



Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Novembro 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

Analise.acoes@btgpactual.com

Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Objetivo da Carteira

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

Pontos Principais

A volatilidade deve ser especialmente elevada em novembro

Uma série de eventos deve tornar novembro um mês muito volátil para as ações no Brasil e no exterior. As eleições nos Estados Unidos, uma segunda onda de COVID-19 já atingindo fortemente os países europeus e as eleições municipais no Brasil (1º turno em 15 de novembro e 2º turno em 29 de novembro) são uma combinação única que pode abalar os mercados no mês. Dito isso, após a recente liquidação, o earnings yield está em 3,2%, um desvio padrão acima da média. Embora os valuations estejam claramente mais atraentes, a incerteza também é grande.

Energisa se junta a carteira

Estamos adicionando, neste mês, a distribuidora de energia elétrica Energisa, em substituição à Duratex, fabricante de materiais de construção - esta última teve um desempenho excelente nos últimos dois meses (alta de +20,5% ante -5,5% do Ibovespa). Como distribuidora pura, as operações (e suas ações) da Energisa foram impactadas pela COVID-19. No entanto, os volumes estão se recuperando mais rápido do que o esperado e sua prévia operacional do 3T mostrou que os volumes estão crescendo na comparação anual. Com as ações negociando a uma TIR real de 10%, consideramos que é um desconto excessivo em relação aos seus pares.

Grande exposição a infraestrutura / construção e telecomunicações

Continuamos com grande exposição a construção e infraestrutura, por meio da produtora de aços longos Gerdau, da construtora Cyrela e da operadora de rodovias CCR. Estamos mantendo uma exposição relativamente grande ao setor de telecomunicações, que consideramos extremamente barato, via TIM e Oi. Em consumo / varejo, nossa única exposição é através do Magazine Luiza, player líder em e-commerce.

Vale, B3 e Petrobras completam nosso portfólio

Com o BRL a R\$ 5,74, continuamos expostos a um dólar forte via Vale (e, em menor grau, via Gerdau). A bolsa de valores brasileira B3 e a gigante de petróleo Petrobras completam nosso portfólio.

Tabela 1: Carteira Recomendada de Ações (10SIM) para novembro 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	7,8x
Magazine Luiza	Varejo	MGLU3	10%	144.575	58,5x
Gerdau	Metais Básicos	GGBR4	10%	33.217	12,0x
B3	Financeiras	B3SA3	10%	112.420	20,7x
TIM	Telecomunicações	TIMS3	10%	28.682	16,8x
CCR	Infraestrutura	CCRO3	10%	25.593	18,4x
Energisa	Serviços Básicos	ENGI11	10%	17.366	11,0x
Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%	8.934	11,2x
Oi S.A.	Telecomunicações	OIBR3	5%	10.521	N/A

Fonte: BTG Pactual e Economatica

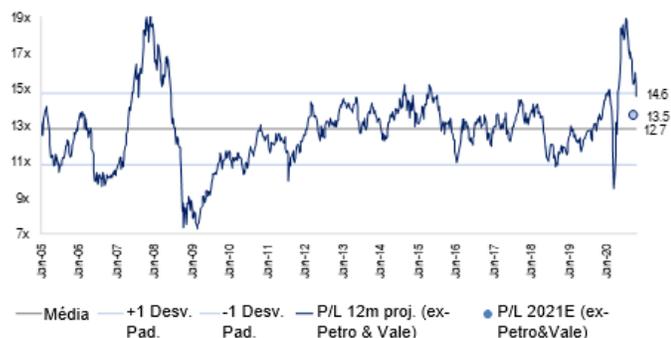
Volatilidade aguda deve persistir nos últimos dois meses de 2020

Pelo terceiro mês consecutivo, o Ibovespa encerrou o mês no vermelho, após recuar 0,7% em outubro - nos últimos 3 meses, o mercado em geral do Brasil caiu 8,7% em Reais. Em dólares, a queda foi bem mais acentuada: 2,7% em outubro e 17,4% nos últimos 3 meses.

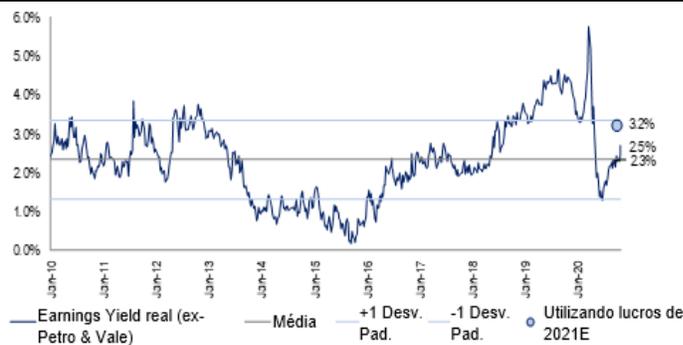
Após a recente liquidação, o Ibovespa ex-Petrobras e Vale agora é negociado a 13,5x P/L para 2021E, menos de um desvio-padrão acima de sua média histórica de 12,7x. O Ibovespa tem se movimentado em sintonia com as taxas de juros reais de longo prazo, e a queda recente do índice é, em grande parte, explicada pela alta das taxas reais de longo prazo - que encerrou outubro em 4,18%, ante 3,40% no final de julho. As taxas reais de longo prazo estão subindo como consequência das maiores preocupações do mercado de que não está sendo feito o suficiente para lidar com a terrível situação das contas fiscais do Brasil.

Por outro lado, o earnings yield (ou o prêmio para manter ações) está subindo, apesar das taxas de juros mais altas, e agora está acima de sua média histórica (2,5% vs. 2,3%), devido às expectativas de ganhos mais elevados (atividade econômica está performando melhor do que o esperado e os resultados das empresas surpreendem positivamente) enquanto a queda nos preços das ações foi mais do que suficiente para compensar a alta das taxas de longo prazo nos últimos meses.

Quando fazemos o cálculo usando os lucros de 2021 (em vez de 12 meses projetados), o earnings yield é de 3,2%, um desvio padrão acima de sua média histórica. Embora os valuations, no geral, pareçam mais atraentes, a incerteza sobre a situação fiscal do país e as preocupações sobre se a recuperação econômica é sustentável estão travando o Ibovespa.

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

A volatilidade deve ser especialmente elevada em novembro

Uma combinação de eventos deve tornar novembro um mês muito volátil para as ações no Brasil e no exterior. Eleições nos Estados Unidos, uma segunda onda de COVID-19 que já atinge fortemente os países europeus e as eleições municipais no Brasil (primeiro turno em 15 de novembro e segundo turno em 29 de novembro) são uma combinação única que pode abalar os mercados no mês.

A esta altura, menos do que quem vencerá as eleições nos EUA (as pesquisas apontam uma vitória de Joe Biden como o cenário mais provável, combinado com um Senado democrata), os mercados esperam uma vitória clara e incontestável. A principal preocupação neste momento parece ser que o resultado demorará muito para ser anunciado (devido ao número recorde de votos enviados nesta eleição) e poderá ser contestado na corte, arrastando a confirmação do vencedor por meses. A incerteza é algo que os mercados odeiam.

No Brasil, embora as eleições municipais possam não ser decisivas para as eleições principais de 2022, o processo por si só continuará a impedir o Congresso de avançar com uma agenda de reformas extremamente necessária, incluindo a decisão sobre como financiar um novo programa social.

Uma segunda onda de casos COVID-19, que vem abalando a Europa, teria um impacto ainda mais calamitoso em países com espaço fiscal apertado, como o Brasil. Neste ponto, a situação da pandemia no Brasil está melhorando (discutiremos a evolução da pandemia no Brasil em outra parte deste relatório). Mas com o vírus correndo solto em outras partes do globo, uma segunda onda no Brasil deve ser motivo de preocupação.

Inflação, taxas de curto prazo e câmbio, todos esperando por uma agenda fiscal positiva

A deterioração da situação das contas fiscais do Brasil, se não for tratada adequadamente em breve, pode manter o Real sob pressão e adicionar combustível aos primeiros sinais de aumento da inflação, o que poderia levar a uma taxa Selic mais alta mais cedo ou mais tarde. Embora possível, este não é o cenário-base de nossa equipe macroeconômica.

Nossa equipe está modelando para que o Real se valorize para R\$ 5,50 no final de 2020 (contra R\$ 5,35 antes) e termine 2021 em R\$ 5,10 (o Real está em R\$ 5,74 por USD). Embora esse cenário esteja em linha com a melhora da situação das contas externas do país, a incerteza fiscal elevada e persistente pode manter o Real pressionado e impedir uma apreciação mais forte da moeda brasileira.

Ao mesmo tempo, nossa equipe aumentou sua projeção de inflação de preços ao consumidor para 2021, mas apenas ligeiramente (de 3,0% para 3,2%). A expectativa é que os preços de alimentos para domicílio, que têm sido o principal vilão da inflação no curto prazo, voltem a níveis mais normalizados em meados de 2021. Os preços dos segmentos de bens e serviços industriais também estão subindo, alguns deles pressionados pela desvalorização do Real. A valorização do Real

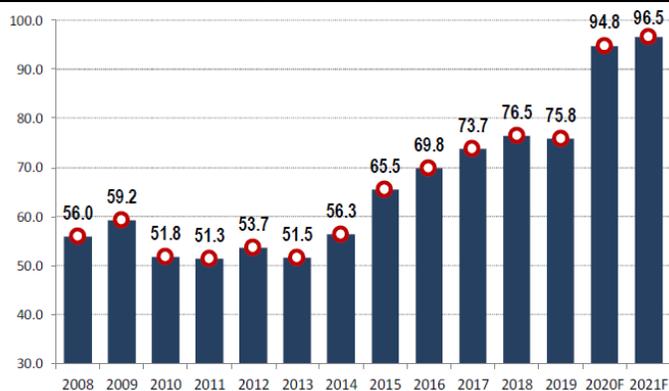
em 2021, projetada por nossa equipe, pode ajudar a reduzir a pressão de preços de alguns bens e serviços. Conforme mencionado acima, nossa projeção de um Real mais forte em 2021 é parcialmente dependente de menos incertezas fiscais.

Nossas projeções de Real mais forte em 2021 e inflação sob controle estão por trás de nossa premissa de uma taxa Selic inalterada em 2% este ano e de 3,0% em 2021. Conforme destacado anteriormente, o risco de uma normalização mais rápida e intensa das taxas é ainda associado, principalmente, ao fluxo de notícias na frente fiscal.

A situação fiscal é preocupante

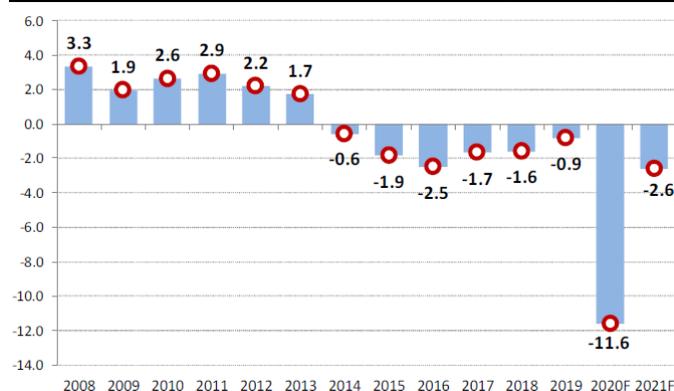
As preocupações com a situação das contas fiscais do Brasil permanecem consideráveis. De acordo com as estimativas revisadas de nossa equipe macroeconômica, o déficit primário do Brasil pode atingir 11,6% do PIB em 2020 (déficit de R\$ 898 bilhões) e 2,6% em 2021, aumentando a dívida bruta total do país para 95% do PIB este ano e 96,5% em 2021.

Gráfico 3: Dívida Bruta (% do PIB)



Fonte: Tesouro Nacional e BTG Pactual

Gráfico 4: 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.

A extensão potencial das isenções de impostos sobre a folha de pagamento até 2021 (a um custo adicional estimado de R\$ 7 bilhões) e a intenção do governo de criar um novo programa social (Renda Cidadã) que poderia custar mais de R\$ 20 bilhões/ano seria apenas adicionar a um já cenário fiscal desafiador.

Essas novas despesas potenciais podem tornar impossível para o governo cumprir a legislação de limite de gastos já em 2021, que é provavelmente a única âncora fiscal do governo; a menos que haja redução de outras despesas sociais (uma ampla fusão dos diferentes programas sociais poderia ser uma forma de reduzir custos).

Além disso, 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), deve tornar o cumprimento do teto de gastos um grande desafio em 2021 (o descasamento de índices por si só pode produzir um gap de cerca de R\$ 20 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 novos programas de transferência de renda.

Nas atuais taxas de juros reais de longo prazo, o Ibovespa parece com preço justo

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, as taxas de juros reais de longo prazo encerraram outubro em 4,18% (gráfico 5).

Para que as taxas de longo prazo caiam, o governo deve avançar com a agenda de reformas. A redução da 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 (primeiro turno em 15 de novembro e segundo turno em 29 de novembro) e um receso no Congresso em dezembro (23 de dezembro), vemos pouco espaço para reformas importantes serem aprovadas este ano.

Gráfico 5: Taxa de juros real de longo prazo (NTN-B 2035)



Fonte: Banco Central do Brasil

Baixo potencial de valorização se as taxas de juros reais de longo prazo não caírem

Usando as premissas atuais, nosso modelo simplificado para estimar o P/L alvo justo do Ibovespa está mostrando pouco potencial de valorização. Nossa análise *top-down* assume taxas de juros reais de longo prazo de 4,18% (ou seja, nível atual), inflação de 2,5%, ROE de 15% e crescimento real do PIB de 2%. Com essas premissas, alcançamos um P/L alvo de 13,6x, em linha com o múltiplo P/L de 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 um potencial de valorização de 30%.

Tabela 2: P/L alvo do Ibovespa usando diferentes premissas

	Pós-crise	Pré-crise
ROE	15,0%	15,0%
Ke	9,7%	8,5%
Inflação	2,5%	2,5%
Juro real	4,2%	3,0%
Juros	6,7%	5,5%
Prêmio	3,0%	3,0%
Crescimento	4,5%	4,5%
Inflação	2,5%	2,5%
Crescimento real	2,0%	2,0%
P/L alvo	13,6x	17,6x
Atual P/L para 2021	13,5x	13,5x
IBOV	93.952	93.952
IBOV alvo	94.532	122.559
Upside	0,6%	30,4%

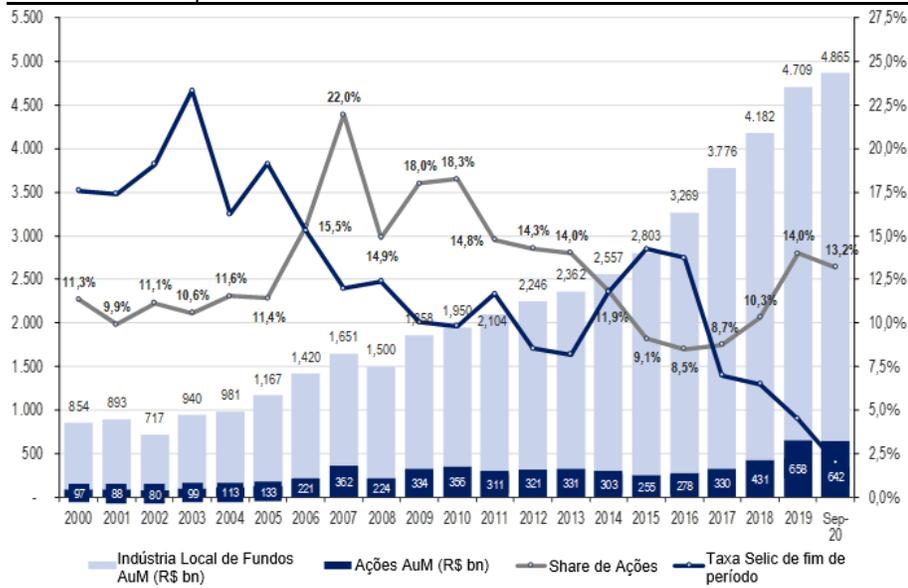
Fonte: Estimativas do BTG Pactual

Após um 3T forte, as captações em fundos de ações desaceleraram em outubro

De 2016 até a Covid-19, vimos um aumento contínuo e consistente nas alocações em ações brasileiras por investidores locais. No início da pandemia, a alocação de ações caiu devido a uma queda acentuada no mercado de ações.

Em setembro, a alocação de ações por investidores locais atingiu 13,2%, abaixo dos 13,6% registrados em agosto. Muito disso deveu-se ao mau desempenho da bolsa em setembro (queda de ~5% no mês). Em nossa opinião, a alocação de ações pelos investidores locais aumentará com o tempo, principalmente devido ao nível historicamente baixo da taxa Selic. Se a alocação retornar aos níveis do ano de 2007 (22%) e com base no AuM atual da indústria de fundos, isso significaria um aumento de ~R\$ 426 bilhões no AuM dos fundos de ações.

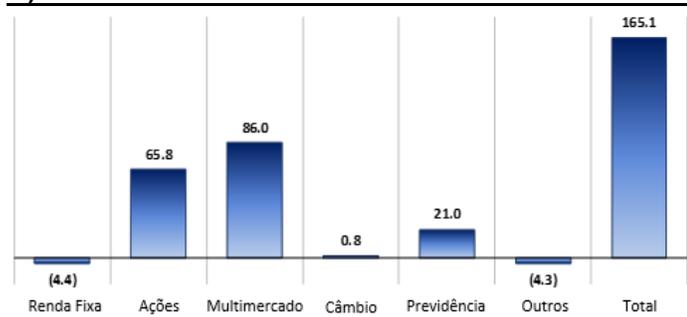
Gráfico 6: Alocação de fundos locais



Fonte: Anbima e estimativas do BTG Pactual

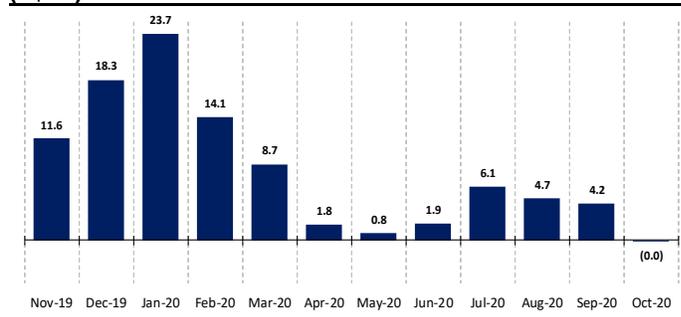
Após um terceiro trimestre forte para captações em fundos de ações, com cerca de R\$ 15 bilhões entrando nesse tipo de fundo, os investidores desaceleraram em outubro. Esses fundos registraram um pequeno fluxo de saída de aproximadamente R\$ 40 milhões no mês, que, embora não muito significativa, mostrou uma tendência de aversão ao risco do investidor no mês.

Gráfico 7: Fluxos por tipo de fundo, acumulado no ano (R\$ bi)



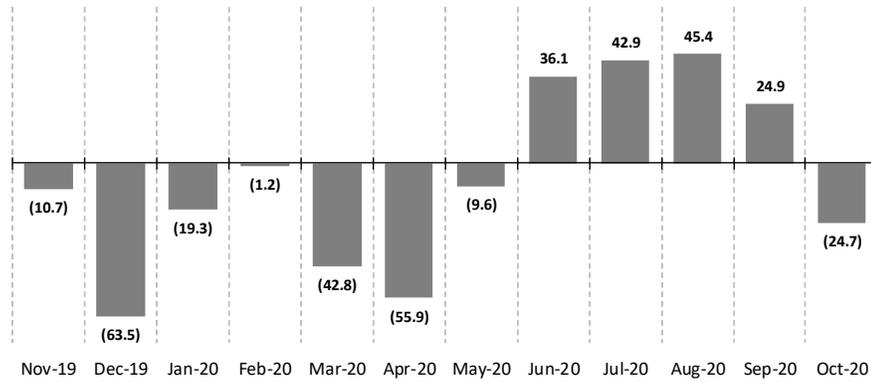
Fonte: Anbima e estimativas do BTG Pactual

Gráfico 8: Captação líquida mensal dos fundos de ações (R\$ bi)



Fonte: Anbima e estimativas do BTG Pactual

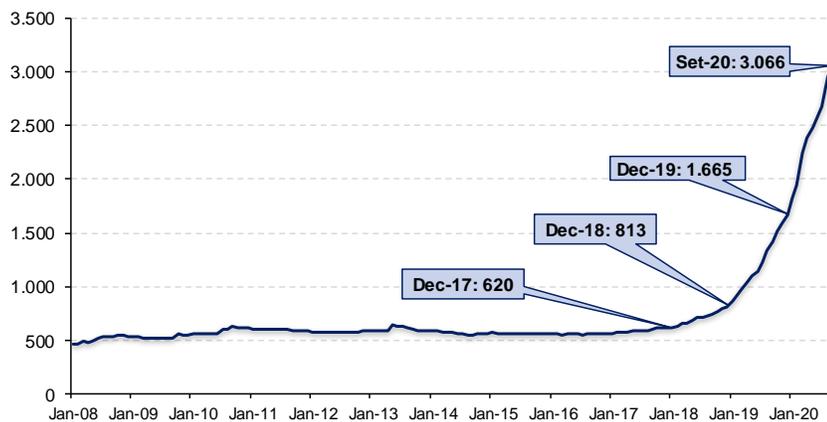
A tendência também se inverteu em relação aos fundos de renda fixa. Após registrar entradas de R\$ 149 bilhões entre junho e setembro, os fundos de renda fixa registraram resgates de R\$ 25 bilhões em outubro.

Gráfico 9: Captação líquida mensal dos Fundos de Renda Fixa (R\$ bilhões)


Fonte: Anbima e estimativas do BTG Pactual

Investidores de varejo estão aumentando sua participação no mercado

Indicamos o aumento da presença de investidores de varejo (107 mil contas abertas em setembro; + 84% no acumulado do ano). Com as taxas de juros em níveis historicamente baixos, essa tendência pode persistir.

Gráfico 10: Número de contas de varejo ('000)


Fonte: B3

O mercado de capitais está em alta

No terceiro trimestre, foram concluídos 25 negócios (13 IPOs + 12 Follow-Ons) de acordo com a B3, tornando-se o trimestre com maior número de ofertas de todos os tempos. Somente em setembro, o montante de capital levantado em IPOs foi superior ao de todo o ano de 2019. Os dados de outubro ainda não estão disponíveis, mas esperamos que essa tendência continue.

Ao contrário dos últimos anos, os estrangeiros deixaram de ser os principais investidores, visto que os investidores institucionais e de varejo aumentam constantemente sua participação.

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

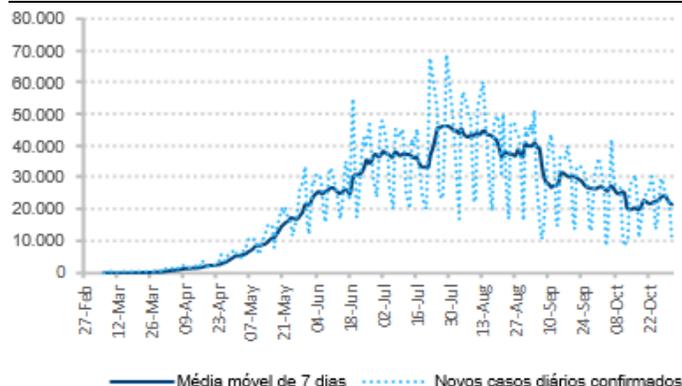
Ano	Volume Total (R\$mn)			Participação por Investidor (%)			
	IPO	Follow-On	Total	PFs	Institucional	Estrangeiros	Outros
2004	4.487	4.318	8.805	8,7%	19,0%	69,2%	3,1%
2005	5.447	8.489	13.936	6,0%	19,1%	69,1%	5,8%
2006	15.374	15.063	30.436	7,9%	18,7%	65,7%	7,7%
2007	55.648	14.465	70.113	9,1%	16,5%	70,7%	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	22.164	56.100	78.264	7,8%	44,6%	29,6%	17,9%
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	3,6%	29,1%	21,4%	46,0%
Sep-20	11.781	3.547	15.328	6,5%	59,4%	25,8%	8,3%

Fonte: B3

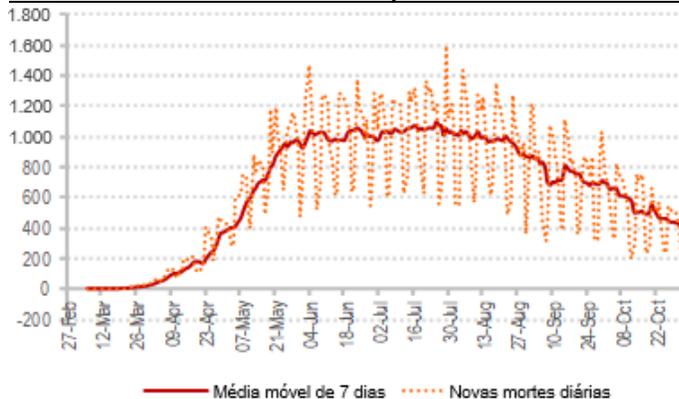
COVID-19: a situação está melhorando

No Brasil, a maioria dos dados indica que a pandemia está melhorando. Tanto a média móvel de 7 dias de infecções diárias (em ~21,6 mil vs. 26,6 mil no mês passado) e o número médio de mortes diárias diminuiu (para 420 vs. 711 no mês passado).

As curvas de infecção no Brasil se comportaram de forma diferente da observada na Europa. Porém, com a chegada da segunda onda na Europa e, em alguns países, com níveis de infecção muito superiores aos da primeira onda, ainda não podemos eliminar o risco de uma segunda onda em algum momento no Brasil. Ainda mais se levarmos em conta o fato de que as pessoas estão voltando ao trabalho e o comércio voltou a abrir com a redução da quarentena no país.

Gráfico 11: Novos casos diários de COVID-19 no Brasil


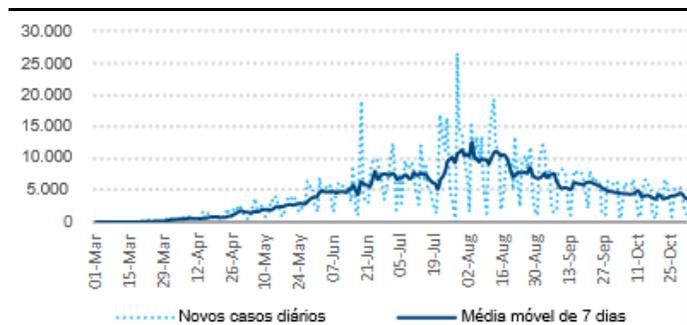
Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

Gráfico 12: Novas mortes diárias por COVID-19 no Brasil


Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

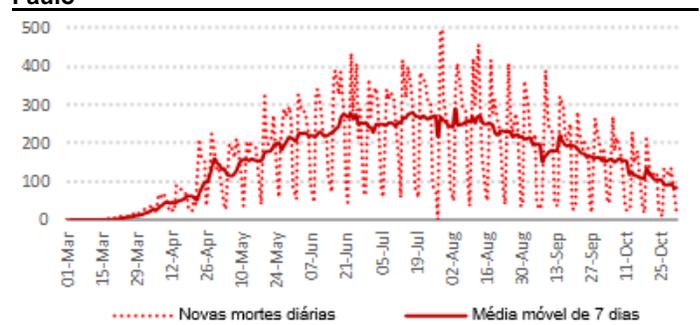
Os dados de São Paulo também mostraram uma boa melhora. Tanto a média móvel de 7 dias de infecções diárias (em ~3,6 mil vs. 4,8 mil no mês passado) e a número médio de mortes diárias diminuiu (para 83 contra 161 no mês passado).

Gráfico 13: Novos casos diários de COVID-19 em São Paulo



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

Gráfico 14: 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 novembro

Novembro				Outubro			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Vale	Metais Básicos	VALE3	15%	Vale	Metais Básicos	VALE3	15%
Petrobras	Petróleo & Gás Natural	PETR4	10%	Petrobras	Petróleo & Gás Natural	PETR4	10%
Magazine Luiza	Varejo	MGLU3	10%	Magazine Luiza	Varejo	MGLU3	10%
Gerdau	Metais Básicos	GGBR4	10%	Gerdau	Metais Básicos	GGBR4	10%
B3	Financeiras	B3SA3	10%	B3	Financeiras	B3SA3	10%
TIM	Telecomunicações	TIMS3	10%	TIM	Telecomunicações	TIMP3	10%
CCR	Infraestrutura	CCRO3	10%	CCR	Infraestrutura	CCRO3	10%
Energisa	Serviços Básicos	ENGI11	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 novembro: Novembro volátil à frente

Uma combinação de eventos deve tornar novembro um mês muito volátil para as ações no Brasil e no exterior. As eleições nos Estados Unidos, uma segunda onda de COVID-19 que já atinge fortemente os países europeus e as eleições municipais no Brasil (primeiro turno em 15 de novembro e segundo turno em 29 de novembro) são uma combinação única que pode abalar os mercados no mês.

Nos Estados Unidos, a principal preocupação não parece ser quem vencerá (Joe Biden lidera em todas as pesquisas), mas quanto tempo vai demorar para o vencedor ser confirmado. As eleições municipais no Brasil devem desacelerar o trabalho do Congresso e atrasar a discussão/aprovação de reformas e a segunda onda do COVID-19 pode ser especialmente devastadora em países com contas fiscais problemáticas, como o Brasil. Isso tudo se soma a uma demanda inquestionável por maiores gastos públicos, especialmente porque o pacote de ajuda emergencial está previsto para terminar em dezembro.

Com tudo isso em mente, acreditamos que a melhor estratégia é manter um portfólio diversificado. Estamos fazendo apenas uma alteração no 10SIM neste mês, com a adição da distribuidora de energia elétrica Energisa, em substituição à fabricante de materiais de construção Duratex – a empresa teve um desempenho excelente nos últimos dois meses (+20,5% vs. -5.5% do Ibovespa).

Como distribuidora pura, as operações (e suas ações) da Energisa foram impactadas pelo COVID-19 (ENGI11 está caindo 21% no acumulado do ano). No entanto, os volumes estão se recuperando mais rápido do que o esperado e sua prévia operacional do 3T mostrou que os volumes estão crescendo quando comparados ao ano passado. Com a ação negociando a uma TIR real de 10%, consideramos isso como um desconto excessivo em comparação aos seus pares.

Mesmo com a remoção da Duratex neste mês, continuamos com grande exposição em construção e infraestrutura, por meio da produtora de aços longos Gerdau, da construtora Cyrela e da operadora de rodovias CCR.

Estamos mantendo uma exposição relativamente grande 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 (que deve ajudar a melhorar a alocação de capital no setor). Nossa exposição ao setor se dá via Oi e TIM.

Em consumo e no varejo, nossa única exposição é por meio do Magazine Luiza, importante player de e-commerce, que vem aproveitando a mudança de comportamento do consumidor em função da pandemia e apresentando forte crescimento e bons resultados.

Com o Real a R\$ 5,74, continuamos expostos a um dólar forte por meio da produtora de minério de ferro Vale (e, em menor medida, pela siderúrgica Gerdau). A bolsa de valores brasileira B3 (fortes entradas em ações e um boom nas atividades de Mercado de Capitais) e a gigante de 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%	310.616	3,5x	3,6x	5,7x	5,3x	1,4x	1,2x
Petrobras	Petróleo & Gás Natural	PETR4	10%	247.504	4,4x	3,6x	N/A	7,8x	0,9x	0,7x
Magazine Luiza	Varejo	MGLU3	10%	159.681	42,2x	21,1x	N/A	58,5x	5,3x	5,0x
Gerdau	Metais Básicos	GGBR4	10%	34.980	7,7x	6,3x	14,9x	12,0x	1,2x	1,1x
B3	Financeiras	B3SA3	10%	104.327	15,9x	15,4x	20,9x	20,7x	4,3x	4,2x
TIM	Telecomunicações	TIMS3	10%	28.682	4,3x	3,9x	21,0x	16,8x	1,3x	1,2x
CCR	Infraestrutura	CCRO3	10%	22.543	6,6x	6,5x	27,9x	18,4x	2,6x	2,6x
Energisa	Serviços Básicos	ENGI11	10%	17.366	4,3x	3,9x	12,9x	11,0x	2,4x	2,2x
Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%	8.761	15,0x	11,9x	15,9x	11,2x	2,0x	1,9x
Oi S.A.	Telecomunicações	OIBR3	5%	9.296	5,1x	5,0x	N/A	N/A	0,6x	0,8x

Fonte: BTG Pactual e Economatica

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). 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 em níveis atrativos deve gerar entradas adicionais de capital (esperamos o dividend yield em torno de 10-15% para 2021; (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 (35-40% de desconto 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 valuation caro, com a Magazine Luiza sendo negociada a 2,6x 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. As ações da PETR tiveram desempenho inferior ao do petróleo com base em praticamente todos os períodos desde o início do Covid. Reconhecemos que isso pode ser parcialmente explicado pela desaceleração no ritmo de desalavancagem da PETR devido à pandemia. Dito isso, como os riscos legais envolvendo a privatização de refinarias são agora muito menores, esperamos que esse desconto diminua à medida que a empresa continue entregando melhorias operacionais e (finalmente) consiga finalizar a venda das refinarias. Sob a curva de preço do petróleo atual, vemos as ações sendo negociadas com um atraente FCFE yield de 24%, que vemos como não condizentes com base em uma história de alta convicção de desalavancagem e redução de riscos. Em última análise, nossa sensação é que os investidores não estão dispostos a pagar por esse fluxo de caixa até que haja maior visibilidade de que finalmente será pago aos acionistas. Depois de adicionar mais flexibilidade à sua política de dividendos, e com a dívida bruta já em US\$ 80 bilhões, realmente achamos que a PETR pode acelerar os dividendos mais cedo do que o esperado. Vemos a PETR como a história de proposição de valor mais assimétrica dentro do universo de empresas que cobrimos.

Gerdau (GGBR4):

Estamos mantendo 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 tese 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 segmento (em expansão) 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 6,3x o EBITDA de 2021, um pouco abaixo de seu múltiplo normalizado.

CCR (CCRO3):

A CCRO3 é hoje a nossa Top Pick de transporte, com base em: (i) modelo de negócios defensivo, que se mostrou resiliente durante a crise, com dados de tráfego de outubro 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 8,6%. 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):

Além de um modelo de negócios resiliente, forte balanço patrimonial e geração de fluxo de caixa, a TIM está negociando com um valuation muito atraente em 3,9x EV/EBITDA 2021E (vs. pares globais em 6x), embora o setor no Brasil esteja passando por uma transformação saudável. No caso da TIM, acreditamos que há um interessante potencial de valorização com um possível M&A envolvendo a Oi Mobile. As sinergias podem ser consideráveis. Considerando que a venda da divisão móvel da Oi por R\$ 16,5 bilhões está confirmada, estimamos que as sinergias poderiam chegar a R\$ 3,5 por ação, que somados ao nosso preço-alvo de R\$ 16,5 resultariam em um preço-alvo de R\$ 20 /ação (potencial de valorização de quase 70%).

B3 (B3SA3):

Depois de atingir quase R\$ 70 por ação em julho, a ação caiu 23% em relação a sua máxima histórica, refletindo principalmente, em nossa opinião: i) Volume de transações em ações na B3 perdendo fôlego, com os investidores de varejo (os principais responsáveis pela alta dos volumes) desacelerando na margem; ii) maior risco macro/político; iii) a divisão de Concorrência do Ministério da Economia divulgou um comunicado defendendo a internalização das ordens no Brasil com vista no aumento da concorrência; e iv) players nos Estados Unidos exigindo mais concorrência para reduzir as taxas da bolsa (principalmente market data). Mas após o alto volume de vendas no papel, vemos um potencial de valorização decente para as ações da B3 e reiteramos nosso rating de Compra para a ação. Agora, a ação também é uma das nossas Top Picks no Brasil.

Cyrela (CYRE3):

Apesar do surto do Covid-19, estamos vendo uma recuperação rápida de vendas de imóveis residenciais no segmento de renda média/alta – Cyrela divulgou um forte resultado operacional no 3T de 2020 (com lançamentos crescendo 46% a/a e vendas 58% a/a), considerando os ganhos com o IPO das suas subsidiárias (Lawi, Plano&Plano e Cury) esperamos um excelente lucro e geração de caixa para o 3T. 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 para os próximos meses, estamos mantendo a Cyrela em nosso portfólio 10SIM.

Oi S.A. (OIBR3):

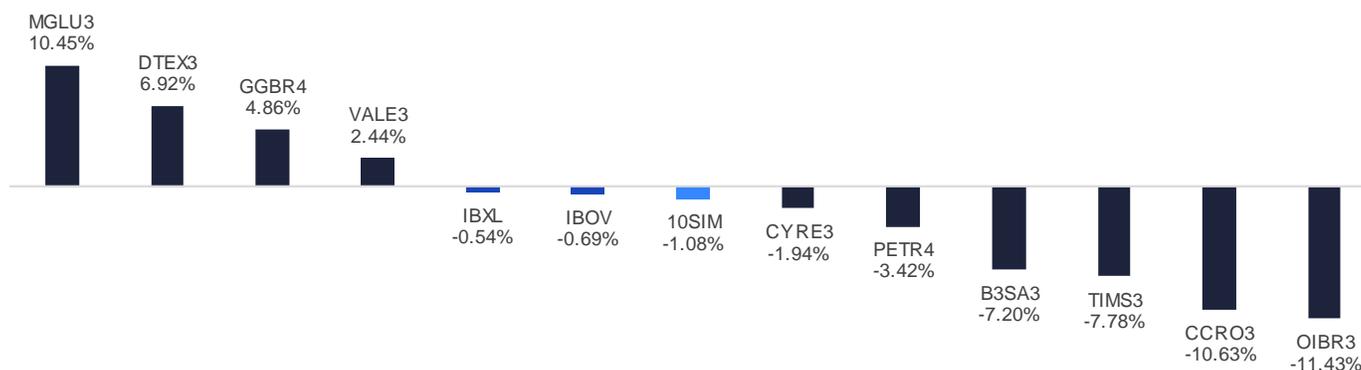
O plano revisado da empresa, aprovado em 8 de setembro, tornou o caso de investimento da Oi muito menos arriscado, já que a empresa agora está autorizada a vender ativos que podem levantar R\$ 24 bilhões em caixa, que seria usado para pagar algumas dívidas e fornecer o capital necessário para investir em sua estratégia focada em fibra (vários desses ativos já receberam propostas firmes). A administração está executando perfeitamente o plano de recuperação. Um dos ativos que vai ser vendido é a InfraCo (empresa de fibra da Oi) e o processo de due diligence que está sendo realizado pelos potenciais compradores deve terminar em novembro. A expectativa da empresa é que lances firmes sejam feitos até o final do ano e que o leilão aconteça no 1T de 2021 (o que pode ser um gatilho). Nosso preço-alvo para a empresa é de R\$ 2,80 por ação, indicando um potencial de valorização de 81%.

Energisa (ENGI11):

Estamos adicionando a Energisa ao 10SIM por considerar um dos nomes mais baratos sob nossa cobertura. Por ser uma distribuidora pura, reconhecemos o motivo pelo qual sua ação foi bastante impactada devido ao COVID-19. No entanto, acreditamos que os resultados da empresa devem melhorar mais rápido do que o esperado. A empresa divulgou recentemente sua prévia operacional do 3T e vimos um aumento nos volumes a/a. Com as ações negociando com uma TIR de quase dois dígitos, acreditamos que ela esteja com desconto excessivo em relação a seus pares.

Rentabilidade Histórica:

Gráfico 15: Performance por ação em outubro de 2020:

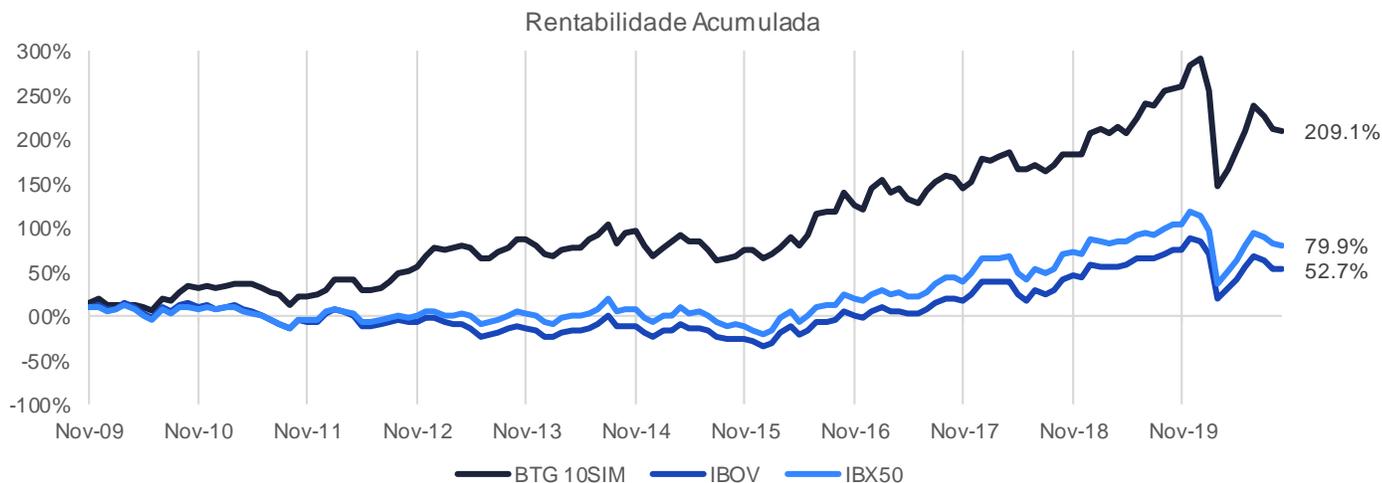


Fonte: BTG Pactual e Economática

Performance Histórica:

Em outubro, nossa Carteira Recomendada de Ações teve uma queda de -1,1%, abaixo do Ibovespa (-0,7%) e do IBRX-50 (-0,5%). 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 209,1%, ante 52,7% do Ibovespa e 77,5% do IBX-50.

Gráfico 16: 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.
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%	36,2%	31,6%	284,6%	88,0%
2020	1,7%	-9,2%	-30,7%	8,0%	7,7%	8,3%	9,0%	-3,6%	-4,1%	-1,1%			-19,6%	-18,8%	209,2%	52,7%

Fonte: BTG Pactual e Economatica

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 a 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 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