelo simplificado para comparar o valuation atual do Ibovespa com um preço-alvo para o índice estimado a partir de uma série de premissas. Embora estejamos mantendo a maioria de nossas premissas inalteradas, ajustamos a taxa de juros real de longo prazo ao nível atual e a comparamos a um cenário de consolidação fiscal mais forte.

Nossa análise *top-down* assume taxas de juros reais de longo prazo de 4,1% (ou seja, nível atual), inflação de 2,5%, ROE de 15% e crescimento real do PIB de 2%. Com essas premissas, atingimos um P/L alvo de 13,7x, em linha com o múltiplo P/L 2021 do Ibovespa (tabela 1).

Em um cenário em que a consolidação fiscal é buscada de forma mais agressiva, as taxas de juros reais de longo prazo poderiam ser tão baixas quanto 3% (nível pré-crise). Nesse cenário, mantendo as outras variáveis inalteradas, chegamos a um P/L alvo de 17,6x e potencial de valorização de 29%.

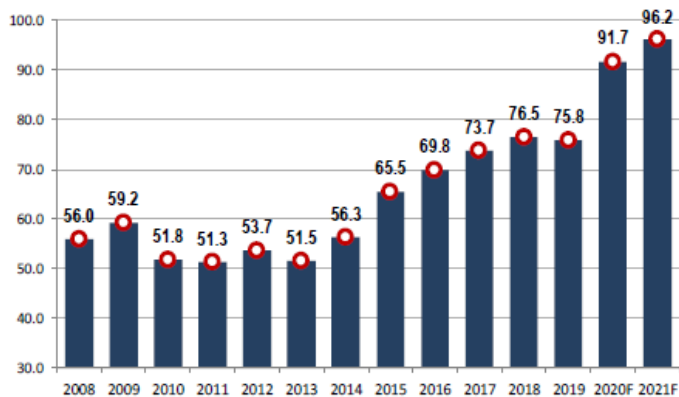
**Tabela 2: P/L alvo do Ibovespa sob diferentes premissas**

	Pós-crise	Pré-crise
<b>ROE</b>	<b>15,0%</b>	<b>15,0%</b>
<b>Ke</b>	<b>9,6%</b>	<b>8,5%</b>
Inflação	2,5%	2,5%
Juro real	4,1%	3,0%
Juros	6,6%	5,5%
Prêmio	3,0%	3,0%
<b>Crescimento</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,5%</b>
Inflação	2,5%	2,5%
Crescimento real	2,0%	2,0%
<b>P/L alvo</b>	<b>13,7x</b>	<b>17,6x</b>
Atual P/L para 2021	13,7x	13,7x
IBOV	94.680	94.680
<b>IBOV alvo</b>	<b>94.978</b>	<b>121.705</b>
<b>Upside</b>	<b>0,3%</b>	<b>28,5%</b>

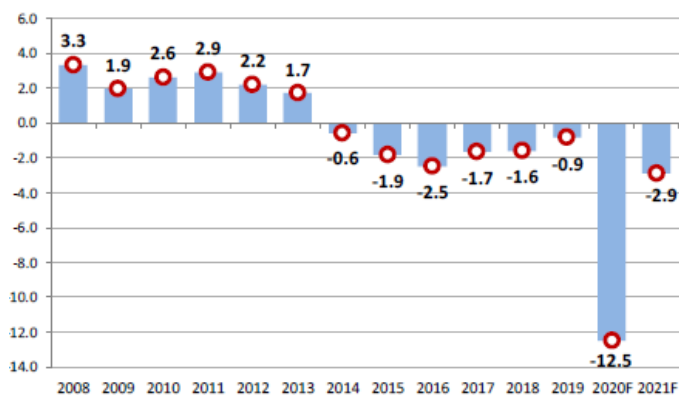
Fonte: Estimativas BTG Pactual

### Crescentes preocupações com a situação fiscal do Brasil

As preocupações com a situação das contas fiscais do Brasil continuam a crescer. De acordo com nossa equipe macroeconômica, o déficit primário do Brasil pode chegar a 12,5% do PIB em 2020 (déficit de R\$ 898 bilhões) e 2,9% em 2021, aumentando a dívida bruta total do país para 92% do PIB este ano e 96% em 2021.

**Gráfico 4: Dívida Bruta (% do PIB)**


Fonte: Tesouro Nacional e BTG Pactual

**Gráfico 5: Resultado Primário Consolidado (% do PIB)**


Fonte: Tesouro Nacional e BTG Pactual

Embora esses números sejam alarmantes por si só, a principal preocupação do mercado é a incapacidade e/ou falta de vontade do governo e do Congresso em cortar despesas e aprovar reformas estruturais para ajudar a consolidar as contas fiscais do país.

O anúncio nesta semana da criação de um novo programa social (Renda Cidadã), a ser financiado de formas não convencionais, assustou o mercado - que vê falta de vontade política para implementar cortes reais de gastos. Talvez mais importante, parece claro que as demandas por maiores gastos públicos não vão diminuir, especialmente porque o pacote de ajuda de emergência está definido para terminar em dezembro, enquanto a fonte de financiamento para essas novas despesas potenciais não é clara.

Além disso, acatar o que provavelmente é a única âncora fiscal do governo, a legislação de teto de gastos, já se mostra bastante desafiador em 2021. O descompasso entre o índice de inflação que reajusta o teto (IPCA) e o que reajusta diversas despesas obrigatórias, como benefícios previdenciários e de assistencialismo social (INPC), ajudarão a produzir um déficit de cerca de R\$ 18 bilhões já em 2021.

Como cortar despesas para criar espaço no orçamento para novos programas sociais parece politicamente desafiador, os mercados estão preocupados que os políticos possam alterar a legislação do teto de gastos e/ou criar novos impostos para financiar o novo programa de transferência de renda.

O aumento da incerteza sobre o estado das contas fiscais do país nos próximos anos está pressionando as taxas de juros reais de longo prazo. Após atingir 3,4% ao final de julho, a taxa de juros real de longo prazo encerrou setembro em 4,1% (gráfico 6).

Para que as taxas caiam mais, o governo precisa seguir em frente com a agenda de reformas. Reduzir a dívida em relação ao PIB (embora gradualmente) o mais rápido possível é vital para mostrar aos investidores que o processo de consolidação fiscal continua sendo um pilar fundamental deste governo. Mas, com as eleições municipais se aproximando, vemos pouco espaço para reformas importantes serem aprovadas nos próximos meses.

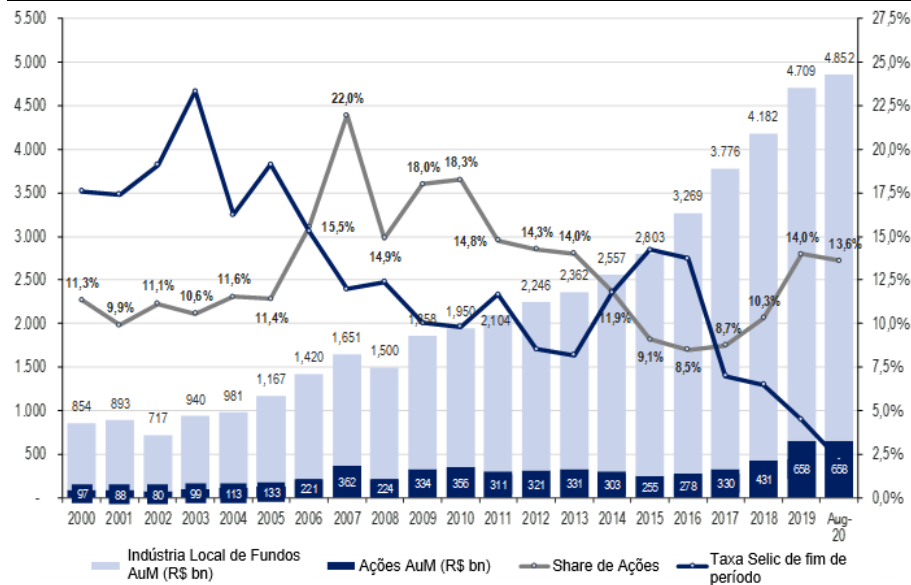
**Gráfico 6: Taxa de juros real de longo prazo (NTN-B 2035)**



Fonte: Banco Central do Brasil

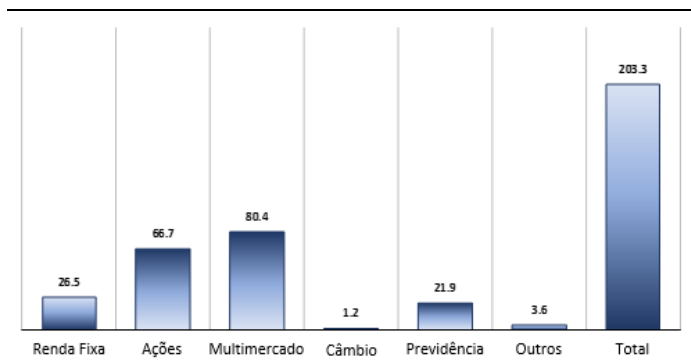
## Continuam fortes os fluxos de ações

De 2016 até a Covid-19, vimos um aumento contínuo e consistente nas alocações em ações brasileiras por investidores locais. No início da pandemia, as alocações em ações caíram devido a uma queda acentuada no mercado de ações. Mas nos últimos meses vimos os níveis de alocação subirem novamente, com agosto próximo aos números do ano de 2019, atingindo 13,6%. Se a alocação retornar aos níveis do ano de 2007 (22%), e com base no AuM (ativos sob gestão) atual da indústria de fundos, isso significaria um aumento de ~R\$ 407 bilhões no AuM dos fundos de ações.

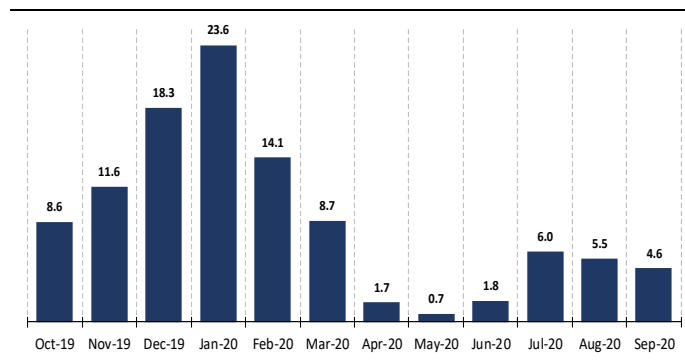
**Gráfico 7: Alocações de fundos locais**


Fonte: Anbima e estimativas do BTG Pactual

Após um 2T fraco para os fundos de ações em termos de captação líquida, os investidores começaram a reinvestir nesses fundos. No 3T, tivemos captações de aproximadamente R\$ 15 bilhões nesse tipo de fundo, totalizando R\$ 67 bilhões no acumulado do ano.

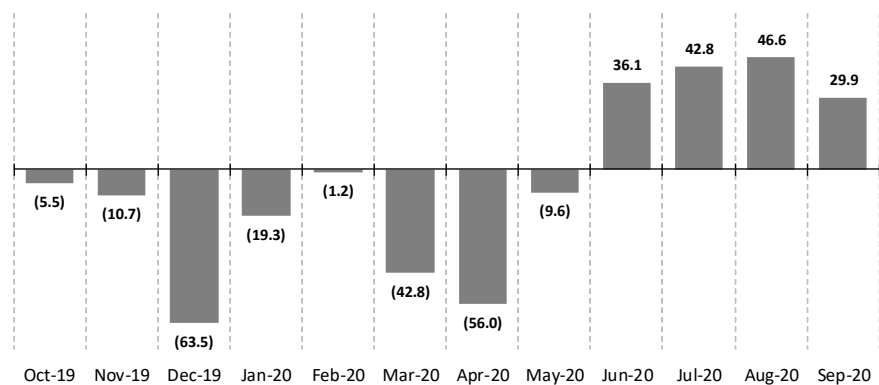
**Gráfico 8: Fluxos por tipo de fundo, acumulado no ano (R\$ bi)**


Fonte: Anbima e estimativas do BTG Pactual

**Gráfico 9: Captação líquida mensal dos fundos de ações (R\$ bi)**


Fonte: Anbima e estimativas do BTG Pactual

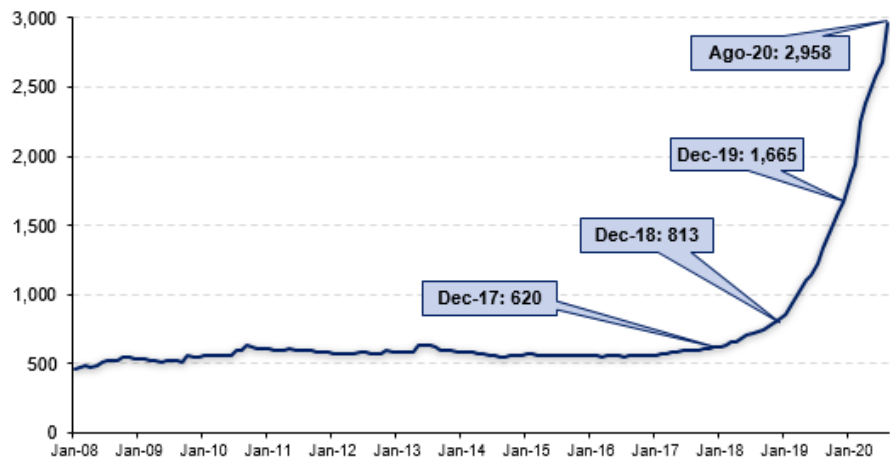
Embora os fundos multimercado estejam liderando as captações líquidas este ano, os fundos de renda fixa têm relatado resultados sólidos nos últimos meses. Após um resultado de agosto que foi um dos melhores da história (captação de R\$ 45 bilhões), esses fundos já registraram entradas de R\$ 30 bilhões até o momento em setembro. Nos últimos 4 meses, os fundos de renda fixa apresentaram captação de R\$ 154 bilhões, eliminando todas os resgates do início do ano e garantindo uma captação total de R\$ 26 bilhões no acumulado do ano. A grande maioria das captações no acumulado do ano foram em fundos de renda fixa de curto prazo. Em setembro, observamos a demanda por fundos de renda fixa indexados, responsáveis por R\$ 12,8 bilhões da arrecadação total, e por fundos de renda fixa de curto prazo (R\$ 15,4 bilhões).

**Gráfico 10: Captação líquida mensal dos fundos de renda fixa (R\$ bi)**


Fonte: Anbima e estimativas do BTG Pactual

### Investidores Pessoa Física estão aumentando sua participação no mercado

Sinalizamos o aumento da presença de investidores Pessoa Física (134 mil contas abertas em agosto; + 78% no acumulado do ano). Com as taxas de juros em níveis historicamente baixos, essa tendência pode persistir.

**Gráfico 11: Número de contas de PFs ('000)**


Fonte: B3

### O mercado de capitais está em alta

Após estagnar nos primeiros meses da pandemia, as empresas voltaram a buscar capital no mercado. No 3T, foram realizados 17 negócios (7 IPOs + 10 Follow-Ons) de acordo com os números da B3, tornando-o o segundo trimestre com maior número de ofertas desde 2007 (18 ofertas no 4T19). E o 3T20 deve assumir a liderança, já que os números de agosto e setembro divulgados pela B3 ainda estão incompletos.

Com a normalização do mercado após meses de quarentena, esperamos que essa tendência continue. Mas, ao contrário dos últimos anos, os estrangeiros não são mais os principais investidores, uma vez que os investidores institucionais e PFs estão constantemente aumentando sua participação.



**Tabela 3: IPOs e follow on - volume total e participação dos investidores**

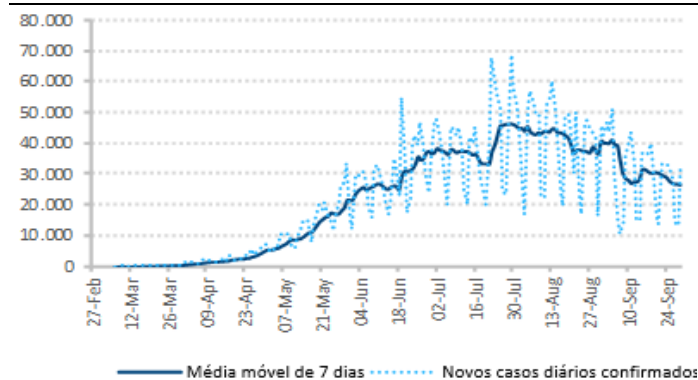
Ano	Volume Total (R\$mn)			Participação por Investidor (%)			
	IPO	Follow-On	Total	PFs	Institucional	Estrangeiros	Outros
2004	4.487	4.318	8.805	8,7%	19,0%	69,2%	3,1%
2005	5.447	8.489	13.936	6,0%	19,1%	69,1%	5,8%
2006	15.374	15.063	30.436	7,9%	18,7%	65,7%	7,7%
2007	55.648	14.465	70.113	9,1%	16,5%	70,7%	3,6%
2008	7.495	26.761	34.255	6,5%	13,3%	45,2%	34,9%
2009	23.831	22.152	45.983	7,7%	16,1%	65,4%	10,8%
2010	11.193	138.048	149.241	4,4%	14,0%	27,1%	54,5%
2011	7.175	10.815	17.990	8,0%	22,9%	54,8%	14,3%
2012	3.933	9.308	13.240	6,9%	25,8%	36,4%	30,9%
2013	17.293	6.066	23.359	11,4%	26,0%	42,5%	20,0%
2014	418	13.960	14.378	0,8%	11,8%	38,4%	49,0%
2015	603	17.461	18.064	0,8%	10,5%	66,3%	22,3%
2016	674	9.967	10.641	3,8%	29,7%	45,7%	20,8%
2017	20.761	21.020	41.781	4,3%	27,1%	57,9%	10,7%
2018	6.823	4.430	11.253	5,8%	34,8%	51,7%	7,6%
2019	9.836	79.763	89.599	7,0%	45,9%	44,4%	2,7%
2020	12.156	54.616	66.773	7,8%	43,1%	30,2%	18,9%
Jan-20	0	2.335	2.335	6,2%	52,2%	36,5%	5,1%
Feb-20	3.683	24.936	28.618	14,5%	43,0%	39,5%	3,0%
Mar-20	0	0	0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Apr-20	0	0	0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
May-20	300	0	300	10,0%	43,8%	6,1%	40,1%
Jun-20	0	5.355	5.355	0,0%	45,4%	28,4%	26,1%
Jul-20	3.767	12.784	16.551	2,1%	49,9%	18,7%	29,3%
Aug-20	2.632	7.144	9.776	2,3%	27,8%	22,0%	47,8%
Sep-20	1.774	2.063	3.837	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Fonte: B3

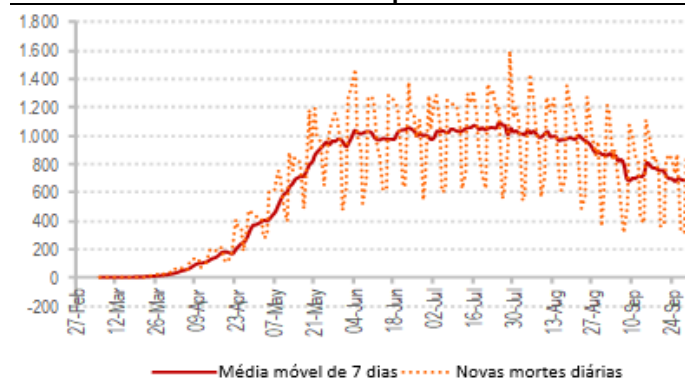
## COVID-19: a situação está melhorando no Brasil

No Brasil, a maioria dos dados indica que a pandemia desacelerou. Tanto a média móvel de 7 dias de infecções diárias (em ~26,6 mil vs. 40,8 mil no mês passado) e o número médio de mortes diárias diminuiu (para 688 contra 867 no mês passado).

Com a quarentena para trás e a maioria das pessoas começando a retomar suas vidas, não podemos descartar a possibilidade de uma segunda onda.

**Gráfico 12: Novos casos diários de COVID-19 no Brasil**


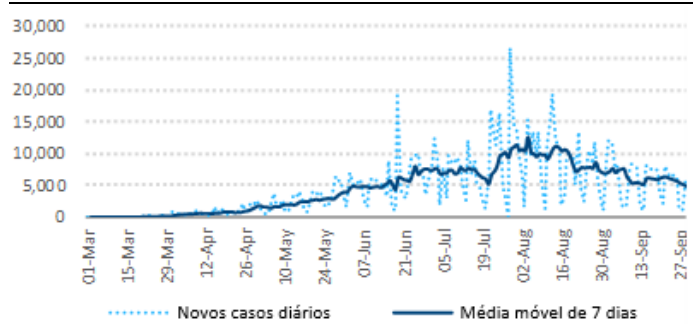
Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

**Gráfico 13: Novas mortes diárias por COVID-19 no Brasil**


Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

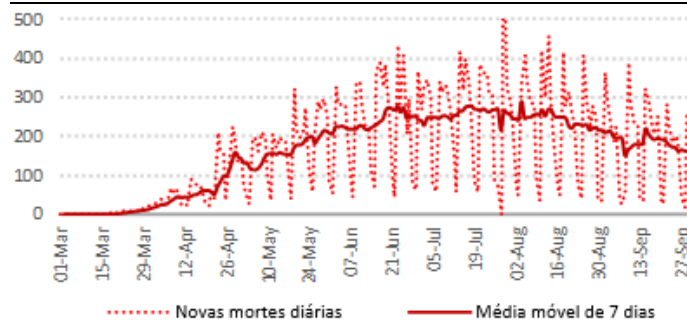
Os dados de São Paulo também mostraram uma boa melhora. Tanto a média móvel de 7 dias de infecções diárias (em ~26,6 mil vs. 40,8 mil no mês passado) e o número médio de mortes diárias diminuiu (para 688 contra 867 no mês passado).

**Gráfico 14: Novas casos diários de COVID-19 em São Paulo**



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

**Gráfico 15: Novas mortes diárias por COVID-19 em São Paulo**



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

## Carteira Recomendada de Ações (10SIM):

Tabela 4: Alterações na Carteira para o mês de outubro

Setembro				Outubro			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Petrobras	Petróleo & Gás Natural	PETR4	15%	Vale	Metais Básicos	VALE3	15%
Vale	Metais Básicos	VALE3	10%	Petrobras	Petróleo & Gás Natural	PETR4	10%
Lojas Americanas	Varejo	LAME4	10%	Magazine Luiza	Varejo	MGLU3	10%
JBS	Alimentos e Bebidas	JBSS3	10%	Gerdau	Metais Básicos	GGBR4	10%
B3	Financeiras	B3SA3	10%	B3	Financeiras	B3SA3	10%
TIM	Telecomunicações	TIMP3	10%	TIM	Telecomunicações	TIMP3	10%
CCR	Infraestrutura	CCRO3	10%	CCR	Infraestrutura	CCRO3	10%
Duratex	Revest. Cerâmico e Madeira	DTEX3	10%	Duratex	Revest. Cerâmico e Madeira	DTEX3	10%
Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%	Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%
Oi S.A.	Telecomunicações	OIBR3	5%	Oi S.A.	Telecomunicações	OIBR3	5%

Fonte: BTG Pactual

### 10SIM de outubro: Mais exposição à Construção e a Infraestrutura

Embora os riscos relacionados à delicada situação fiscal do Brasil tenham aumentado nos últimos meses, o valuation do Ibovespa se ajustou significativamente, com o índice agora sendo negociado a menos de um desvio-padrão acima de sua média histórica (13,7x vs. 12,7x 2021E P/L). Talvez mais interessante, o earnings yield (rendimento dos lucros, o prêmio para manter ações) está agora um desvio-padrão acima de sua média histórica usando os lucros de 2021, mesmo após o pico nas taxas de juros de longo prazo. No momento, vemos um risco/retorno mais atraente para as ações locais.

Estamos fazendo algumas alterações em nosso portfólio este mês. Decidimos aumentar nossa exposição à construção e infraestrutura com a adição da produtora de aços longos Gerdau. A demanda por obras de construção está aquecendo no Brasil e o BRL mais fraco está criando espaço para movimentos de alta de preços no setor. Junto com Cyrela, Duratex e CCR, a Gerdau aumenta nossa exposição em materiais de construção e obras de infraestrutura.

Embora barata e bem posicionada, decidimos retirar a processadora de alimentos JBS do portfólio neste mês.

Decidimos também substituir a varejista Lojas Americanas pelo player de e-commerce Magazine Luiza. Embora o último seja mais caro (2,5x EV/GMV vs. 1,7x), decidimos aumentar nossa exposição direta ao e-commerce. E embora o valuation da MGLU não seja uma pechincha, ela tem aproveitado a mudança no comportamento do consumidor devido à pandemia e apresentando forte crescimento e resultados sólidos.

Estamos mantendo a exposição ao setor de telecomunicações, que consideramos extremamente barato nos níveis atuais. Principalmente considerando as profundas mudanças ocorridas com a venda da divisão móvel da Oi (muito provavelmente para o consórcio formado por TIM, Vivo e Claro) e a criação da Oi Infra. Nossa exposição ao setor se dá via Oi e TIM.

Com o BRL em R\$ 5,62, continuamos expostos a um dólar forte por meio da produtora de minério de ferro Vale. A bolsa de valores do Brasil B3 (fortes entradas em ações e um boom nas atividades de Mercado de Capitais) e a gigante do petróleo Petrobras completam nosso portfólio.

## Ações do Portfólio:

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
Vale	Metais Básicos	VALE3	15%	303.229	3,7x	3,5x	5,7x	5,3x	1,4x	1,2x
Petrobras	Petróleo & Gás Natural	PETR4	10%	256.988	4,5x	3,7x	N/A	8,3x	0,9x	0,8x
Magazine Luiza	Varejo	MGLU3	10%	144.575	N/A	82,1x	N/A	N/A	19,3x	18,0x
Gerdau	Metais Básicos	GGBR4	10%	33.216	7,4x	6,1x	14,2x	11,4x	1,1x	1,0x
B3	Financeiras	B3SA3	10%	112.420	17,3x	16,7x	22,6x	22,4x	4,6x	4,5x
TIM	Telecomunicações	TIMP3	10%	31.611	4,7x	4,2x	23,1x	18,5x	1,4x	1,4x
CCR	Infraestrutura	CCRO3	10%	25.593	7,1x	7,0x	31,6x	20,9x	3,0x	3,0x
Duratex	Revest. Cerâmico e Madeira	DTEX3	10%	12.374	15,0x	10,0x	40,0x	37,9x	2,5x	2,4x
Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%	8.934	15,3x	12,1x	16,2x	11,4x	2,0x	1,9x
Oi S.A.	Telecomunicações	OIBR3	5%	10.521	5,2x	5,2x	N/A	N/A	0,7x	0,8x

Fonte: BTG Pactual e Economática

### Vale (VALE3):

Normalmente, é uma má ideia comprar ações de commodities durante uma recessão, mas vemos o minério de ferro como uma das poucas histórias específicas isoladas da crise, explicando a estabilidade relativa dos resultados da Vale em 2020. A demanda de minério de ferro da China (~70% do mercado transoceânico) permanece forte como sempre, enquanto as agudas interrupções no lado da oferta colocaram os mercados em um déficit até o momento no ano - os preços spot permanecem próximos de ~US\$ 120/t (mesmo que esperemos que eles caiam à frente). Nesses níveis, tudo indica que a Vale poderia entregar perto de US\$ 19 bilhões de EBITDA em 2020, resultando em um FCF yield acima de 20% (ex- saídas de Brumadinho) de fluxo de caixa. Embora as ações estejam inegavelmente baratas em qualquer métrica, ainda acreditamos que a redução na percepção de risco da tese da ação será um processo gradual, com base em três pilares: (i) o retorno de caixa (recentemente restabelecida a política de dividendos) deve gerar entradas adicionais; (ii) forte recuperação nos volumes e custos decrescentes; e (iii) melhorar marginalmente a percepção ESG, dado o foco maior da administração no tema desde Brumadinho (longo prazo). Vemos as ações negociando a ~3,5x EBITDA 2020 (grande diferença em relação aos pares) e optamos por mantê-la em nosso 10SIM, pois ainda vemos um potencial de valorização, mesmo que punindo a ação por vários ângulos.

### Magazine Luiza (MGLU3):

Embora as operações de varejo físico (B&M) da MGLU devam se recuperar apenas gradualmente nos próximos trimestres, graças a uma jornada impressionante nos últimos anos e seus esforços no desenvolvimento de uma plataforma de e-commerce com uma ampla variedade, alto tráfego e foco em níveis de serviço, vemos a MGLU bem posicionada para continuar crescendo acima do mercado (incluindo um forte desempenho no 3T), e deve ser um dos vencedores em potencial no setor de e-commerce brasileiro. Apesar de um caro valuation, com a Magazine Luiza sendo negociado a 2,3x EV/GMV 2021, ainda vemos fortes perspectivas de crescimento no curto prazo e sólidos pilares estruturais no longo prazo, sustentando um sólido momentum.

### Petrobras (PETR4):

Desde o início da pandemia, reiteramos nossa classificação de Compra, refletindo sua resiliência de longo prazo, mesmo sob um 'novo normal' para os preços do petróleo, sustentado por ativos de Exploração & Produção de primeira linha. Embora permaneçamos conservadores quanto ao ritmo de recuperação do preço do petróleo bruto, o foco da PETR em projetos de alto retorno na área do pré-sal significa que deve ser capaz de reduzir o ponto de equilíbrio do petróleo abaixo de \$30/bbl, abrindo caminho para lucros sustentáveis a longo prazo. Além disso, esperamos que os fundamentos comecem a pesar sobre as ações no curto prazo, já que o pior momento para os mercados de petróleo agora parece ter ficado no passado. Reconhecemos que uma decisão negativa do Supremo Tribunal Federal sobre se a PETR será capaz de

prosseguir com o desinvestimento de suas refinarias sem a aprovação do Congresso pode dificultar um re-rating mais rápido. Dito isso, acreditamos que os preços atuais das ações incorporam quase nenhuma das vantagens decorrentes de uma decisão positiva. Com as ações negociando a um FCF yield de 2021 de +25%, acreditamos que o caso de investimento ainda oferece um risco/retorno atraente.

## Gerdau (GGBR4):

---

Estamos adicionando a Gerdau ao nosso portfólio porque a empresa combina uma série de qualidades que valorizamos: forte crescimento da receita, baixa alavancagem, geração de FCF, pouca exposição cambial e uma recomendação temática (imobiliário). Acreditamos na força estrutural dos mercados imobiliários no Brasil e esperamos que a demanda por aços longos continue tendo desempenho superior ao dos planos. Pela primeira vez em anos, acreditamos que a empresa está bem posicionada para repassar aumentos de preços e superar as expectativas. Vemos o mercado brasileiro de aços longos expandindo a/a em 2020, enquanto esperamos que a Gerdau ganhe participação de mercado, devido ao seu forte posicionamento no (em expansão) segmento de varejo de construção. Também acreditamos que há um potencial positivo de expandir a lucratividade nos EUA, mas as expectativas continuam baixas (pacote de infraestrutura em algum momento?). Embora a ação não esteja barata com base em 2021, vemos um crescimento de vários anos à frente e a melhor história *bottom-up* do setor. A Gerdau é negociada a 6,1x o EBITDA 21, um pouco abaixo de seu múltiplo normalizado.

## CCR (CCRO3):

---

A CCRO3 é hoje a nossa principal opção de transporte, com base em: (i) modelo de negócios defensivo, que se mostrou resiliente durante a crise, com dados de tráfego de setembro confirmando uma recuperação gradual; (ii) o sólido cenário de longo prazo do setor, já que o Brasil ainda enfrenta uma lacuna de infraestrutura e o pipeline de concessão deve retomar no período pós-crise, quando também esperamos que a CCR se beneficie de um ambiente menos competitivo, devido à pressão financeira enfrentada pela maioria dos pares diretos e (iii) níveis de valuation atraentes, negociando a uma TIR real de 7,0%. Além disso, sinalizamos que o potencial anúncio do reequilíbrio de contrato deve se tornar um evento positivo no setor, removendo ameaças antigas sobre as ações da CCR (em nossa análise preliminar, os desequilíbrios podem adicionar R\$ 6,0/ação ao nosso preço-alvo). Após um longo período de discussão, vemos esse reequilíbrio contratual atingindo seus estágios finais dentro do governo do estado de SP, com a criação de um comitê especial com o governo do estado para discutir todos os seus reequilíbrios pendentes de uma só vez - o que, por sua vez, cria uma perspectiva positiva sobre o assunto para todo o setor.

## TIM (TIMP3):

---

As operadoras de telecomunicações em geral devem superar outros setores em tempos com menos visibilidade, dado seu modelo de negócios resiliente e forte geração de fluxo de caixa. No caso da TIM, acreditamos que há uma vantagem adicional de uma possível transação de M&A envolvendo a Oi Mobile. As sinergias podem ser consideráveis. No caso da TIM, se a venda da divisão móvel da Oi por R\$ 16,5 bilhões for confirmada, estimamos que as sinergias poderiam chegar a R\$ 3,5 por ação, que somadas ao nosso preço-alvo de R\$ 16,5, resultariam em um preço-alvo de R\$ 20/ação.

## B3 (B3SA3):

---

Tivemos a oportunidade de realizar uma videoconferência com o Chefe de Produtos da B3 há algumas semanas para repassar todas as diferentes iniciativas da B3 para garantir sua posição de destaque, aprimorar seu relacionamento com os clientes e contribuir para o aprofundamento financeiro (financial deepening) do mercado de capitais brasileiro. Além

disso, o 3T provavelmente será forte novamente, o que, juntamente com a recente liquidação, cria-se um ponto de entrada atraente.

Em nossos relatórios, sinalizamos que taxas de juros anormalmente baixas e fluxos de informação substancialmente mais altos por meio de canais digitais contribuíram para um rápido aumento no número de Pessoas Físicas na B3. Embora parte desta nova atividade comercial possa ser indiscutivelmente cíclica (de curto prazo por natureza), o COVID-19 pode ter apenas acelerado as tendências estruturais em vários anos, o que pode se provar muito poderoso para o B3 e a indústria de mercado de capitais do Brasil. Como resultado, B3 tem sido uma de nossas Top Picks e, portanto, merecidamente mantém seu lugar em nosso portfólio por mais um mês.

### Cyrela (CYRE3):

---

Apesar do surto do Covid-19, estamos vendo uma recuperação rápida de vendas de imóveis residenciais no segmento de renda média/alta (as vendas de junho foram mais fortes que maio, e julho/agosto tem se mostrado sólidas também). Em nossa opinião, isso é impulsionado, principalmente, pelas taxas de hipoteca mais baixas de todos os tempos (os bancos continuam anunciando novos cortes nas taxas de hipoteca, como foi o caso do Santander e Itaú). O cenário é muito incerto (ainda é cedo para prever todos os impactos do Covid-19 na economia e, mais importante, se veremos uma recuperação acentuada nos próximos meses), mas reconhecemos que a Cyrela está muito bem posicionada para surfar a recuperação do setor habitacional, pois possui marcas diferentes que atendem a todos os segmentos de renda, enquanto o valuation parece atraente em um cenário em que as vendas de imóveis começam a se recuperar e a empresa retoma os lançamentos (vemos a ação negociando a 1,9x P/TBV). Com uma perspectiva mais positiva nos próximos meses, estamos mantendo a Cyrela ao nosso portfólio 10SIM.

### Oi S.A. (OIBR3):

---

Depois que o plano de reestruturação revisado da Oi foi aprovado em uma assembleia geral de credores em 8 de setembro, decidimos reavaliar nossa tese de investimento e revisar nosso preço-alvo de soma das partes para a empresa. Nosso novo preço-alvo é de R\$ 2,80 por ação, ante R\$ 2,0 anteriormente, indicando um potencial de valorização de 63%. A consequência imediata da revisão do plano aprovado é que o caso de investimento da Oi está muito menos arriscado, pois agora está autorizada a vender ativos que podem levantar R\$ 24 bilhões em caixa novo, que seria usado para pagar algumas dívidas e fornecer o capital necessário para investir em sua estratégia focada em fibra (vários desses ativos já receberam propostas firmes). O plano revisado também esclarece o verdadeiro valor da dívida reestruturada da empresa.

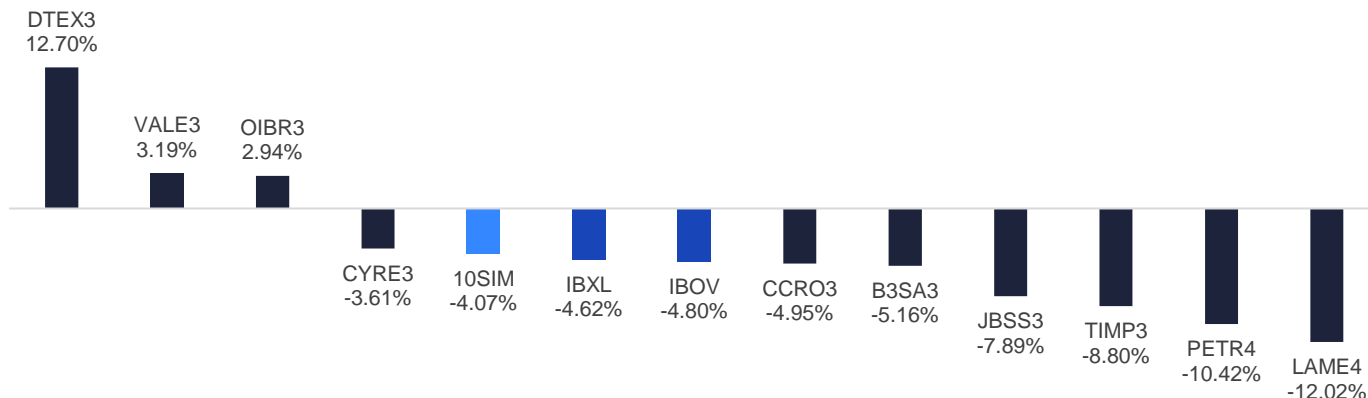
### Duratex (DTEX3):

---

Estamos mantendo a Duratex em nosso portfólio por acreditarmos que a empresa deve se beneficiar dos fortes mercados de construção (pequenas obras + reformas + novos lançamentos) tanto nos próximos trimestres quanto no longo prazo. Depois de ser severamente impactada pela crise no 2T20, a DTEX está operando perto da capacidade total na maioria de suas linhas de produção (recuperação em forma de V) e agora esperamos uma expansão do EBITDA (a/a) para 2020 (maiores volumes e margens no 2S20). Ainda assim, esta não é uma história barata com base em múltiplos de curto prazo (~10x EBITDA 21), mas acreditamos que a recuperação em curso na empresa justifica nosso otimismo para as ações - caminhando para uma história menos comoditizada e mais centrada no consumidor. À medida que a empresa aumenta a exposição a negócios de maior margem/menor capital investido (diluição da exposição em painel de madeira), acreditamos que o potencial de ROE de longo prazo foi substancialmente refeito e vemos que este é um aspecto crítico do caso de investimento.

## Rentabilidade Histórica:

Gráfico 16: Performance por ação em setembro de 2020:

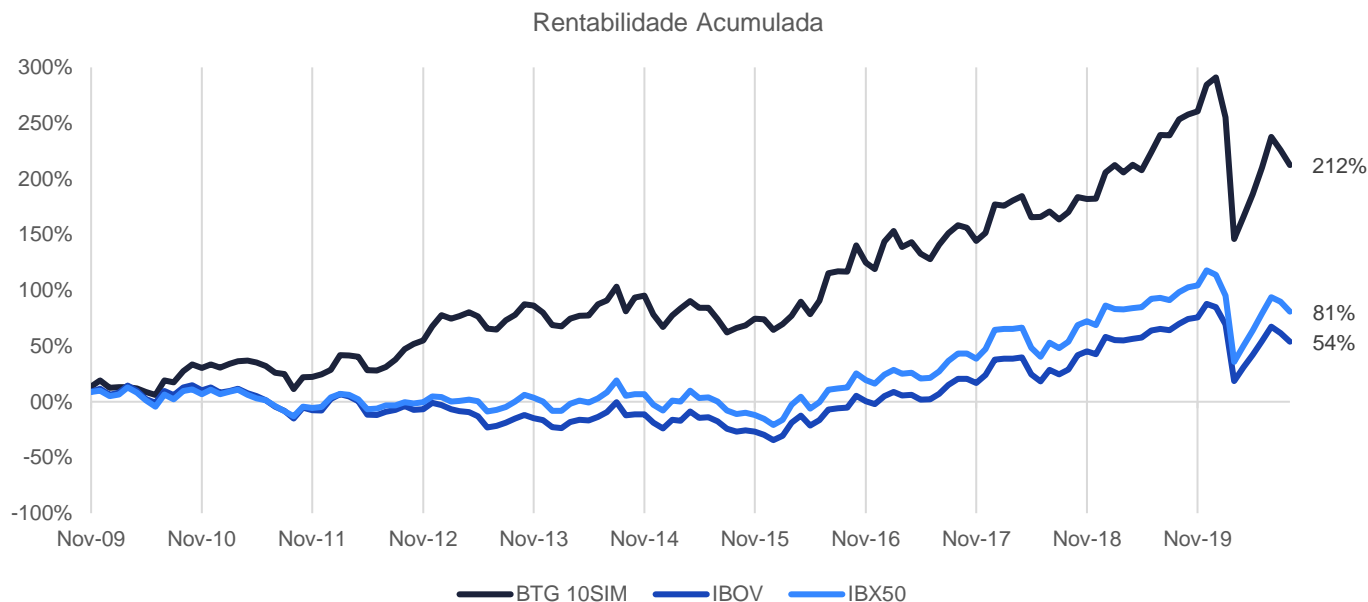


Fonte: BTG Pactual e Economática

## Performance Histórica:

Em setembro, nossa Carteira Recomendada de Ações teve uma queda de -4,1%, acima do Ibovespa (-4,8%) e acima do IBRX-50 (-4,6%). 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 212,5%, ante 53,8% do Ibovespa e 80,9% do IBX-50.

Gráfico 17: Performance Histórica (desde outubro de 2009)



Fonte: BTG Pactual e Economática

**Tabela 5: 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%	36,2%	31,6%	284,6%	88,0%
<b>2020</b>	1,7%	-9,2%	-30,7%	8,0%	7,7%	8,3%	9,0%	-3,6%	-4,1%				-18,7%	-18,2%	212,6%	53,8%

Fonte: BTG Pactual e Economática



## Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

## Disclaimer Global

*O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.*

*Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.*

*As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.*

*Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.*

*O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.*

*O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.*

*O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.*

*O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.*

*O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.*

**Certificação dos analistas:** *Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.*

*Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.*

*Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.*

*O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.*

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