# Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

## Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Janeiro 2021

**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

### Então, o que está reservado para 2021?

Perspectivas animadoras para a economia global, com a vacinação já em andamento, taxas de juros baixas recorde em todo o mundo e estímulos adicionais (especialmente nos EUA), devem manter o apetite ao risco em níveis relativamente elevados. Do ponto de vista de valuation, o Ibovespa ex-Petrobras e Vale está sendo negociado a 15,2x P/L 2021E, um desvio padrão acima de sua média histórica. No entanto, após o recente declínio nas taxas de juros reais de longo prazo, o prêmio para manter ações está quase um desvio padrão acima da média.

### Maior exposição à economia global via Petrobras, Vale e Suzano

Refletindo nosso maior otimismo em relação à economia global, estamos mantendo uma forte exposição a ações que se beneficiam diretamente do crescimento global. Nossa 10SIM inclui Petrobras, Vale e Suzano. Gerdau e Cyrela são as nossas principais opções no universo de ações que se beneficiam das tendências positivas de construção e infraestrutura no Brasil.

### Preparando-se para inflação e juros mais altos: Itaú e Totvs se juntam

Para aqueles que buscam proteção mais ativa contra o aumento da inflação, nossa escolha é o desenvolvedor de software Totvs (receitas ajustadas pela inflação em um serviço essencial e difícil de substituir). Com a expectativa de elevação das taxas de juros de curto prazo, faz sentido ganhar exposição aos bancos, que também devem se beneficiar da recuperação econômica e de uma base de comparação fraca após um 2020 desafiador. Nossa escolha entre os grandes bancos é o Itaú.

### Cautelosos com ações de consumo; Shoppings atraentes demais para se ignorar: Aliansce Sonae!

O aumento da inflação e o fim do pacote de auxílio emergencial em dezembro podem afetar o consumo no Brasil, portanto, limitaríamos a exposição as ações relacionadas ao consumo. As exceções são os shoppings, que ficaram muito atrás em 2020. A nossa Top Pick é a Aliansce Sonae, que caiu 40% no acumulado do ano. B3 e Oi completam o 10SIM. Por questões táticas, estamos removendo TIM, CCR e Magazine Luiza neste mês.

**Tabela 1: Carteira Recomendada de Ações (10SIM) para Janeiro de 2021**

| Empresa | Setor | Ticker | Peso (%) | Valor de Mercado (R$ mn) | EV/EBITDA | | P/L | | P/VPA | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | 2021E | 2022E | 2021E | 2022E | 2021E | 2022E |
| **Vale** | Metais Básicos | VALE3 | 15% | 448.611 | 2,9x | 3,4x | 4,0x | 5,5x | 1,7x | 1,5x |
| **Petrobras** | Petróleo & Gás Natural | PETR4 | 10% | 373.468 | 4,4x | 4,1x | 11,0x | 11,6x | 1,2x | 1,3x |
| **Itaú** | Bancos | ITUB4 | 10% | 290.441 | N/A | N/A | 12,4x | 11,3x | 2,1x | 2,0x |
| **Gerdau** | Metais Básicos | GGBR4 | 10% | 39.208 | 5,9x | 5,0x | 11,3x | 10,6x | 1,2x | 1,1x |
| **B3** | Financeiras | B3SA3 | 10% | 126.543 | 18,9x | 18,0x | 25,2x | 23,9x | 5,1x | 4,9x |
| **Totvs** | Software | TOTS3 | 10% | 16.306 | 25,3x | 21,5x | 37,4x | 32,4x | 6,0x | 5,7x |
| **Aliansce Sonae** | Shoppings | ALSO3 | 5% | 7.727 | 12,2x | 10,6x | 22,2x | 17,7x | 1,2x | 1,1x |
| **Suzano** | Papel & Celulose | SUZB3 | 10% | 78.983 | 7,0x | 7,0x | 8,4x | 10,0x | 5,0x | 3,3x |
| **Cyrela** | Construção Civil | CYRE3 | 10% | 11.335 | 15,0x | 12,8x | 11,0x | 12,2x | 2,4x | 2,3x |
| **Oi S.A.** | Telecomunicações | OIBR3 | 10% | 13.192 | 5,6x | 5,0x | N/A | N/A | 1,1x | 1,2x |

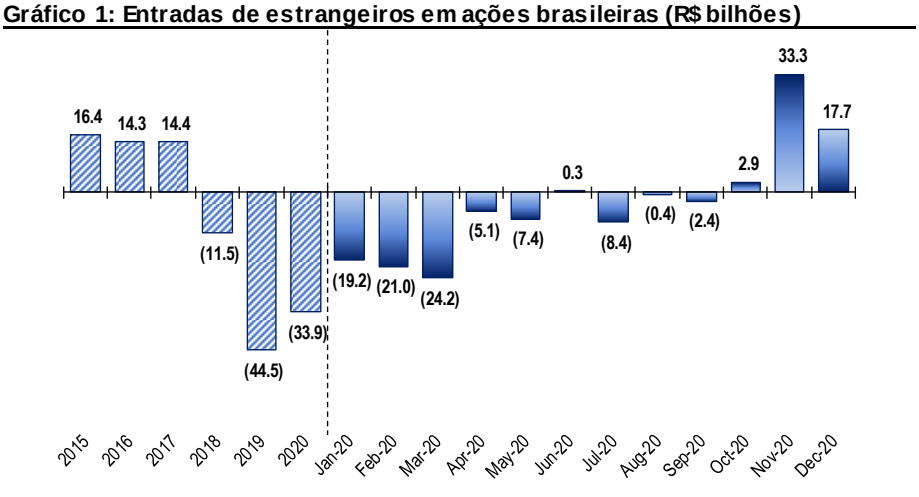
Fonte: BTG Pactual e Economatica

## O que vem pela frente no novo ano

O aumento do apetite pelo risco dos mercados globais pode ser a principal força motriz para as ações dos mercados emergentes em 2021. Perspectivas encorajadoras para a economia global, com vacinação em andamento, taxas de juros baixas recorde em todo o mundo e estímulos adicionais nos EUA devem manter o apetite pelo risco relativamente níveis altos.

Nos últimos dois meses, tivemos um vislumbre do que o aumento do interesse nos mercados emergentes pode significar para as ações locais. As entradas em ações brasileiras por investidores estrangeiros atingiram R$ 33 bilhões apenas em novembro e outros R$ 18 bilhões até 28 de dezembro. E mesmo depois de todo esse fluxo de entrada, os fundos Globais e GEM (Globais de Mercados Emergentes) ainda têm apenas uma pequena fração de seus recursos alocados em Brasil.

**Gráfico 1: Entradas de estrangeiros em ações brasileiras (R$ bilhões)**

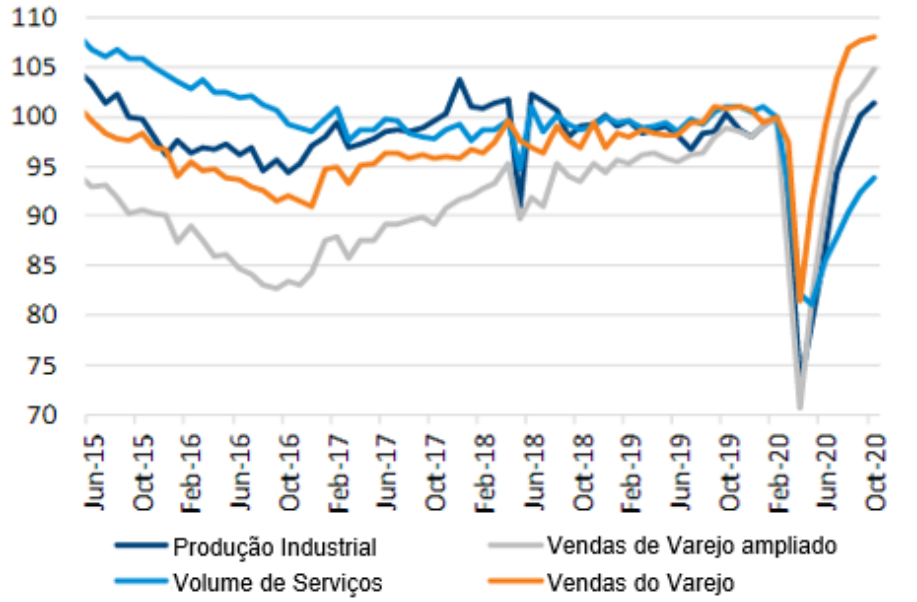



Fonte: B3

Com fortes ventos favoráveis soprando dos mercados globais, apenas uma gestão desastrosa da delicada situação fiscal do país poderia estragar a festa. Avaliamos os possíveis resultados para a situação fiscal do Brasil e concluímos que as chances combinadas de um cenário relativamente positivo (embora apenas marginalmente positivo) são maiores do que as chances de um resultado negativo.

Do lado da atividade econômica, os dados mais recentes apontam para uma recuperação robusta e intensa, que surpreendeu positivamente. A recuperação foi especialmente forte nas vendas no varejo e na produção industrial (os serviços também se recuperaram, mas não tanto) e agora estimamos que o PIB possa crescer 3,5% em 2021. No entanto, a redução no pacote de auxílio emergencial em setembro e no final do programa em dezembro terá um impacto negativo direto sobre a atividade econômica. De fato, indicadores preliminares apontam desaceleração já em novembro.

**Gráfico 2: Indicadores de alta frequência (fev/20 = 100, com ajuste sazonal)**




Fonte: FGV, BTG Pactual

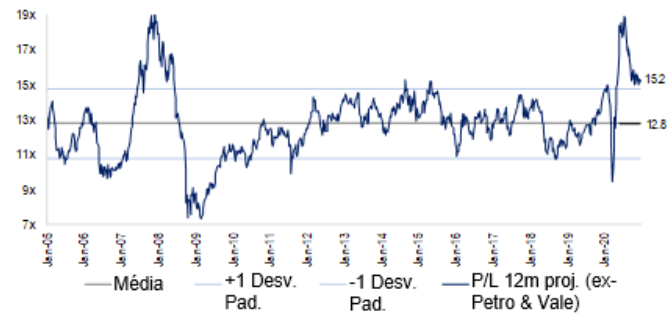
Uma redução no pacote de auxílio emergencial com o aumento da inflação pode ter um impacto negativo relativamente grande sobre o consumo. A pressão inflacionária tornou-se mais intensa e generalizada nos últimos meses. Embora a maioria dos fatores que impulsionam os componentes mais cíclicos da inflação pareçam ser temporários, a pressão deve se estender até o primeiro semestre de 2021. Neste momento, modelamos para 3,4% de inflação de preços ao consumidor (IPCA) em 2021, ainda dentro do intervalo da meta de inflação do Banco Central.

No geral, embora o Ibovespa tenha se recuperado bem nos últimos meses e os valuations não estejam mais uma pechincha, vemos espaço para as ações brasileiras apresentarem um bom desempenho em 2021. Preferimos setores mais diretamente expostos ao crescimento global (petróleo, materiais básicos), construção e infraestrutura. Também buscaríamos proteção contra a inflação e beneficiários diretos de taxas de juros de curto prazo mais altas. Temas como aprofundamento financeiro (*financial deepening*) e desintermediação devem continuar relevantes em 2021. Por fim, as perspectivas de uma vacina podem acelerar a recuperação dos shoppings, que realmente ficaram para trás.

## Do ponto de vista de valuation, ainda há potencial de valorização

Do ponto de vista de valuation, o Ibovespa ex-Petrobras e Vale está sendo negociado a 15,2x P/L 2021E, um desvio padrão acima de sua média histórica. No entanto, após a recente queda nas taxas de juros reais de longo prazo (de 4,1% no final de novembro para 3,4%), o prêmio para manter ações, medido como o inverso do P/L menos as taxas de juros reais de 10 anos, está quase um desvio padrão acima da média. Embora os atuais valuations possam inicialmente sinalizar um baixo potencial de valorização para o Ibovespa, se as taxas de juros reais de longo prazo caírem para 3% (o nível visto antes da pandemia), o Ibovespa poderia ser negociado a ~139 mil pontos, oferecendo um potencial de valorização de 16%.

**Gráfico 3: P/L projetado de 12 meses do Brasil**




Fonte: Economática, estimativas BTG Pactual

**Gráfico 4: Earnings Yield (L/P menos taxas de juros de 10 anos)**

Fonte: Economática, estimativas BTG Pactual

## Lucro ex-Petrobras e Vale deve crescer 16% em 2021 vs. 2019

Os lucros das empresas brasileiras listadas estão se beneficiando da recuperação econômica melhor do que se esperava. No 3T20, os lucros dessas empresas surpreenderam positivamente e agora estamos modelando para que seus lucros, ex-Petrobras e Vale, cresçam 16% em 2021 vs. 2019.

Grande parte do crescimento esperado vem de exportadores de commodities. Mas mesmo olhando apenas para as empresas que basicamente vendem no mercado interno, os lucros ainda devem crescer 5% em 2021 vs. 2019. Esse crescimento seria ainda maior se não fosse pelos bancos, que representam cerca de 40% dos lucros domésticos consolidados e, de acordo com nossas estimativas, reportarão lucros 2% menores do que em 2019.

## Reformas tributárias e administrativas podem dar um impulso extra para as ações locais

Se aprovadas, as reformas tributária e administrativa, duas das reformas constitucionais mais importantes em discussão no Congresso, poderiam dar um impulso extra às ações locais. O objetivo da reforma tributária é simplificar o sistema tributário extremamente complexo do Brasil, a fim de reduzir os custos de pagamento de impostos e litígios relacionados a impostos, em última análise, aumentando a produtividade das empresas. A reforma administrativa visa reduzir os custos do aparelho do Estado brasileiro por meio da otimização dos gastos com pessoal (22% dos gastos do governo federal).

Embora extremamente necessária, a aprovação dessas reformas será extremamente desafiadora. A reforma tributária, por sua complexidade, e a reforma administrativa, por ser politicamente sensível.

## Imbróglio fiscal: maiores chances de um resultado positivo

A situação das contas fiscais do Brasil tem sido a principal preocupação dos investidores há algum tempo. Neste momento, o mercado está preocupado principalmente com a incapacidade e/ou falta de vontade do governo e do Congresso em cortar gastos e aprovar reformas estruturais para consolidar as contas fiscais.

Decidimos definir claramente o que vemos como possíveis resultados para a situação fiscal e aplicamos as probabilidades aos diferentes cenários. As chances combinadas de um cenário relativamente positivo parecem maiores do que as chances de um resultado negativo (65% vs. 35%). O retorno esperado de nossos cenários, ou seja, o potencial positivo/negativo projetado para cada um multiplicado pela probabilidade de sua concretização, é de 8,5%. Se fizermos o mesmo cálculo incluindo os cenários que julgamos mais prováveis de se concretizar, o retorno esperado sobe para 11,7%.

Mas a redução do pacote de ajuda emergencial em setembro (o subsídio foi reduzido de R$ 600 para R$ 300) e o fim do programa em dezembro provavelmente terá um impacto negativo direto sobre a atividade econômica. De fato, indicadores preliminares apontam uma desaceleração já em novembro.

**Tabela 2: P / L alvo do Ibovespa sob diferentes premissas de taxas reais de longo prazo**

| | Cenário 1 | Cenário 2 | Cenário 3 | Cenário 4 | Cenário 5 | Cenário 6 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **ROE** | **15,0%** | **15,0%** | **15,0%** | **15,0%** | **15,0%** | **15,0%** |
| **Ke** | **8,0%** | **8,3%** | **8,5%** | **9,7%** | **10,3%** | **11,0%** |
| Inflação | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,5% |
| Juro real | 2,5% | 2,8% | 3,0% | 4,2% | 4,8% | 5,5% |
| Juros | 5,0% | 5,3% | 5,5% | 6,7% | 7,3% | 8,0% |
| Prêmio | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% |
| **Crescimento** | **4,5%** | **4,5%** | **4,5%** | **4,5%** | **4,5%** | **4,5%** |
| Inflação | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,5% |
| Crescimento real | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% |
| **P/L alvo** | **20,1x** | **18,5x** | **17,7x** | **13,6x** | **12,1x** | **10,8x** |
| Atual P/L para 2021 | 15,2x | 15,2x | 15,2x | 15,2x | 15,2x | 15,2x |
| IBOV | 119.417 | 119.417 | 119.417 | 119.417 | 119.417 | 119.417 |
| **IBOV alvo** | **158.233** | **145.675** | **138.875** | **106.579** | **94.818** | **84.607** |
| **Upside** | **32,5%** | **22,0%** | **16,3%** | **-10,8%** | **-20,6%** | **-29,1%** |

Fonte: Estimativas do BTG Pactual

## A Inflação está acelerando: expectativa de uma Selic mais alta ficou maior

Com a inflação em alta, aumentam as chances de elevação mais rápida e mais forte da Selic. Nosso time macroeconômico acaba de elevar a estimativa da taxa Selic para o final de 2021 para 3,75%, de 3,0% antes (a Selic está atualmente em 2,0%).

Alguns setores/ações podem navegar melhor em um cenário de inflação mais alta. As empresas com receitas ajustadas automaticamente pela inflação passada, negócios difíceis de substituir e importantes para os clientes (por exemplo, desenvolvedores de software como a Totvs) e empresas com uma posição competitiva única ou poder de precificação para repassar a inflação aos preços (por exemplo, empresa de bebidas como a Ambev), devem ter desempenho melhor em um ambiente de inflação mais alta. Por outro lado, as ações de consumo podem ser mais afetados pelo aumento da inflação.

A proteção contra o aumento das taxas de juros de curto prazo pode ser ainda mais difícil, já que a maioria das ações tende a ter um desempenho ruim em tal cenário. Os setores que tendem a apresentar melhor desempenho nesse cenário são bancos e seguradoras.

## Infraestrutura: um pipeline ousado de oportunidades de investimento em 2021

Há uma grande oportunidade de investimentos em infraestrutura no Brasil. A infraestrutura do país é precária e há oportunidades em quase todas as áreas: concessões de rodovias e ferrovias, terminais portuários, aeroportos, mobilidade urbana, água e esgoto, telecomunicações etc.

Com crédito de longo prazo disponível a taxas decentes e a decisão do governo de leiloar projetos para investidores privados o mais rápido possível, esperamos um grande crescimento nos investimentos em infraestrutura em 2021.

Existem algumas maneiras interessantes de participar do setor de infraestrutura no Brasil, mas nossas principais opções são: a operadora de telecomunicações Oi, a operadora de rodovias pedagiadas CCR, o player de logística Hidrovias do Brasil e o terminal portuário Santos Brasil.

## COVID-19: Situação está piorando e ainda não há um plano de vacinação sólido

No Brasil, a maioria dos dados indica que a pandemia está piorando rapidamente. Quando consideramos os dados anteriores ao Natal (nos feriados, os números não são muito confiáveis), tanto a média móvel de 7 dias de infecções diárias (em ~46,4 mil vs. 35,5 mil em novembro) e a média do número de mortes diárias aumentou (para 784 contra 519 em novembro).

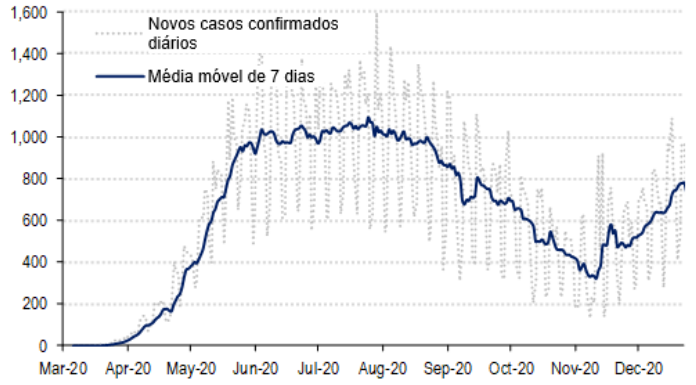
Os dados da Covid no Brasil apontam para uma segunda onda. O que vimos até agora é um grande aumento no número de casos (já superior ao observado na primeira onda), mas um aumento não tão grande no número de óbitos, algo já esperado devido à melhoria dos tratamentos.

Ainda é difícil estimar como essa segunda onda se comportará no Brasil, principalmente considerando que o país nem mesmo aprovou nenhuma vacina (enquanto outros países já iniciaram a vacinação) e os efeitos advindos do período de festas ainda não foram medidos.

**Gráfico 5: Novos casos diários da COVID-19 no Brasil**

Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

**Gráfico 6: Novos óbitos diários da COVID-19 no Brasil**




Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

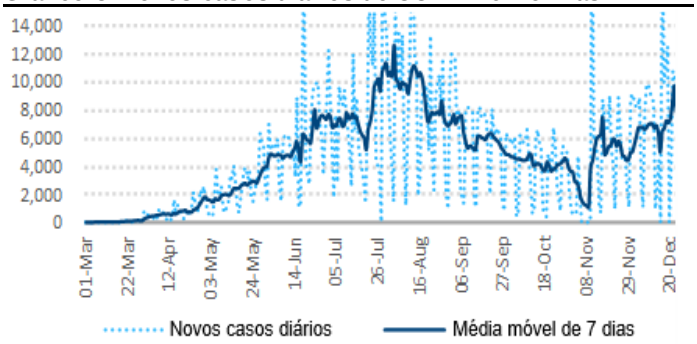
Os principais indícios de uma segunda onda são vistos no Nordeste (mais especificamente nos estados da Bahia, Ceará, Pernambuco e Rio Grande do Norte), Sul e São Paulo.

**Gráfico 7: Novos casos de COVID-19 nas regiões do Brasil**

Fonte: Ministério da saúde e BTG Pactual

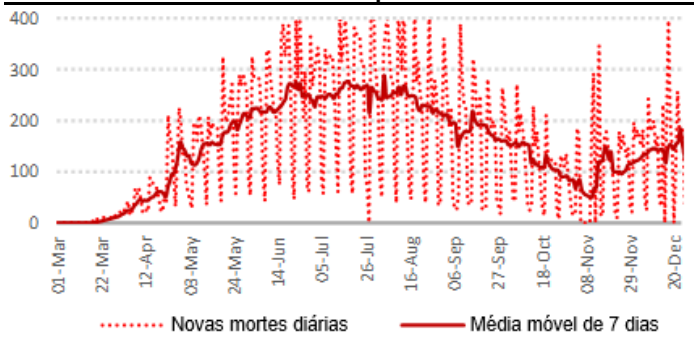
Os dados de São Paulo também pioraram. Tanto a média móvel de 7 dias de infecções diárias (em ~9,7 mil vs. 4,4 mil em novembro) e a média do número de mortes diárias aumentou (para 185 contra 117 em novembro).

**Gráfico 8: Novos casos diários de COVID-19 no Brasil**




Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

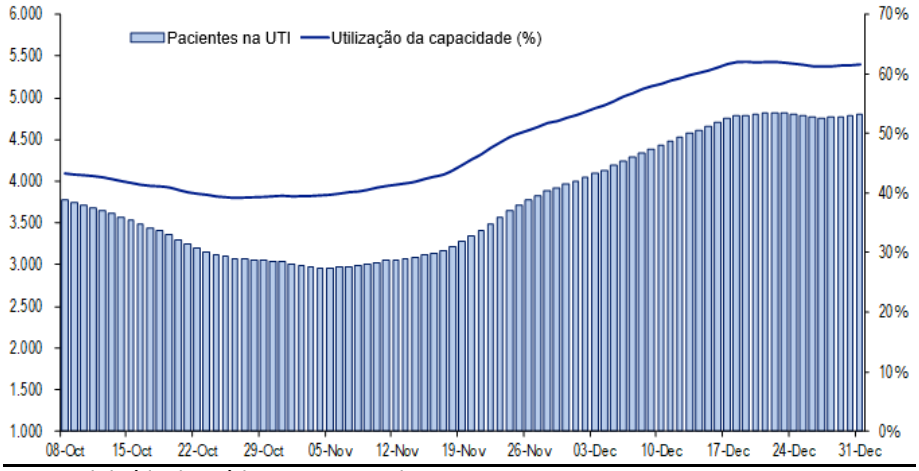
**Gráfico 9: Novas mortes diárias por COVID-19 no Brasil**




Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

As taxas de ocupação dos leitos de UTI estão em 62% no estado de São Paulo.

**Gráfico 10: Taxas de ocupação dos leitos de UTI no estado de São Paulo**




Fonte: Ministério da saúde e BTG Pactual

## Carteira Recomendada de Ações (10SIM):

**Tabela 3: Alterações na Carteira para o mês de janeiro**

| Dezembro | | | | Janeiro | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 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% | **Itaú** | Bancos | ITUB4 | 10% |
| **Gerdau** | Metais Básicos | GGBR4 | 10% | **Gerdau** | Metais Básicos | GGBR4 | 10% |
| **B3** | Financeiras | B3SA3 | 10% | **B3** | Financeiras | B3SA3 | 10% |
| **TIM** | Telecomunicações | TIMS3 | 10% | **Totvs** | Software | TOTS3 | 10% |
| **CCR** | Infraestrutura | CCRO3 | 10% | **Aliansce Sonae** | Shoppings | ALSO3 | 5% |
| **Suzano** | Papel & Celulose | SUZB3 | 10% | **Suzano** | Papel & Celulose | SUZB3 | 10% |
| **Cyrela** | Construção Civil | CYRE3 | 10% | **Cyrela** | Construção Civil | CYRE3 | 10% |
| **Oi S.A.** | Telecomunicações | OIBR3 | 5% | **Oi S.A.** | Telecomunicações | OIBR3 | 10% |

Fonte: BTG Pactual

## Portfólio 2021: Crescimento global, exportadoras de commodities, e proteção contra a inflação

Perspectivas animadoras para a economia global, com a vacinação já em andamento, taxas de juros em níveis recordes de baixa em todo o mundo e estímulos adicionais (especialmente nos EUA) devem manter o apetite ao risco em níveis relativamente elevados.

Com fortes ventos favoráveis soprando nos mercados globais, faz sentido ter uma exposição relativamente grande a nomes que se beneficiam diretamente de uma economia global potencialmente em expansão. A gigante petroleira brasileira Petrobras está bem posicionada para lucrar com uma economia global em crescimento e com as altas nos preços do petróleo. Em 2021, continuará executando sua estratégia de venda de negócios de baixo retorno, desalavancagem e focando no negócio de E&P (Exploração & Produção) de alto retorno.

A exportadora de minério de ferro Vale e a produtora de papel e celulose Suzano também devem se beneficiar diretamente do crescimento da demanda global e dos preços recordes do minério de ferro, no caso da Vale, e do aumento dos preços de papel e celulose, no caso da Suzano.

Taxas de juros imobiliário no menor patamar histórico e crédito abundante de longo prazo devem continuar a impulsionar os setores de imóveis e construção em 2021. A melhor forma de participar do setor de construção no Brasil é por meio da construtora Cyrela e da siderúrgica Gerdau.

Conforme mencionado nesse relatório, há uma grande oportunidade para investimentos em infraestrutura no Brasil, e esperamos um forte crescimento nos investimentos em infraestrutura em 2021. Nossa Top Pick é a operadora de rodovias CCR, mas outras boas opções são Santos Brasil e Hidrovias do Brasil. Para a 10SIM de janeiro, estamos removendo taticamente a CCR, pois não prevemos nenhum gatilho de curto prazo para a ação.

Ainda em infraestrutura, a reestruturação da operadora de telecomunicações Oi está chegando ao seu grande final em 2021, com a conclusão da venda de +R$ 24 bilhões em ativos e uma empresa reposicionada para explorar e expandir sua infraestrutura de fibra em todo o país.

O aumento da inflação e o fim do pacote de auxílio emergencial em dezembro podem afetar o consumo no Brasil, portanto, limitaríamos nossa exposição a ações relacionados ao consumo. A exceção são os shoppings, que ficaram muito atrás do mercado em 2020. A recuperação do setor está em andamento e as perspectivas de uma vacina devem acelerar a recuperação. A nossa Top Pick é a Aliansce Sonae, que está 40% abaixo em relação ao início de 2020 e negocia com um desconto em relação aos seus pares.

Entre as ações de consumo, também gostamos dos principais players de e-commerce Magazine Luiza e Locaweb. No entanto, decidimos retirar o Magazine Luiza do 10SIM este mês, pois estamos procurando ações com gatilhos mais relevantes nos próximos meses.

Para aqueles que buscam proteção mais ativamente contra o aumento da inflação, sugerimos o desenvolvedor de software Totvs. Suas receitas são ajustadas automaticamente pela inflação passada, fornece aos seus clientes um serviço essencial e de difícil substituição e o ticket médio é uma fração da receita dos clientes.

Com as taxas de juros de curto prazo com tendência de alta, faz sentido ganhar exposição aos bancos. Os bancos também devem se beneficiar da recuperação econômica e de uma base de comparação baixa após um 2020 desafiador. Nossa principal escolha entre os grandes bancos comerciais do Brasil é o Itaú.

Por último, mas não menos importante, acreditamos que a bolsa de valores brasileira B3 continuará a se beneficiar de um boom nos mercados de capitais e do aprofundamento financeiro (*financial deepening*), uma tendência que acreditamos que deve continuar por muitos anos. Com os volumes de negociação em alta, gostamos da B3.

Resumindo, nossa 10SIM inicia o ano com: Petrobras, Vale, Suzano, B3, Cyrela, Oi, Totvs, Aliansce Sonae, Gerdau e Itaú.

## Ações do Portfólio:

| Empresa | Setor | Ticker | Peso (%) | Valor de Mercado (R$ mn) | EV/EBITDA | | P/L | | P/VPA | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | 2021E | 2022E | 2021E | 2022E | 2021E | 2022E |
| **Vale** | Metais Básicos | VALE3 | 15% | 448.611 | 2,9x | 3,4x | 4,0x | 5,5x | 1,7x | 1,5x |
| **Petrobras** | Petróleo & Gás Natural | PETR4 | 10% | 373.468 | 4,4x | 4,1x | 11,0x | 11,6x | 1,2x | 1,3x |
| **Itaú** | Bancos | ITUB4 | 10% | 290.441 | N/A | N/A | 12,4x | 11,3x | 2,1x | 2,0x |
| **Gerdau** | Metais Básicos | GGBR4 | 10% | 39.208 | 5,9x | 5,0x | 11,3x | 10,6x | 1,2x | 1,1x |
| **B3** | Financeiras | B3SA3 | 10% | 126.543 | 18,9x | 18,0x | 25,2x | 23,9x | 5,1x | 4,9x |
| **Totvs** | Software | TOTS3 | 10% | 16.306 | 25,3x | 21,5x | 37,4x | 32,4x | 6,0x | 5,7x |
| **Aliansce Sonae** | Shoppings | ALSO3 | 5% | 7.727 | 12,2x | 10,6x | 22,2x | 17,7x | 1,2x | 1,1x |
| **Suzano** | Papel & Celulose | SUZB3 | 10% | 78.983 | 7,0x | 7,0x | 8,4x | 10,0x | 5,0x | 3,3x |
| **Cyrela** | Construção Civil | CYRE3 | 10% | 11.335 | 15,0x | 12,8x | 11,0x | 12,2x | 2,4x | 2,3x |
| **Oi S.A.** | Telecomunicações | OIBR3 | 10% | 13.192 | 5,6x | 5,0x | N/A | N/A | 1,1x | 1,2x |

Fonte: BTG Pactual e Economatica

## Vale (VALE3):

A história de transformação da Vale nos últimos anos tem sido notável, marcando o renascimento de um gigante da mineração. A tragédia de Brumadinho tem exercido forças de choque na gestão para mudar os rumos da empresa. Consequentemente, a segurança e uma agenda ESG mais ampla se tornaram metas primordiais de longo prazo, à medida que a Vale busca restaurar a credibilidade junto à sociedade. Ainda assim, estamos convencidos de que a Vale permanecerá altamente "amigável aos acionistas" no futuro (esperamos um dividend yield de 12% em 2021). Os fundamentos do minério de ferro (oferta e demanda) permanecem fortes, já que a demanda da China continua nos surpreendendo (Produção de aço chinesa crescendo ~ 6% no acumulado do ano!), o que levou os preços do minério de ferro acima de US$ 160/t (o início de outro super ciclo?). Embora as ações da Vale estejam inegavelmente baratas sob qualquer métrica, acreditamos que a redução do risco das ações será um processo gradual baseado em três pilares: (i) retorno de caixa; (ii) uma forte recuperação dos volumes e redução dos custos futuros; e (iii) uma percepção ESG que melhora marginalmente (longo prazo). Vemos a ação sendo negociada a 3,0x EBITDA 2021 (diferença relevante para os pares), e a mantemos em nosso portfólio, pois ainda vemos potencial de valorização, mesmo punindo as ações por vários ângulos.

## Aliansce Sonae (ALSO3):

No início da pandemia, não estávamos tão positivos em relação aos shoppings. Mas, nos últimos meses, o desempenho operacional dos shoppings tem melhorado muito, assim como para a Aliansce Sonae: (i) as vendas recuperaram muito (88% dos níveis pré-Covid em outubro); (ii) eles têm conseguido arrecadar aluguéis quase em linha com a recuperação

das vendas; e (iii) as taxas de vacância não aumentaram muito até agora (queda de apenas 130 bps a/a no 3T20). E apesar do cenário ainda incerto (segunda onda de infecções, descontos, aumento da vacância no 1T21), a Aliansce Sonae tem um balanço sólido com a menor alavancagem entre os pares e acreditamos que as vendas estão se recuperando semanalmente, enquanto que a probabilidade de uma vacina é muito maior agora (o que é um claro gatilho positivo para shoppings). Além disso, ALSO3 caiu ~40% em 2020, portanto, a ação é extremamente atraente negociando a 14x P/FFO 2021E e rendendo uma TIR real de 8,3% (~500bps spread sobre as taxas de juros reais de longo prazo). Assim, a Aliansce Sonae passa a integrar o nosso portfólio 10SIM este mês.

## Petrobras (PETR4):

Nossa visão positiva sobre Petrobras continua 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 Petrobras em projetos de alto retorno na área do pré-sal significa que a empresa deve ser capaz de reduzir o ponto de equilíbrio do petróleo abaixo de $30/bbl, abrindo caminho para lucros sustentáveis a longo prazo. Sob a curva de preço do petróleo atual, vemos as ações sendo negociadas com um atraente FCFE para o próximo ano, que vemos como não condizentes com base em uma história de alta convicção de desalavancagem e redução de riscos. Por fim, nossa sensação é que os investidores não estão dispostos a pagar por esse fluxo de caixa até que haja maior visibilidade de que finalmente será pago aos acionistas. Depois de adicionar mais flexibilidade à sua política de dividendos, e com a dívida bruta já em US$ 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. Depois de um desempenho forte em 2020, esperamos um crescimento de 12% nas vendas de aço a/a em 2021, com a Gerdau ganhando participação de mercado consistentemente, 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?). Vemos a ação negociando a 5,9x o EV/EBITDA 21, abaixo do múltiplo normalizado de 6,5-7x.

## Itaú (ITUB4):

Com as taxas de juros de curto prazo em tendência de alta, faz sentido ganhar exposição aos bancos. Os bancos também devem se beneficiar da recuperação econômica e de uma base de comparação baixa após um 2020 desafiador. Nossa principal escolha entre os grandes bancos comerciais do Brasil é o Itaú. A nosso ver, o Itaú parece estar caminhando na direção certa e tomando decisões acertadas para transformar o banco de dentro para fora. Se eles também conseguirem se destacar na execução, em algum momento poderemos ver os resultados de forma mais clara.

## Totvs (TOTS3):

O negócio principal da Totvs permanece resiliente, com oportunidades interessantes de venda cruzada e com uma opcionalidade na frente da TechFin. O histórico comprovado de execução da Totvs é um bom indicador, pois parece alavancar sua base de clientes. As vendas da Totvs estão diretamente relacionadas ao desempenho da economia em geral (ela vende seus serviços em diferentes setores e regiões), portanto, a recuperação da economia deve afetar positivamente as receitas recorrentes da empresa. Além disso, para quem busca uma proteção mais ativa contra o aumento da inflação, a Totvs pode ser uma excelente opção (receita ajustada pela inflação em um serviço essencial e de difícil substituição).

## B3 (B3SA3):

Nos últimos 3 meses, a B3 vem com um desempenho inferior ao mercado, o que em nossa visão reflete : 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) a recente rotação das carteiras para ações de "valor". Mas após o alto volume de vendas no papel, vemos um potencial de valorização decente para as ações da B3. Embora em um ritmo mais lento, os investidores de varejo continuam a aderir à bolsa, os mercados de capitais permanecem muito fortes e os ruídos político e da pandemia continuam contribuindo para a forte volatilidade. Mas com taxas de juros nas mínimas históricas, o tema do "financial deepening" permanece em vigor. Em resumo, reiteramos nossa Compra na ação e mantemos a B3 como uma de nossas Top Picks no Brasil.

## Cyrela (CYRE3):

Apesar do surto do Covid-19, estamos vendo uma recuperação rápida de vendas de imóveis domiciliares 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 (Lavvi, Plano&Plano e Cury) esperamos um excelente lucro e geração de caixa para o 3T. Isso é impulsionado, principalmente, pelas taxas de hipoteca mais baixas de todos os tempos (os bancos continuam anunciando novos cortes nas taxas de hipoteca). O cenário é incerto, 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 11x P/L 2021E) em um cenário em que as vendas de imóveis continuam sólidas e a empresa aumenta os lançamentos. Com uma perspectiva mais positiva para os próximos meses, estamos mantendo a Cyrela em nosso portfólio 10SIM.

## Oi S.A. (OIBR3):

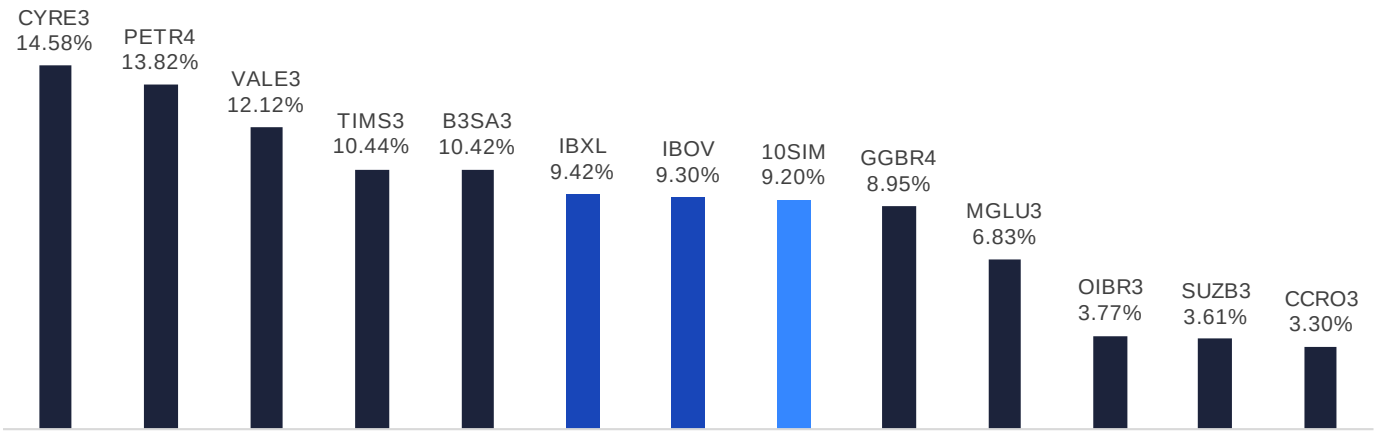
O plano revisado da empresa, aprovado em 8 de setembro, tornou o caso de investimento da Oi muito menos arriscado. Em 14 de dezembro, a Oi vendeu sua operação móvel para a TIM, Vivo e Claro por R$ 16,5 bilhões mais um contrato de capacidade de longo prazo *take-or-pay* de R$ 819 milhões assinado entre a Oi e as três operadoras. Espera-se que o negócio seja concluído no final de 2021, após a obtenção da aprovação regulatória - a agência reguladora do setor, Anatel, e o órgão antitruste CADE devem aprovar a transação. A venda de sua divisão móvel é outra etapa importante no processo de recuperação da empresa. Com a venda de sua unidade móvel, a empresa já leiloou o equivalente a R$ 18 bilhões, ou 73% dos R$ 24,5 bilhões que a empresa deve arrecadar com a venda de ativos. O próximo passo é o leilão de participação na empresa de infraestrutura da Oi por um preço mínimo de R$ 20 bilhões (a Oi espera levantar R$ 6,5 bilhões por uma participação na InfraCo), previsto para acontecer no 1T21.

## Suzano (SUZB3):

Estamos mantendo a Suzano em nosso portfólio porque acreditamos que as ações devem continuar a ter um bom desempenho, dado o ambiente favorável de preços de commodities para os próximos meses. Esperamos que os preços continuem subindo em 2021, uma vez que a demanda deve começar a melhorar ciclicamente (mercado resiliente de *tissue* (papel sanitário) + recuperação do setor de P&W - segmento de papel de Imprimir e Escrever), e nenhuma adição de capacidade relevante até o final do ano (projeto MAPA da Arauco estendido para o 4T21). Os produtores já implementaram um aumento de preço de US$ 50/t na China e anunciaram um adicional de US$ 30/t a partir de 1º de janeiro - levando os preços para US$ 530/t (nossa projeção é de uma média de US$ 575/t em 2021). Ainda vemos os preços das ações da Suzano em uma reversão permanente dos preços da celulose para os custos marginais de produção (~US$ 520/t), o que parece um tanto exagerado para nós. Acreditamos que as ações da Suzano estão subvalorizadas (em uma base normalizada de DCF) e que os investidores estão descontando pouco os benefícios do negócio/corte de custos da Fibria. Embora a alavancagem esteja longe de confortável e possa levar anos para se normalizar, acreditamos que o caminho está claro e consideramos a situação administrável (ainda gerando FCF na baixa do ciclo). Vemos a Suzano sendo negociada a 7x o EBITDA 21 (cerca de 50% é dívida!). Uma das melhores teses ESG da América Latina, em nossa opinião, o que poderia ajudar o sentimento do investidor.

## Rentabilidade Histórica:

**Gráfico 11: Performance por ação em dezembro de 2020:**

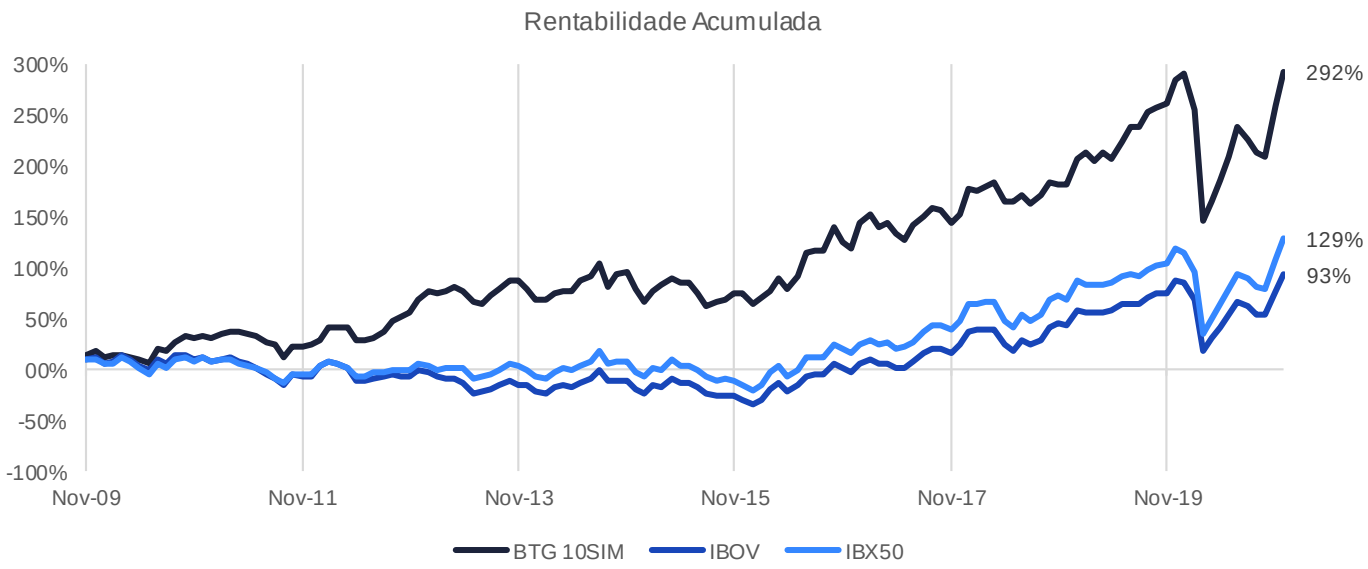



Fonte: BTG Pactual e Economatica

## Performance Histórica:

Em dezembro, nossa Carteira Recomendada de Ações teve uma valorização de 9,2%, performando abaixo do Ibovespa (9,3%) e do IBRX-50 (9,4%). 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 292,3%, ante 93,5% do Ibovespa e 128,8% do IBX-50.

**Gráfico 12: Performance Histórica (desde outubro de 2009)**




Fonte: BTG Pactual e Economática

**Tabela 4: 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% | 16,2% | 9,2% | 2,1% | 2,9% | 292,5% | 93,5% |

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 pessoas 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 constitue 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 filiadas 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, consequentemente, 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](www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)*