



Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Março 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

Momentos decisivos

Após a correção, o Ibovespa está sendo negociado com valuations mais atraentes (13,7x P/L de 12 meses projetado). Mas os riscos aumentaram, especialmente com o novo pacote de auxílio sendo votado no Congresso. Um pacote muito generoso ou uma legislação que não trate das preocupações levantadas pela equipe econômica pode assustar o mercado. Neste ponto, um pacote de tamanho e duração limitados e um firme compromisso do Congresso de aprovar medidas que ajudem a consolidação fiscal continuam sendo nosso caso base.

Mantendo a exposição à economia global; Petrobras mantém seu lugar

Decidimos manter a Petrobras no 10SIM. A ação foi prejudicada (queda de 18% em dólares em fevereiro) pela tumultuada saída de seu CEO, em um movimento que alguns temem que possa indicar interferência na política de preços da empresa. Não está claro se haverá alguma mudança na política de preços ou, talvez mais importante, na venda de suas refinarias. Embora seja difícil fazer uma análise sobre essas questões cruciais, após a recente correção das ações, decidimos que o risco-retorno é favorável.

LAME e B3 juntam-se ao portfólio

Estamos adicionando a LAME em resposta à melhoria das operações de B&M (varejo físico) e a combinação potencial de LAME e B2W, o que destacaria a operação multicanal da LAME e ajudaria o re-rating da ação (LAME está em 1,1x EV/GMV vs. MGLU em 3,1x). A B3 também retorna à 10SIM. Depois de um desempenho inferior ao do mercado recentemente (-8% em fevereiro), vemos o valuation atual como atraente. Os volumes continuam fortes, os resultados do 4T20 serão bons e revisões para cima nos lucros são prováveis. Estamos retirando Itaú e Aliansce este mês.

Vale & Suzano, PAGS & Rede D'Or, Oi & Totvs e Cyrela completam a 10SIM

Os players globais Vale & Suzano, Rede D'Or & PAGS, Oi & Totvs e Cyrela completam o portfólio 10SIM deste mês.

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

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	EV/EBITDA		P/L		P/VP	
					2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
Vale	Metais Básicos	VALE3	15%	484.879	2,9x	3,4x	4,0x	5,5x	1,7x	1,5x
Petrobras	Petróleo & Gás Natural	PETR4	10%	289.433	3,0x	2,9x	5,0x	5,6x	0,8x	0,8x
B3	Financeiras	B3SA3	10%	110.863	15,3x	15,1x	21,2x	20,6x	4,4x	4,3x
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	134.229	26,5x	22,4x	47,0x	46,2x	8,8x	8,1x
PagSeguro	Financeiras	PAGS34	10%	106.260	32,1x	19,0x	47,8x	28,2x	8,2x	6,3x
Totvs	Software	TOTS3	10%	17.816	24,5x	20,0x	36,5x	29,8x	6,4x	6,0x
Suzano	Papel & Celulose	SUZB3	10%	98.723	6,3x	6,2x	7,3x	8,5x	5,3x	3,2x
Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%	9.536	12,7x	9,8x	10,4x	7,6x	1,6x	1,5x
Lojas Americanas	Varejo	LAME4	10%	45.637	9,0x	7,2x	32,4x	25,1x	5,7x	4,8x
Oi S.A.	Telecomunicações	OIBR3	5%	11.256	5,3x	4,8x	N/A	N/A	0,9x	1,0x

Fonte: BTG Pactual e Economática

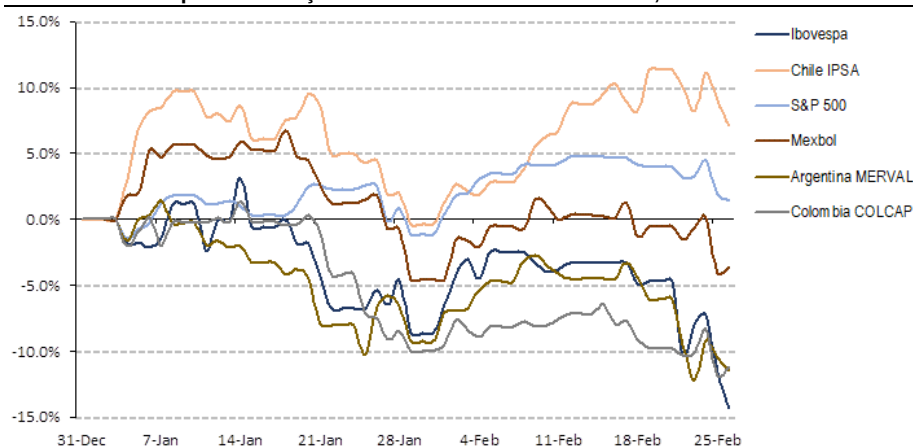
Momentos decisivos no Brasil

Pelo segundo mês, o Ibovespa caiu em fevereiro (-4,4%), e agora acumula queda de 7,5% no ano. Ao contrário de janeiro, no mês passado o Ibovespa caminhou na direção oposta ao S&P500 (+2,6%). Em dólares, o Ibovespa caiu 6,2% em fevereiro e agora está com queda de 14,3% no acumulado do ano, tornando-se a bolsa de valores com pior desempenho da América Latina no acumulado do ano (gráfico 1).

Associamos o fraco desempenho do Ibovespa em fevereiro ao aumento das preocupações com a situação fiscal do país e à possibilidade de elevação mais cedo ou mais tarde das taxas de juros nos EUA, o que seria especialmente negativo para países com situação fiscal frágil, como o Brasil.

A tumultuada demissão do CEO da gigante estatal de Petróleo & Gás Petrobras também foi culpada. A Petrobras, que responde por 8,8% do Ibovespa, despencou 18% em dólares só em fevereiro, pois os investidores se assustaram com a possibilidade de o governo interferir no dia a dia da empresa, incluindo sua política de preços, que hoje segue a paridade de preço internacional.

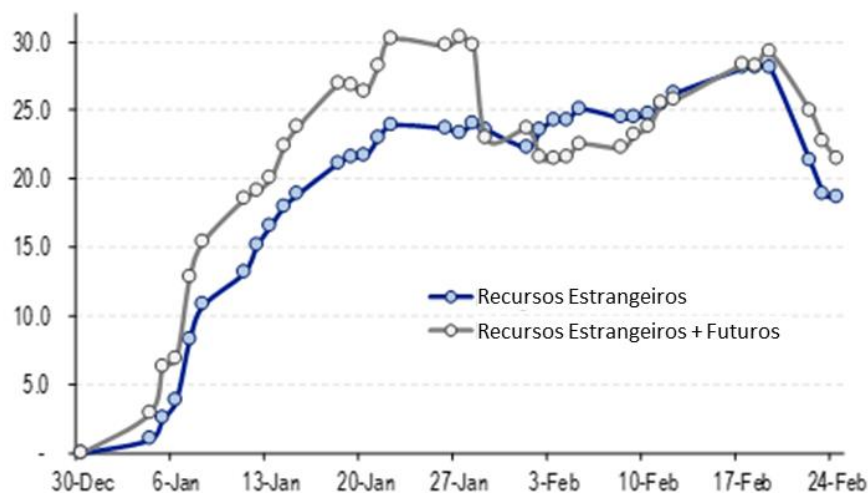
Gráfico 1: Desempenho das ações na América Latina e nos EUA, no acumulado no ano



Fonte: Bloomberg

A piora das condições financeiras no exterior e as preocupações com a situação fiscal e de governança do Brasil levaram os estrangeiros a retirar ~R\$ 10 bilhões das ações brasileiras nos últimos dias, após os fluxos de entrada recorde nos últimos meses (gráfico 2).

Gráfico 2: Fluxo diário estrangeiro em ações brasileiras nos últimos dois meses (R\$ bilhões)

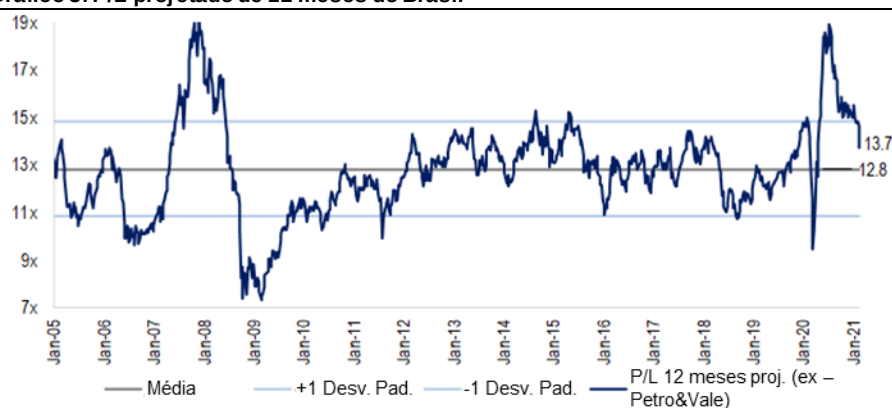


Fonte: Anbima e estimativas do BTG Pactual

Os valuation agora estão mais atraentes, mas os riscos são maiores

Após a correção adicional, o mercado como um todo no Brasil (ex-Petrobras e Vale) está agora sendo negociado a 13,7x P/L de 12 meses projetados, um pouco acima da média histórica vs. um desvio padrão completo acima da média de um mês atrás (gráfico 3).

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



Fonte: Economática, estimativas do BTG Pactual

Embora o Ibovespa agora esteja mais barato após a correção de fevereiro, ele está sendo negociado quase com o mesmo yield do que há um mês (3,5% vs. 3,3%), um desvio padrão acima de sua média histórica. Por quê? Porque enquanto as ações brasileiras despencaram no mês passado, as taxas de longo prazo subiram para 3,85% (de 3,60% no final de janeiro; gráficos 4-5).

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

Fonte: estimativas do BTG Pactual

Gráfico 5: Títulos do governo de longo prazo (NTN-B 2035)

Fonte: Bancos Central

Momentos decisivos

Estamos nos aproximando de momentos decisivos para as contas fiscais do Brasil, com implicações importantes para as taxas de juros de longo prazo e valuations das ações

O Congresso está prestes a votar uma emenda constitucional (PEC 186/2019, conhecida como PEC de Emergência) que ameniza as restrições fiscais e possibilita uma nova rodada de auxílio emergencial, com pagamento quase imediato - o pacote de auxílio emergencial anterior (R\$ 300 por mês) terminou em dezembro. Também cria uma estrutura fiscal para lidar com situações de calamidade pública. Por último, melhora a estrutura fiscal ao esclarecer partes da legislação de limite de gasto (especificamente aquelas que definem a ativação de gatilhos de limite de gasto).

A PEC não define o tamanho e o escopo do novo auxílio emergencial (alguns esperam que o valor varie de R\$ 200 a R\$ 300 por mês e dure 4 meses) e não traz cortes imediatos de gastos para compensar o aumento dos gastos com o auxílio. Ainda assim, a aprovação da PEC com um quadro fiscal melhorado seria bem recebida pelo mercado.

No entanto, alguns parlamentares querem dividir a PEC em duas. No primeiro, que seria muito fácil de aprovar, seria incluída apenas a parte que permite o pagamento imediato da nova rodada de auxílio emergencial.

A segunda parte, muito mais difícil de aprovar, inclui o quadro fiscal aprimorado e os gatilhos que ativam os mecanismos de limite de gastos. Agentes mais otimistas acreditam que esta segunda parte pode levar de 2 a 3 meses para ser votada e aprovada no Congresso. Os menos otimistas temem que talvez nunca seja aprovado.

A divisão da PEC pode ter um impacto negativo adicional nas taxas de juros de longo prazo e pressionar ainda mais os preços das ações.

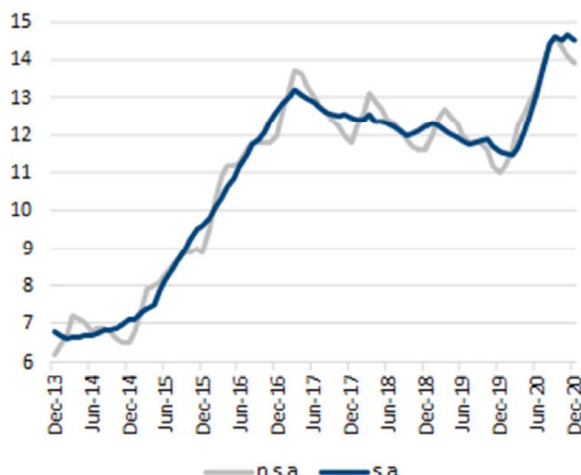
O desemprego continua muito alto; novos bloqueios não vão ajudar

Com a pandemia crescendo novamente no Brasil (consulte a seção de Covid para mais informações) e novas restrições ao comércio e à circulação em vários estados, a pressão por auxílio de emergência adicional imediato é natural.

As taxas de desemprego continuam altas. As taxas com ajuste sazonal encerraram dezembro em 14,5%, um pouco abaixo de setembro (14,6%). Talvez o mais preocupante seja o fato de que os candidatos a emprego ainda são muito menos do que antes da pandemia. Se considerarmos a força de trabalho pré-pandemia, o desemprego seria de 19,3% - ou seja, cerca de 10 milhões de empregos foram perdidos devido à pandemia. A massa salarial efetiva caiu 10% a/a em dezembro.

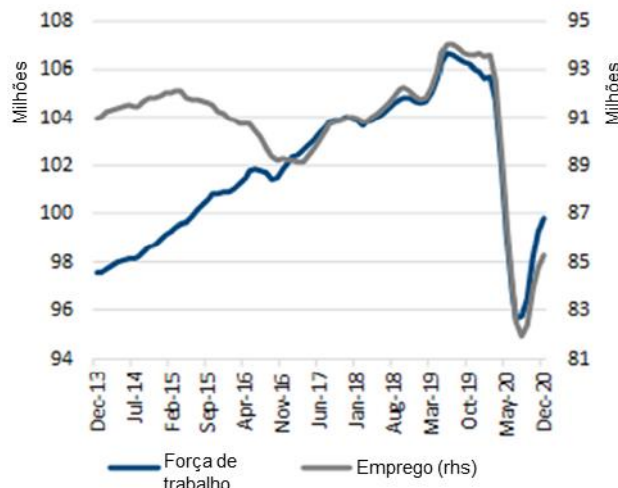
A esperança é que o programa de vacinação acelere nos próximos meses. A vacinação está avançando lentamente no Brasil, basicamente devido à falta de vacinas. Até o momento, segundo informações do Our World in Data, o Brasil já vacinou 7,8 milhões de pessoas, ou 3,7% de sua população. Ele ocupa um distante 58º lugar em vacinas por 100 habitantes.

Gráfico 6: Taxa de desemprego, %



Fonte: IBGE e ajuste sazonal do BTG Pactual. Nota: Valores médios trimestrais

Gráfico 7: Força de trabalho e emprego (s.a.)

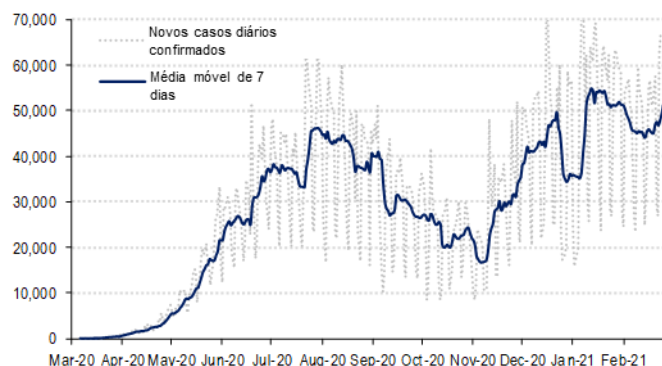


Fonte: IBGE e ajuste sazonal do BTG Pactual. Nota: Valores médios trimestrais.

Apesar da vacina, o Brasil não tem estado tão mal desde o início

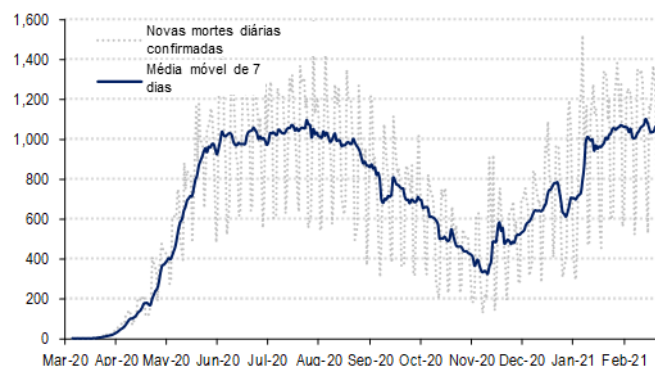
No Brasil, a maioria dos dados indica que a pandemia nunca foi tão ruim. Com base nos dados mais recentes, a média móvel de 7 dias de infecções diárias (51,4k vs. 51,5k em janeiro) foi estável em relação ao mês passado, mas o número médio de mortes diárias aumentou para 1.149 (vs. 1.067 em janeiro), o nível mais alto desde o início da pandemia.

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



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil, estimativas do BTG Pactual

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



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil, estimativas do BTG Pactual

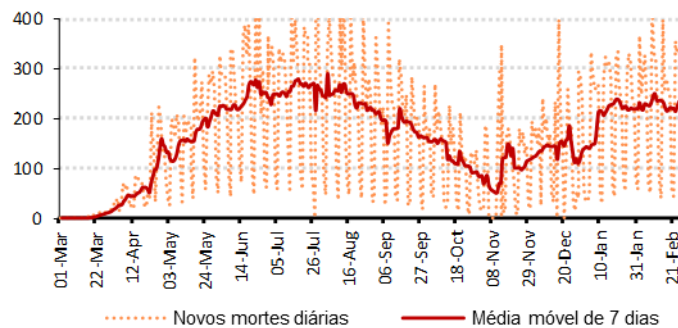
São Paulo segue tendência semelhante ao Brasil. A média móvel de 7 dias de infecções diárias melhorou um pouco (~10,8 mil vs. ~10,8 mil em dezembro) enquanto o número médio de mortes diárias aumentou (para 233 vs. 219 em dezembro).

Gráfico 10: Novos casos diários de COVID-19 em São Paulo



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas do BTG Pactual

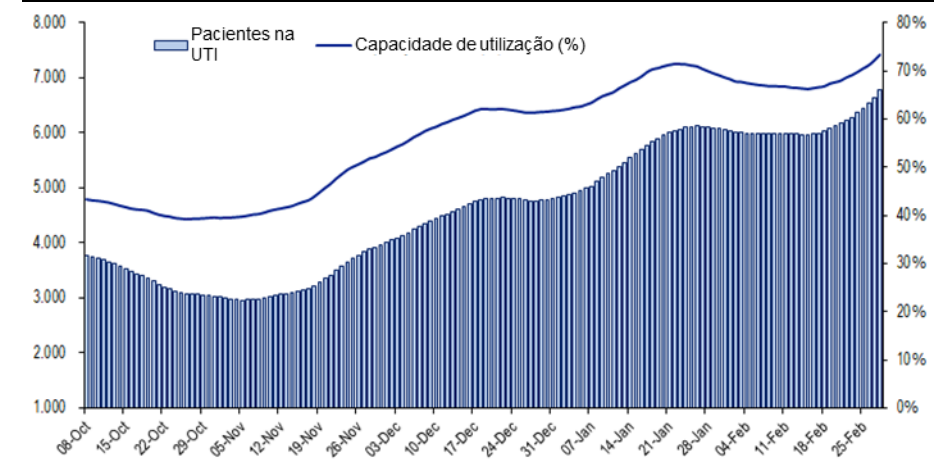
Gráfico 11: Novas mortes diárias por COVID-19 em São Paulo



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas do BTG Pactual

O principal problema da pandemia em São Paulo é o número de pessoas que precisam de cuidados na UTI. Os últimos dias bateram um recorde na região, com 6,8 mil leitos de UTI ocupados, ou ~ 73% de todos os leitos. Mais leitos foram disponibilizados para receber os pacientes. Se o número de leitos fosse o mesmo do final de 2020, a taxa de ocupação seria de alarmantes 87%.

Gráfico 12: Taxas de ocupação de leitos de UTI no estado de São Paulo



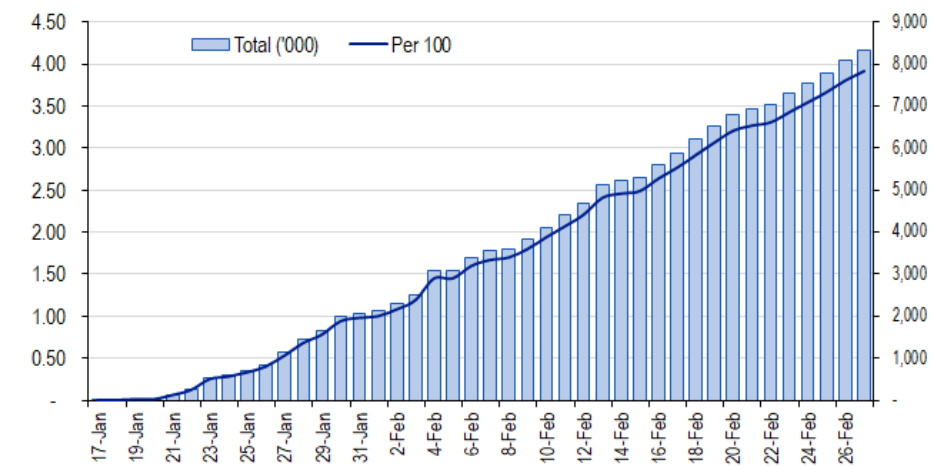
Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas do BTG Pactual

Foi esse salto no número de pacientes internados em UTI que levou o governador a impor medidas de isolamento social mais restritivas. Desde 26 de fevereiro, quem fica na rua entre 23h e 5h pode, caso não tenha motivo para estar ao ar livre, ser multado.

Vacinação no Brasil

100 países já iniciaram um plano de imunização. No Brasil, o governo iniciou seu plano de vacinação em 17 de janeiro. Desde então, pelo Our World in Data, o Brasil vacinou 8,3 milhões de pessoas, ou 3,9% da população.

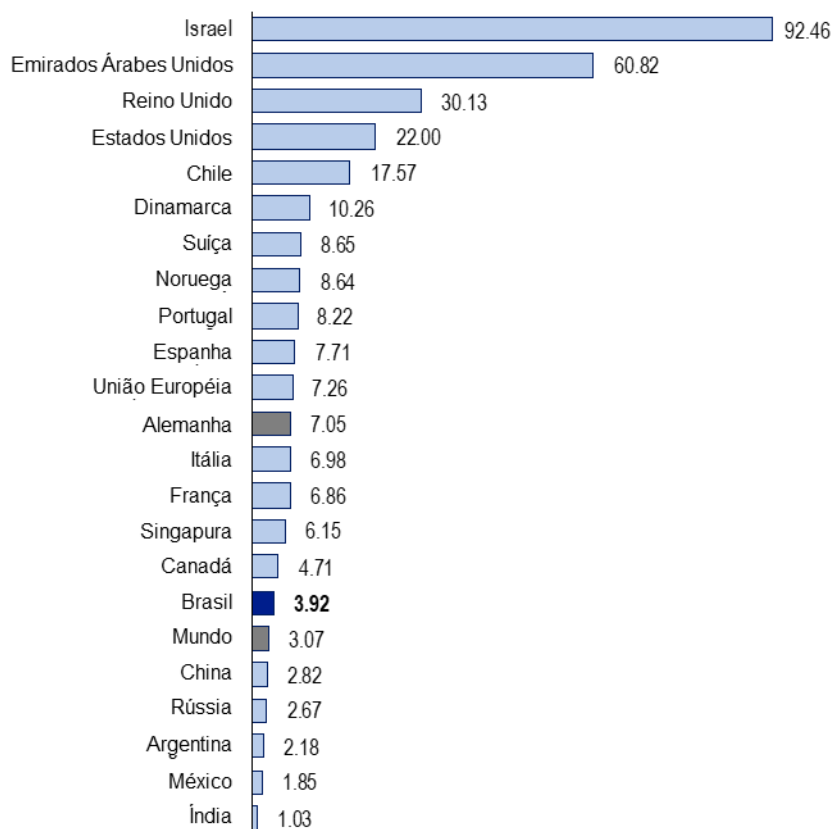
Quadro 13: Total de vacinas e vacinação por 100 habitantes



Fonte: Our World in Data

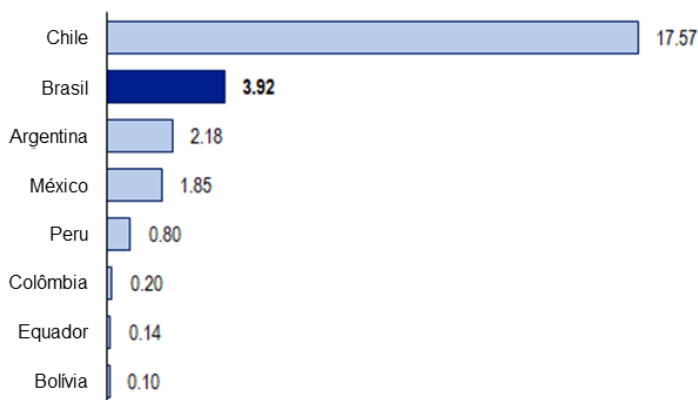
Proporcionalmente, dos 100 países que já iniciaram a vacinação, o Brasil é o 58º. Com base no número de doses efetivas, o Brasil é o 6º.

Gráfico 14: Vacinação por 100 habitantes



Fonte: Our World in Data

Em comparação com outros países importantes da América Latina, o Brasil só fica atrás do Chile.

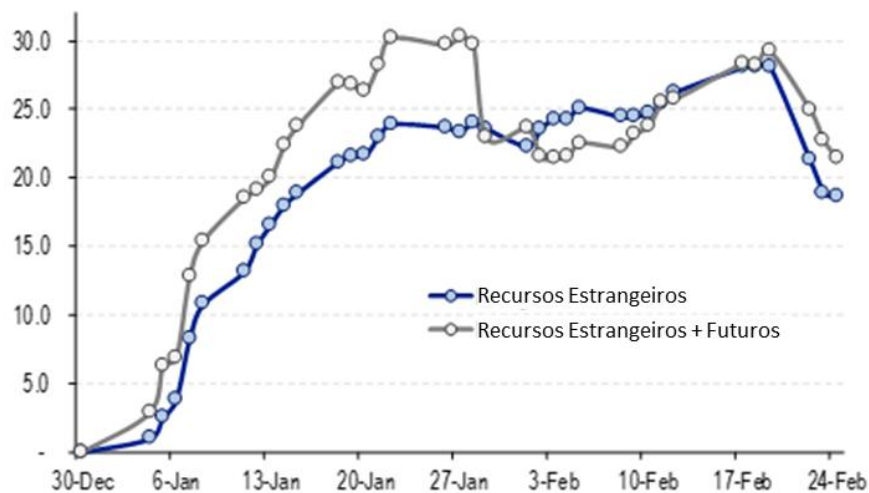
Gráfico 15: Vacinação por 100 habitantes, América Latina

Fonte: Our World in Data

O ruído político domina os fluxos estrangeiros

Os fluxos estrangeiros para o mercado de ações do Brasil foram abalados no mês passado por uma combinação de eventos políticos locais (mais especificamente a demissão do CEO da Petrobras), maiores preocupações com a situação fiscal do país e temores de aumentos das taxas de juros mais cedo ou mais tarde nos EUA.

Embora as saídas tenham sido consideráveis nos últimos dias, as entradas de investidores estrangeiros no acumulado do ano permanecem consideráveis, acompanhando a tendência global de maior apetite por mercados emergentes (gráfico 16).

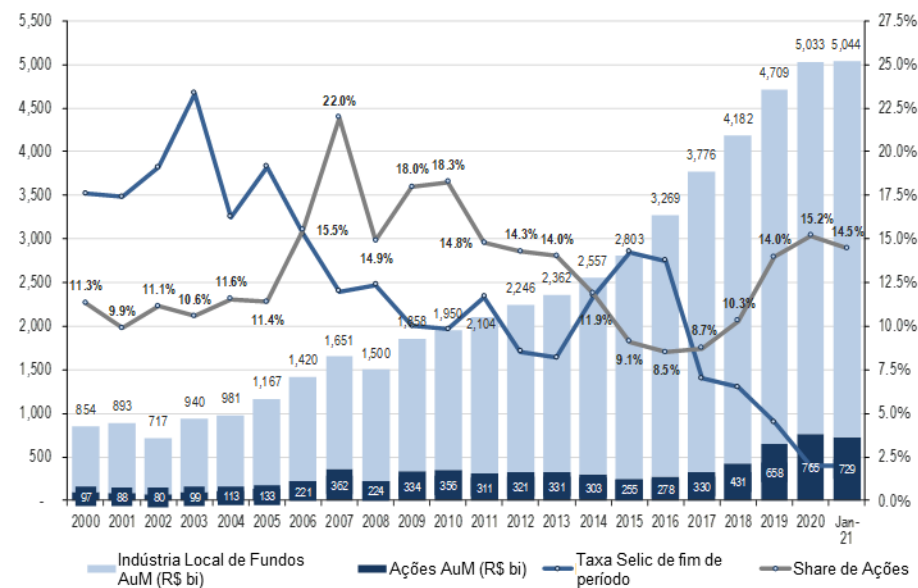
Gráfico 16: Fluxo diário estrangeiro em ações brasileiras nos últimos dois meses (R\$ bilhões)

Fonte: Anbima e estimativas do BTG Pactual

Alocações em fundos locais

Após encerrar o ano passado em 15,2%, a maior desde 2010, a alocação em ações pelos investidores locais caiu para 14,4% em janeiro, provavelmente influenciada pelas perdas da bolsa no mês (-3,3%). A alocação em ações pelos investidores locais aumentará com o tempo, principalmente devido ao nível historicamente baixo da taxa Selic. Se a alocação retornar aos níveis do final de 2007 (22%), e com base no AuM da indústria de fundos, isso significaria um crescimento de ~R\$ 380 bilhões no AuM dos fundos de ações.

Gráfico 17: Alocações de fundos locais

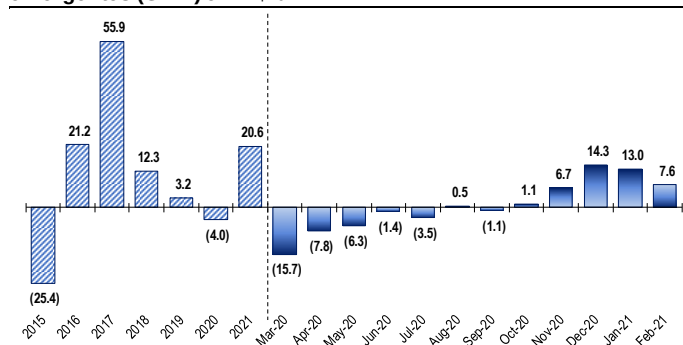


Fonte: Anbima e estimativas do BTG Pactual

Investidores estrangeiros estão aumentando exposição ao Brasil

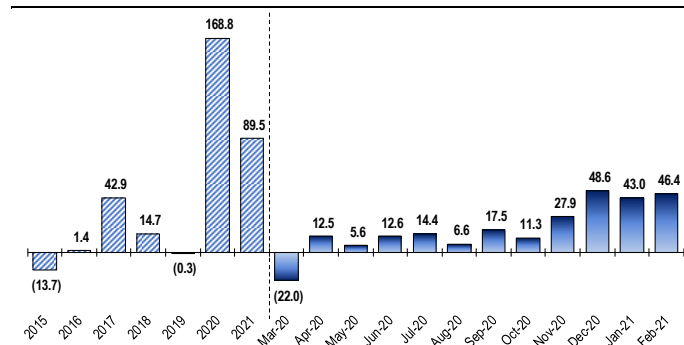
O aumento do apetite de risco dos mercados globais pode ser o principal motor das ações dos mercados emergentes em 2021. Perspectivas encorajadoras para a economia global, com vacinação em andamento, taxas de juros em níveis historicamente baixos em todo o mundo e estímulos adicionais nos EUA devem manter o apetite por risco em níveis relativamente elevados.

Gráfico 1: Entrada de recursos em fundos de mercados emergentes (GME) em R\$ bi



Fonte: EPFR

Gráfico 2: Entrada de recursos em fundos globais em R\$ bi



Fonte: EPFR

Acompanhando a tendência de maior exposição a mercados emergentes, os fundos GEM (Global Emerging Markets), Global, LatAm e BRIC aumentaram sua alocação em ações brasileiras no ano de 2020. Mas a exposição caiu em janeiro de 2021 e provavelmente cairá ainda mais em fevereiro devido a preocupações fiscais e de governança.

Os fundos globais, GEM e BRIC têm apenas uma fração de seus recursos alocados no Brasil. As alocações provavelmente não atingirão os níveis de 2011. Mas, com base nos números de 2019, ainda há muito espaço para que as alocações aumentem no longo prazo.

Tabela 1: Alocação dos fundos no Brasil

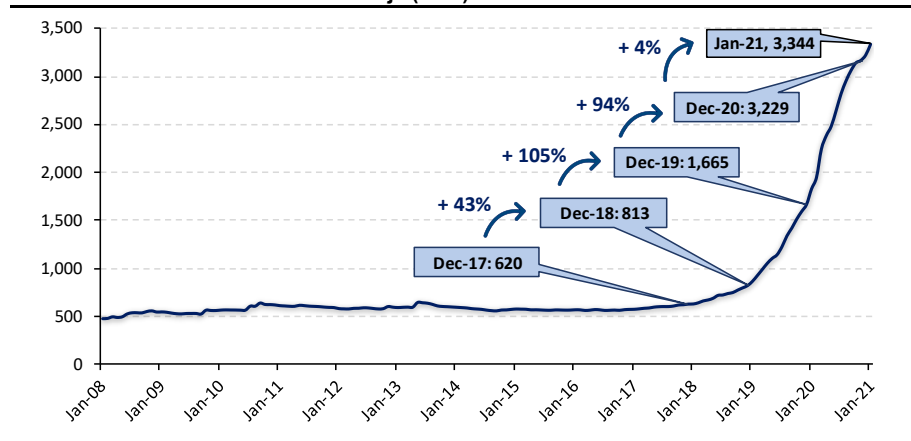
Alocações de fundos no Brasil				
Data	G.E.M.	Global	LatAm	BRIC
Dec-11	16,40%	1,94%	65,36%	33,32%
Dec-12	11,91%	1,02%	57,81%	27,56%
Dec-13	10,99%	0,90%	53,62%	22,46%
Dec-14	8,63%	1,08%	50,55%	20,67%
Dec-15	5,59%	0,58%	43,09%	12,60%
Dec-16	8,15%	0,68%	56,03%	17,51%
Dec-17	6,73%	0,52%	56,42%	14,69%
Dec-18	7,69%	0,54%	59,85%	18,49%
Dec-19	8,18%	0,45%	65,86%	17,44%
Jan-20	7,80%	0,44%	62,79%	16,64%
Feb-20	7,21%	0,40%	62,67%	12,39%
Mar-20	5,41%	0,28%	60,30%	9,03%
Apr-20	4,98%	0,17%	57,72%	8,77%
May-20	5,21%	0,18%	59,31%	10,15%
Jun-20	5,17%	0,18%	61,50%	10,41%
Jul-20	5,30%	0,20%	64,15%	10,76%
Aug-20	4,67%	0,18%	62,09%	9,42%
Sep-20	4,40%	0,17%	61,08%	11,53%
Oct-20	4,31%	0,18%	60,15%	8,82%
Nov-20	4,98%	0,20%	60,17%	9,93%
Dec-20	5,29%	0,25%	62,71%	10,37%

Fonte: EPFR

Mais e mais as pessoas físicas estão entrando no mercado

113 mil contas de investidores pessoa física foram abertas em fevereiro. Depois de desacelerar no final do ano passado, o forte ritmo de abertura de novas contas está de volta.

Gráfico 3: Número de contas de varejo ('000)



Fonte: B3

Carteira Recomendada de Ações (10SIM):

Tabela 3: Alterações na Carteira para o mês de Março

Fevereiro				Março			
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%
Itaú	Bancos	ITUB4	10%	B3	Finanças	B3SA3	10%
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%
PagSeguro	Finanças	PAGS34	10%	PagSeguro	Finanças	PAGS34	10%
Totvs	Software	TOTS3	10%	Totvs	Software	TOTS3	10%
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	10%	Lojas Americanas	Varejo	LAME4	10%
Alionsce Sonae	Shoppings	ALSO3	5%	Oi S.A.	Telecomunicações	OIBR3	5%

Fonte: BTG Pactual

10SIM de março: LAME4 e B3 voltam para a carteira

Com o Ibovespa caindo 7,6% no acumulado do ano (14,6% em dólares), os valuations estão mais atraentes - o Ibovespa está sendo negociado a 13,7x P/L de 12 meses projetados. Mas os riscos relacionados ao Brasil aumentaram claramente nos últimos meses. O congresso está prestes a decidir sobre um novo pacote de auxílio (tamanho, duração e escopo ainda indefinidos) que o mercado espera ser acompanhado de medidas para ajudar a administrar a desafiadora situação fiscal do Brasil.

Um pacote muito generoso ou uma legislação que não atenda às preocupações levantadas pela equipe econômica pode assustar o mercado, elevar as taxas de longo prazo e pressionar ainda mais os preços das ações. No momento, um pacote limitado em tamanho e duração e um firme compromisso do congresso de aprovar medidas que ajudem a consolidação fiscal continuam sendo nosso caso base.

Dito isso, dados os riscos locais e a esperada recuperação econômica global, estamos mantendo uma exposição relativamente grande a nomes que se beneficiam diretamente de uma economia global em expansão, incluindo a exportadora de minério de ferro Vale e a produtora de papel e celulose Suzano.

Decidimos também manter a Petrobras no 10SIM. A ação foi impactada (-18% em dólares em fevereiro) pela decisão do presidente Bolsonaro de destituir o CEO em um movimento que alguns temem que possa indicar uma possível interferência na política de preços da empresa, que atualmente segue a paridade de preços internacional. Nem Bolsonaro nem o novo CEO fizeram qualquer declaração sobre a política de preços da empresa ou, talvez mais importante, sobre sua intenção de continuar vendendo algumas de suas refinarias. Embora seja difícil decidir se essas questões importantes vão mudar ou não, após a recente desvalorização das ações, decidimos que o risco-retorno é favorável.

Neste mês, estamos adicionando a varejista Lojas Americanas por uma combinação de fatores. Acreditamos que suas operações de B&M (varejo físico) resilientes irão se recuperar gradualmente e esperamos que a combinação potencial da LAME e B2W destaque a operação multicanal da LAME e ajude em uma reavaliação da ação. De acordo com nossas estimativas, uma LAME consolidada está sendo negociada a 1,1x EV/GMV 2021E, em comparação com a MGLU negociado a 3,1x.

A B3 está voltando para o 10SIM, substituindo o Itaú. Depois de um desempenho inferior em relação mercado recentemente (caiu 8% em fevereiro e caiu 11% no acumulado do ano), vemos o valuation atual como atraente. Além disso, os volumes permanecem fortes (o volume de ações no trimestre até agora está em R\$ 37 bilhões), os resultados do 4T20 serão bons e revisões para cima nos lucros são prováveis.

Para dar lugar a LAME e B3, estamos retirando Itaú e Alionsce. Estamos mantendo nossa exposição às construtoras, por meio da Cyrela, por conta de taxas de juros imobiliários baixas e abundante crédito de longo prazo. Também estamos mantendo a exposição a empresa de saúde Rede D'Or e a fintech PagSeguro.

Completamos nosso 10SIM com a operadora de telecomunicações Oi e o desenvolvedor de software Totvs. Resumindo, nossa 10SIM inicia março com: Petrobras, Vale, Suzano, Cyrela, Oi, Totvs, Rede D'Or, PAGS, LAME e B3.

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%	484.879	2,9x	3,4x	4,0x	5,5x	1,7x	1,5x
Petrobras	Petróleo & Gás Natural	PETR4	10%	289.433	3,0x	2,9x	5,0x	5,6x	0,8x	0,8x
B3	Financeiras	B3SA3	10%	110.863	15,3x	15,1x	21,2x	20,6x	4,4x	4,3x
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	134.229	26,5x	22,4x	47,0x	46,2x	8,8x	8,1x
PagSeguro	Financeiras	PAGS34	10%	106.260	32,1x	19,0x	47,8x	28,2x	8,2x	6,3x
Totvs	Software	TOTS3	10%	17.816	24,5x	20,0x	36,5x	29,8x	6,4x	6,0x
Suzano	Papel & Celulose	SUZB3	10%	98.723	6,3x	6,2x	7,3x	8,5x	5,3x	3,2x
Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%	9.536	12,7x	9,8x	10,4x	7,6x	1,6x	1,5x
Lojas Americanas	Varejo	LAME4	10%	45.637	9,0x	7,2x	32,4x	25,1x	5,7x	4,8x
Oi S.A.	Telecomunicações	OIBR3	5%	11.256	5,3x	4,8x	N/A	N/A	0,9x	1,0x

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 ~ 7% no acumulado do ano!), o que levou os preços do minério de ferro acima de US\$ 180/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.

Lojas Americanas (LAME4):

Após um ano difícil em 2020, esperamos uma recuperação gradual da resiliente operação de varejo físico da LAME nos próximos trimestres, também como resultado do aumento da penetração do O2O sobre as vendas totais, enquanto há uma tendência de melhora na B2W, na qual a LAME detém uma participação de 62% (dado o sortimento mais amplo em sua operação 1P, além de uma estratégia de envio e atendimento mais agressiva). Ao mesmo tempo, considerando a potencial combinação com a B2W recentemente anunciada, a LAME deve gradativamente começar a ser percebida (e precificada) como um player multicanal, abrindo espaço para uma reclassificação. A combinação pode destravar um valor significativo no lado operacional: construir verdadeiramente uma operação multicanal, com um banco de dados de CRM integrado, estoque totalmente integrado e a capacidade de explorar mais oportunidades no negócio de publicidade devido à grande base de tráfego. Ela também elimina a sobrecarga sobre qual empresa controla futuras aquisições ou divisões criadas (como foi o caso da Ame Digital em 2019). Em um exercício simples, a LAME (consolidado) atualmente é negociada a 1,1x EV/GMV em 2021 (vs. 3,1x para MGLU e 3,3x para MELI).

Petrobras (PETR4):

Estamos mantendo a Petrobras em nosso portfólio, embora destaquemos que a percepção de risco agora é muito maior e que agora se tornou uma tese binária. Com os acontecimentos dos últimos dias culminando na decisão do acionista controlador (Governo Federal) de solicitar a substituição do CEO, vemos os pilares que sustentaram nossa postura otimista sobre o nome em risco, como a desalavancagem e a redução do risco político. Mais do que praticar preços de combustível abaixo do IPP per se (paridade internacional de preços), nos perguntamos quais poderiam ser as implicações para a alocação de capital da empresa e o desinvestimento das refinarias. Com o Brasil precisando importar mais de 10-20% do diesel/gasolina para atender à demanda doméstica pré-pandemia, a escassez de combustível também é outra preocupação. Dito isso, a Petrobras ainda é uma história muito barata em um setor e um cenário macro muito favoráveis. Mesmo se os subsídios da Petrobras subirem para níveis mais próximos do período 2011-13, nosso EBITDA de 2021E ficaria cerca de 20% abaixo do atual e as ações ainda seriam negociadas abaixo de 4x o EBITDA. Acreditamos que as ações tomadas nas próximas semanas serão cruciais para restaurar a confiança na precificação da Petrobras e na independência de alocação de capital. Caso algum tipo de mecanismo seja criado pelo governo para reduzir a volatilidade do preço do combustível, acreditamos que ele possa ajudar a liberar a ação da armadilha de valor atual.

PagSeguro (PAGS34):

Apesar do desempenho muito forte em fevereiro, decidimos manter as ações da PagSeguro na carteira por mais um mês. Seus resultados do 4T, publicados na semana passada, mostraram uma aceleração nas receitas e no lucro líquido em 2021. Para completar, o TPV (volume total de pagamentos) do PagBank é quase metade do TPV de aquisição e as receitas bancárias estão acelerando com as novas iniciativas e a retomada das concessões de crédito. De fato, dado os valuation recentes dos bancos digitais, acreditamos que muito pouco do PagBank está precificado atualmente. Continuamos otimistas com a ação, reiterando nossa Compra!

B3 (B3SA3):

Estamos adicionando a B3 de volta ao portfólio. A combinação de um pequeno crescimento do LPA esperado para a B3 em 2021, combinado com os preços estáveis das ações das bolsas globais nos últimos meses, muito provavelmente está contribuindo para o recente desempenho inferior da B3. A bolsa brasileira apresentará seus resultados do 4T20 esta semana e os números devem ser muito fortes. Além disso, os volumes de janeiro e fevereiro já apresentam crescimento adicional em relação às nossas estimativas, com um volume de ações de R\$ 37 bilhões até agora no trimestre. Dito isso, vemos revisões para cima dos lucros no horizonte, o que esperamos ser um importante gatilho para que as ações da B3 voltem a apresentar um desempenho superior.

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).

Rede D'or (RDOR3):

Com um Beta baixo e um setor mais resiliente, agora favorecemos a exposição à saúde, especialmente para investidores que buscam mais proteção em tempos de volatilidade aguda do mercado. Portanto, após seu recente IPO (o maior em 2020 no Brasil e o segundo maior na indústria hospitalar global), a Rede D'Or (nossa Top Pick em saúde) agora se junta ao portfólio 10SIM. Além de um momentum atrativo de lucros e na atividade de M&A (2021 deve ser um ano notável nesta frente), a RDOR oferece uma combinação única de oportunidades de crescimento consideráveis e retornos elevados em um setor que está longe de ser consolidado e em constante crescimento. Com um CAGR de EBITDA robusto de 35% (2011-2019), a Rede D'Or tem um dos melhores históricos entre as large caps da América Latina. E os motores de crescimento da empresa até agora devem permanecer em vigor: (i) consolidação (dez maiores empresas de hospitais com menos de 20% de participação); (ii) os fundamentos de alto crescimento da indústria (gastos com saúde privada devem crescer dois dígitos anualmente); (iii) poderosa plataforma de M&A; e (iv) rentabilidade vista como referência (o dobro da média do setor), refletindo sua sólida execução e escalabilidade de serviço completo. Considerando as fortes perspectivas de crescimento de lucros da RDOR (CAGR de LPA de 3 anos de 38%), o valuation não é tão caro quanto se poderia pensar. A 47x P/L 2021 e 1,2x PEG (2021-2024), a ação é negociada com um desconto decente para outros nomes premium/de alto crescimento no Brasil.

Cyrela (CYRE3):

Acreditamos que a Cyrela oferece uma boa combinação de forte crescimento e pagamentos de dividendos elevados - a empresa cresceu 35% a/a em 2020, e esperamos que cresça dois dígitos em 2021, enquanto pensamos que as joint ventures da Cyrela (Lawi, Cury e Plano & Plano) também devem crescer muito. As fortes vendas de imóveis foram impulsionadas principalmente pelas menores taxas de juros imobiliários da história (os bancos continuam anunciando novos cortes nas taxas de financiamento, juntamente com novos produtos mais baratos). Acreditamos que a Cyrela está muito bem posicionada para surfar o bom momento do setor imobiliário, pois: (i) possui marcas diferentes que atendem a todos os segmentos de renda; (ii) ela planeja aumentar os lançamentos um pouco acima de dois dígitos em 2021; (iii) depois de distribuir R\$ 700 milhões em dividendos no ano passado, a distribuição de dividendos deve ser sólida neste ano, assim como a empresa está desalavancada (esperamos um dividendo de um dígito alto); e (iv) o valuation parece atraente (em 10x P/L 2021E), principalmente em um cenário onde as vendas de casas permanecem sólidas e os lançamentos estão crescendo. Com uma perspectiva mais positiva para os próximos meses, estamos mantendo a Cyrela em nosso portfólio 10SIM.

Oi S.A. (OIBR3):

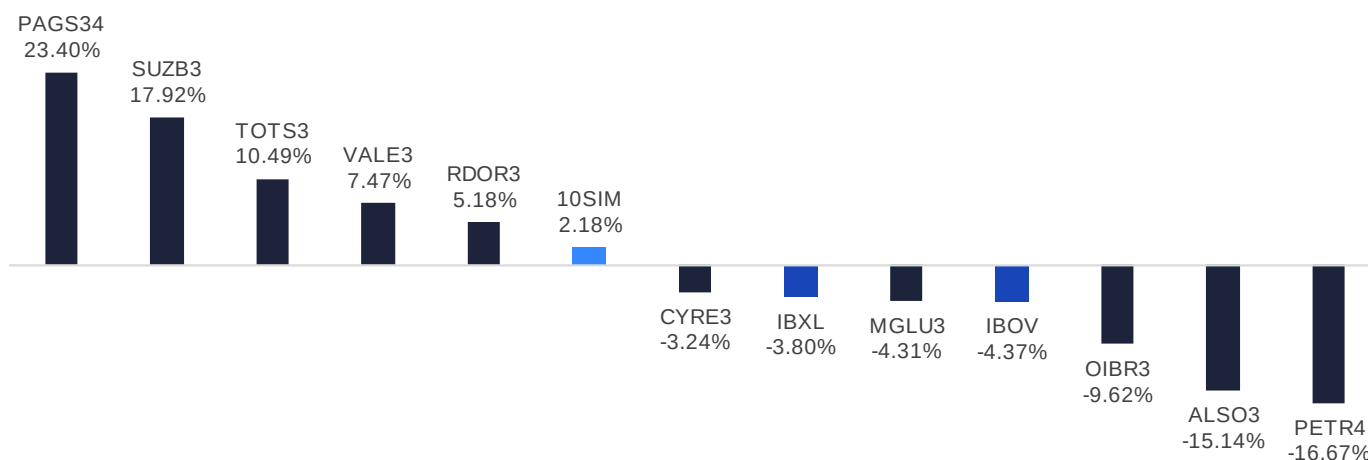
Após um início de ano promissor, as ações da Oi (OIBR3) despencaram e agora estão em R\$ 1,88. A nosso ver, a correção das ações pode ter sido ocasionada por investidores desiludidos com o fato de, segundo o jornal Valor, apenas dois veículos terem demonstrado interesse na InfraCo e os lances não terem ultrapassado muito o preço mínimo. Em nossa opinião, mesmo que as ofertas iniciais apresentadas pelos diferentes investidores possam não ter vindo muito acima do preço mínimo, é prematuro concluir que elas permanecerão onde estão. Dois concorrentes fortes é tudo o que é necessário para um leilão disputado. O que importa no final do dia é quanto os licitantes querem o ativo e se eles estão preparados e capitalizados para fazer lances vencedores. Nosso preço-alvo por soma de partes para a Oi de R\$ 3,10 presume que a InfraCo seria vendida por R\$ 24 bilhões. Com o preço atual das ações, vemos um potencial de valorização de 65% em relação ao nosso preço-alvo.

Suzano (SUZB3):

A Suzano vem lutando com um “ciclo de baixa” desde a aquisição da Fibria, há cerca de dois anos, o que tem levado a ação a apresentar um desempenho inferior (embora a gestão tenha sido impecável na integração das duas empresas). Agora, o ciclo da celulose definitivamente reverteu e a desalavancagem (4,3x Dívida Líquida/EBITDA do final de 2020) deve acelerar, o que é um potente catalisador para mais desempenho melhor das ações - projetamos uma alavancagem próxima de 2x no final do ano. Também esperamos que os preços da celulose continuem subindo nos próximos meses, já que a demanda deve continuar a melhorar ciclicamente, mercado resiliente de tissue (papel sanitário) + recuperação do setor de P&W - segmento de papel de Imprimir e Escrever, juntamente com interrupções agudas do lado da oferta e sem adições de capacidade relevantes até o final do ano. Os preços já subiram ~ US\$ 150/t das mínimas, atualmente em US\$ 615/t, e ainda vemos espaço para mais alta (projetamos uma média de US\$ 625/t para 2021). Vemos a Suzano sendo negociada a múltiplos baratos de 6,3x EV/EBITDA 21 e gerando rendimento de FCFE de 13%. Também estamos defendendo uma reclassificação do nome para a faixa de 8-8,5x EBITDA, que consideramos apropriado considerando a tese de investimento atual (potencial de desalavancagem, ESG, opcionalidade de crescimento, corte de custos, sinergias, posição de liderança ...).

Rentabilidade Histórica:

Gráfico 21: Performance por ação em fevereiro de 2021:

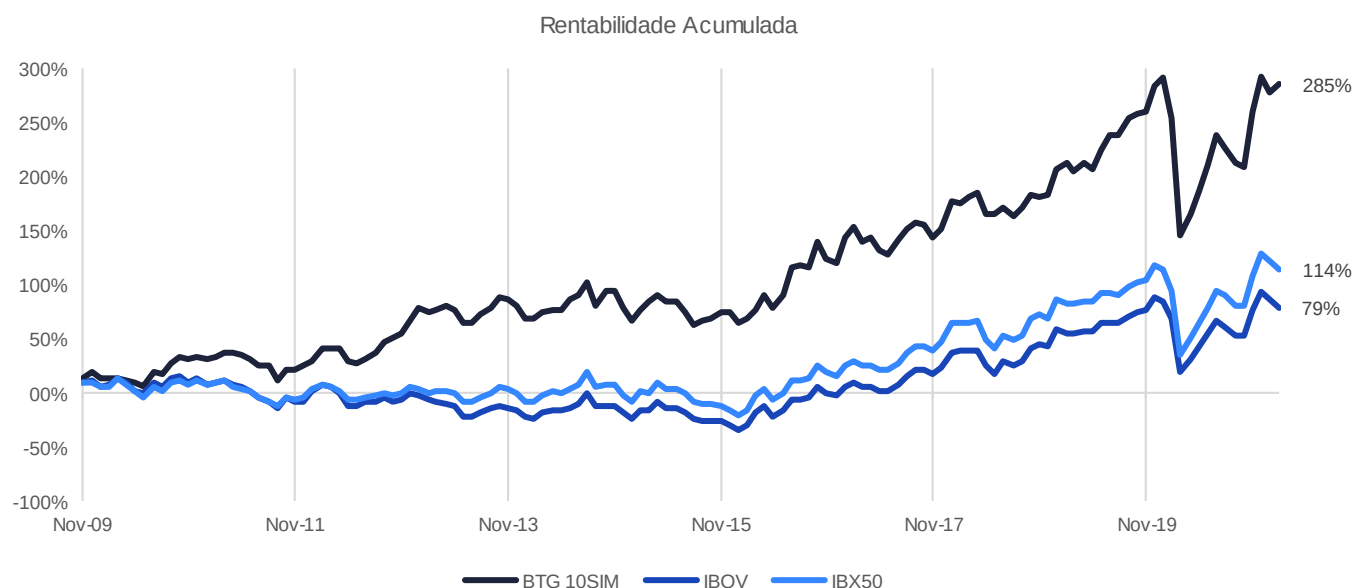


Fonte: BTG Pactual e Economática

Performance Histórica:

Em fevereiro, nossa Carteira Recomendada de Ações teve uma valorização de 2,2%, contra uma queda de -4,4% do Ibovespa e -3,8% do IBRX-50. 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 285,3%, ante 78,9% do Ibovespa e 113,9% do IBX-50.

Gráfico 22: 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%
2021	-3,9%	2,2%											-1,8%	-7,5%	285,4%	78,9%

Fonte: BTG Pactual e Economática

Informações Importantes

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

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

Disclaimer Global

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

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

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

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

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

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

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

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos como 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 é 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