



Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Maio 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

Ruído fiscal/político reduzido e melhor situação da saúde deve impulsionar os mercados

Com a situação orçamentária resolvida, um pouco de redução do ruído político e uma melhora na situação geral da saúde do país, vemos espaço para o Ibovespa continuar sua recente valorização. O prêmio de risco das ações do Ibovespa (ex-Petro & Vale) está um desvio-padrão acima da média, em 3,8%.

Os investidores estrangeiros estão de volta; Projetos de infraestrutura atraíram grande interesse

Em abril, o risco-país do Brasil diminuiu e os fluxos estrangeiros para ações voltaram a ser positivos (entradas de R\$ 6,8 bilhões). Talvez mais interessante, só em Abril o governo federal leiloou 3 conjuntos de aeroportos, 4 terminais portuários, 1 ferrovia e 1 rodovia, o estado de SP leiloou 2 linhas de trem e o Rio de Janeiro leiloou sua empresa de água e esgoto CEDAE. Esses projetos combinados renderam R\$ 27,5 bilhões em taxas de concessão e trarão R\$ 50,8 bilhões em investimentos nos próximos 20 a 35 anos.

Reposicionando a carteira para a reabertura; Bancos, Varejo, Shoppings, Infraestrutura

Reposicionamos nosso portfólio para capturar o que acreditamos ser uma gradual reabertura e recuperação da economia brasileira. Estamos reduzindo um pouco nossa exposição aos exportadores de commodities (mas ainda mantendo Vale e Gerdau), e aumentando a exposição a bancos (Bradesco), varejo (Arezzo), shoppings (Iguatemi) e infraestrutura (Rumo & CCR). Para abrir espaço para os estereantes, estamos retirando Locaweb (após valorização de 26% em abril), PagSeguro, Suzano, Cosan e B3.

A Hapvida entra no lugar da Rede D'Or; Totvs, Oi completam a 10SIM

Estamos mantendo a exposição à saúde, mas substituindo a Rede D'Or pela Hapvida, agora nossa Top Pick no setor de Saúde. Com R\$ 2 bilhões de capital recém-levantado, ela está pronta para outra rodada de M&As. Além disso, vemos o valuation como atrativo quando ajustado pelas sinergias da fusão com a GNDI. Completamos nossa 10SIM com Oi e Totvs.

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

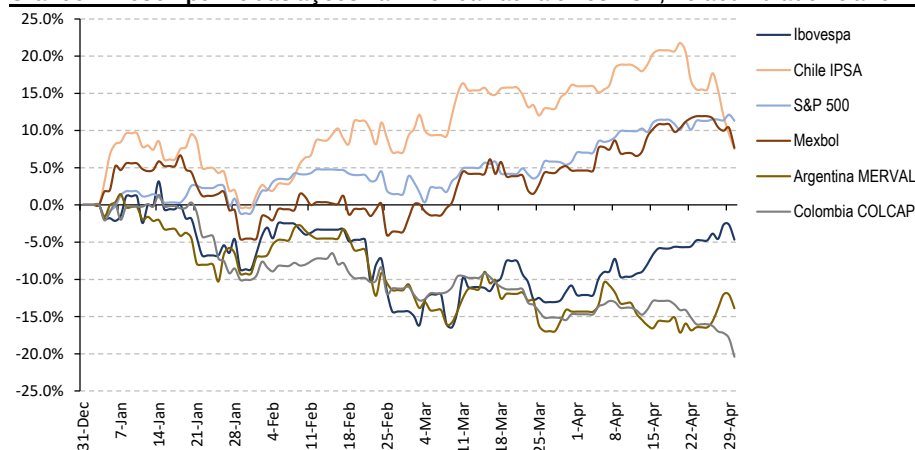
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
Vale	Metais Básicos	VALE3	15%	559.360	2,7x	3,2x	4,0x	5,2x	2,1x	1,8x
Bradesco	Bancos	BBDC4	10%	216.312	N/A	N/A	8,4x	7,6x	1,4x	1,3x
Hapvida	Saúde	HAPV3	10%	55.593	23,0x	18,4x	52,5x	30,0x	5,9x	5,6x
Arezzo	Varejo	ARZZ3	10%	7.537	21,8x	18,2x	39,0x	34,0x	5,0x	4,7x
CCR	Infraestrutura	CCRO3	10%	84.703	6,8x	6,8x	19,8x	18,1x	2,8x	2,8x
Totvs	Software	TOTS3	10%	17.657	24,3x	19,8x	36,2x	29,6x	6,3x	6,0x
Rumo	Logística	RAIL3	10%	37.055	12,0x	10,6x	35,6x	27,4x	2,3x	2,1x
Gerdau	Metais Básicos	GGBR4	10%	53.315	4,5x	5,1x	8,1x	10,9x	1,6x	1,4x
Iguatemi	Shoppings	IGTA3	10%	6.482	14,4x	12,2x	24,0x	22,1x	2,1x	2,1x
Oi S.A.	Telecomunicações	OIBR3	5%	10.225	5,2x	4,6x	N/A	N/A	0,8x	0,9x

Fonte: BTG Pactual e Economatica

Menos ruído político/fiscal e melhor situação de saúde

O Ibovespa teve outro bom desempenho em abril e subiu mais 1,9% em reais (após alta de 6% em março) e 6.9% em dólares, recuperando um pouco do desempenho inferior em relação a outros mercados de ações latino-americanos (gráfico 1).

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



Fonte: Bloomberg

Mesmo após o bom desempenho dos últimos meses, o Ibovespa, ex-Petro & Vale, voltou a negociar em linha com sua média histórica (em 12,8x), um dos menores níveis desde o último mês de abril, no início do pandemias (gráfico 2).

A queda nos múltiplos de P/L e nas taxas de longo prazo (agora em 4,01%, ante 4,07% um mês atrás), fez com que o earnings yield do Ibovespa (ex-Petro & Vale) subisse para 3,8%, mais de um padrão desvio acima de sua média histórica (gráfico 3).

Gráfico 2: P/L de 12 meses projetados do Brasil

Fonte: Economática e estimativas do BTG Pactual

Gráfico 3: Earnings yield (L/P menos taxas de juros de 10 anos)

Fonte: Economática e estimativas do BTG Pactual

A aprovação do Orçamento de 2021 é um grande alívio

Do ponto de vista fiscal, a tão esperada sanção do Orçamento de 2021 foi um grande alívio para os mercados. O orçamento aprovado agora é realista, executável e compatível com a regulamentação do teto de gastos para 2021.

O acordo só foi possível porque todas as partes que participaram das negociações fizeram algumas concessões. Os parlamentares concordaram em reduzir as emendas parlamentares em R\$ 11,9 bilhões, enquanto o governo cortou despesas discricionárias em até R\$ 16,9 bilhões.

A aprovação do orçamento proporciona algum alívio do lado fiscal, mas talvez, mais importante, mostra que o governo e o Congresso estão dispostos a se comprometer e trabalhar juntos.

Embora a solução do imbróglio orçamentário de 2021 seja claramente positiva, isso não significa que o cenário fiscal será menos desafiador de agora em diante. Despesas discricionárias foram reduzidas ao nível mínimo necessário para manter o governo funcionando, e eventuais paralisações podem ocorrer.

Do ponto de vista político, a Comissão Parlamentar de Investigação (CPI) para investigar como o governo federal está lidando com a pandemia da Covid pode adicionar algum ruído no curto prazo. Embora possa produzir uma série de manchetes negativas para o governo no curto prazo, ainda estamos longe das eleições presidenciais e o impacto geral pode ser limitado.

Além disso, a melhoria nas condições gerais de saúde do país (que ainda são dramáticas) e o progresso na vacinação podem ajudar a reduzir a pressão política que será gerada pela CPI.

Os primeiros sinais de melhora nas condições de saúde indicam que a reabertura pode estar próxima

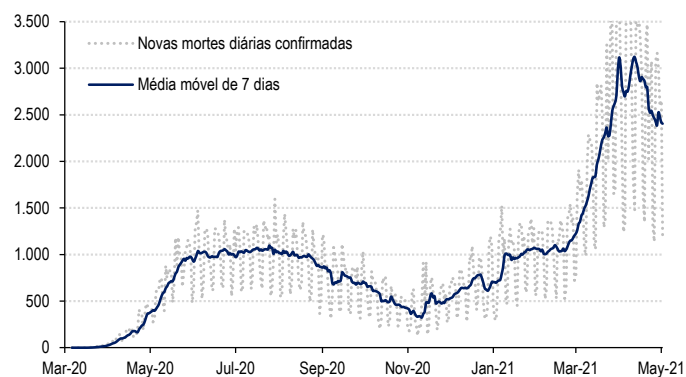
Embora a situação no Brasil ainda seja dramática (mais de 2.400 mortes, em média, nos últimos 7 dias), começamos a observar uma tendência de queda no número de casos, hospitalizações e mortes associadas à pandemia (gráfico 4).

Ao mesmo tempo, o programa de vacinação avança (ainda que lentamente) e o Brasil vacinou, com pelo menos a primeira dose, 32 milhões de pessoas ou 15,1% da população do país (o total de vacinas administradas entre a 1ª e 2ª doses chegou a 48 milhões; gráfico 5)

O Brasil passou a administrar 1 milhão de doses por dia. Em abril o número médio de doses administradas chegou a 819 mil, ante 464 mil em março. O ritmo ainda é lento demais para um país do tamanho do Brasil (com mais de 200 milhões de habitantes), mas claramente houve progresso.

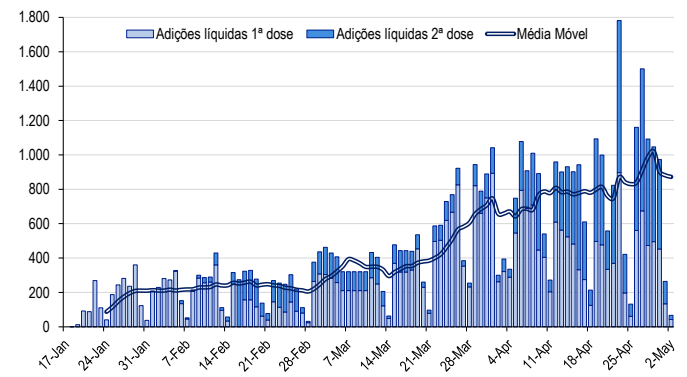
A principal preocupação é se haverá vacinas suficientes para manter o ritmo atual ou, com sorte, até mesmo acelerar a taxa de vacinação (discutiremos a pandemia no Brasil com mais detalhes posteriormente).

Gráfico 4: Novas mortes diárias por COVID-19 no Brasil



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil, BTG Pactual

Gráfico 5: Doses diárias no Brasil ('000)



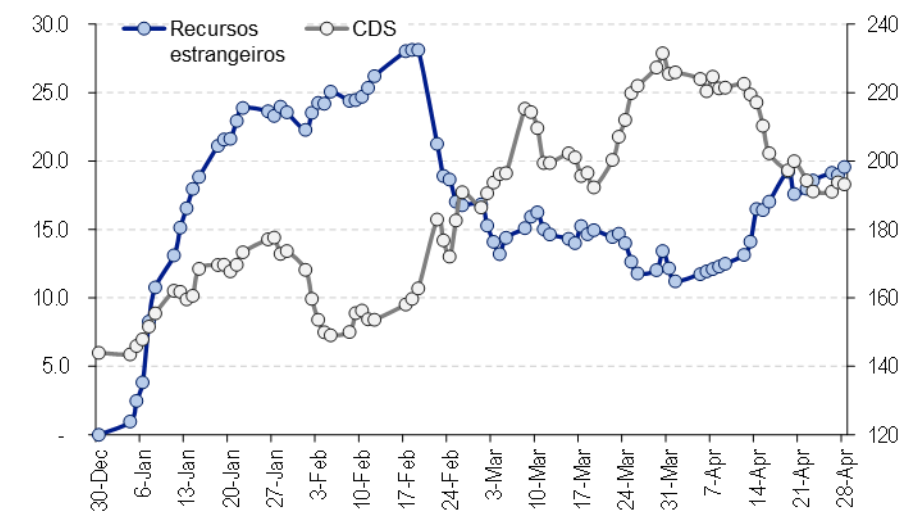
Fonte: banco de dados Coronavírusbra1, departamentos estaduais de saúde

Os investidores estrangeiros estão olhando para o Brasil novamente; Projetos de infraestrutura atraíram grande interesse

Com a situação orçamentária para trás, um ruído político um pouco reduzido e a melhoria, mesmo que marginal, das condições gerais de saúde do país, o risco-país do Brasil diminuiu e os fluxos estrangeiros para ações tornaram-se positivos novamente (gráfico 6). Após dois meses de fortes saídas, os fluxos de entrada em abril chegaram a R\$ 7,4 bilhões.

Em Abril o governo federal leiloou 3 conjuntos de aeroportos, 4 terminais portuários, 1 ferrovia e 1 rodovia (taxas totais de R\$ 3,9 bilhões), o estado de São Paulo leiloou 2 linhas de trem (taxas totais de concessão de R\$ 1 bilhão) e o estado do Rio leiloou sua empresa de água e esgoto CEDAE (taxas de concessão de R\$ 22,7 bilhões). Esses projetos combinados renderam R\$ 27,5 bilhões em taxas de concessão e trarão R\$ 50,8 bilhões em investimentos nos próximos 20 a 35 anos.

Gráfico 6: Appetite estrangeiro por ações brasileiras voltou a crescer



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

COVID-19: a situação ainda é ruim, mas está melhorando

O Brasil parece estar começando a se recuperar de seu pior momento da pandemia. Em meados de abril, a média móvel de mortes atingiu patamares assustadores de 3,1 mil mortes por dia. *Lockdown* em vários estados foram realizados para conter a pandemia e tentar tirar um pouco da pressão de um sistema de saúde completamente sobrecarregado (mais informações abaixo).

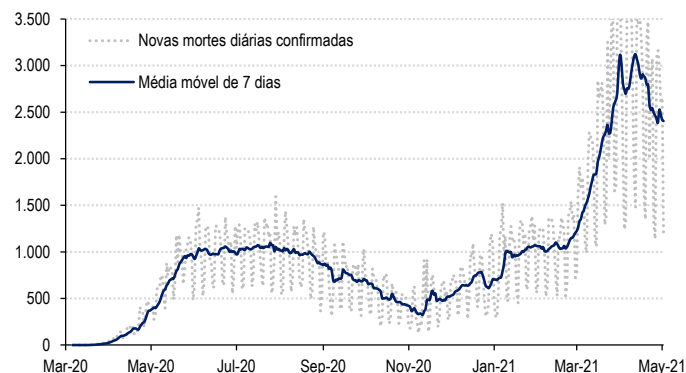
As restrições impostas parecem estar surtindo efeito. A curva segue em trajetória descendente desde meados do mês, permitindo que algumas medidas restritivas comecem a ser deixadas de lado. Pelos últimos dados disponíveis, estamos agora em 2,4 mil mortes por dia, ainda um número assustador e extremamente alto, mas melhor do que o pico visto apenas duas semanas atrás.

Gráfico 6: Novos casos diários de COVID-19 no Brasil



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil, BTG Pactual

Gráfico 7: Novas mortes diárias por COVID-19 no Brasil



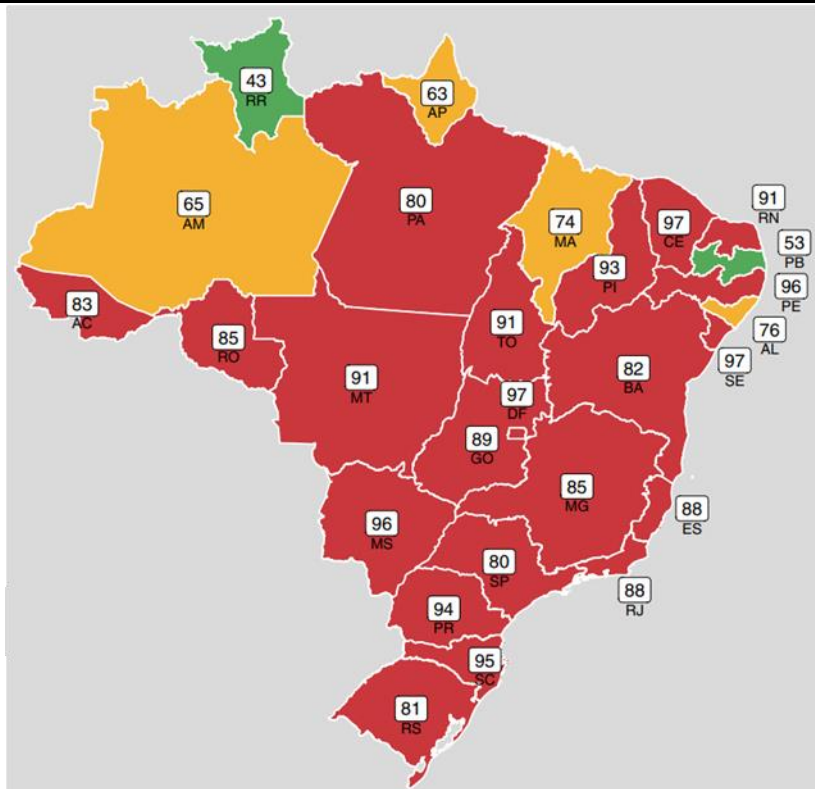
Fonte: Ministério da Saúde do Brasil, BTG Pactual

Ocupações de hospitais no Brasil estão em declínio

Segundo dados da Fiocruz, as taxas de ocupação de leitos em UTI no país continuam indicando situação crítica, mas estão melhorando aos poucos. Comparando as taxas divulgadas em 26 de abril com as de 19 de abril, verifica-se que o indicador continua caindo em quase todo o país, embora de forma lenta e ainda em níveis predominantemente críticos.

No Sudeste, o indicador caiu um pouco em Minas Gerais (de 89% para 85%), Espírito Santo (de 91% para 88%) e São Paulo (de 83% para 80%), com a capital paulista saindo da zona de alerta crítica e entrando na zona de alerta intermediária (de 84% a 79%).

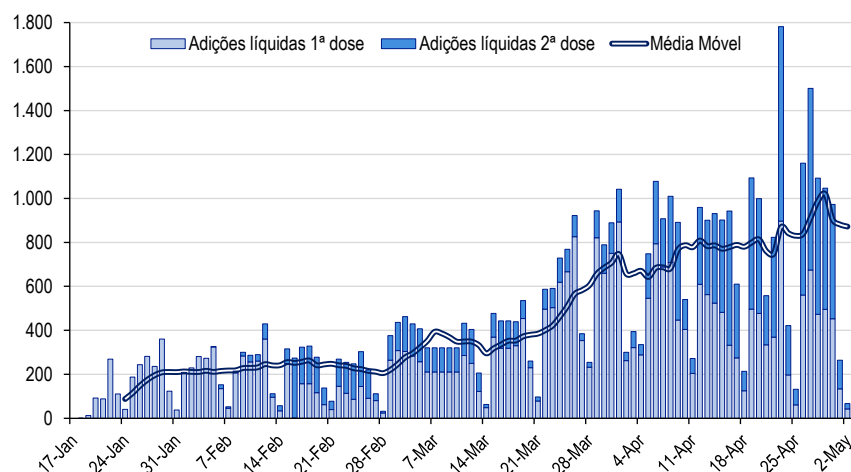
Na semana passada, 20 dos 27 estados tiveram +80% de utilização das UTI. Desses 20, metade estava na faixa alarmante de 80-90% de uso e a outra metade era crítica, com +90% da capacidade da UTI ocupada.

Figura 1: Taxa de ocupação (%) de leitos de UTI Covid-19 para adultos

Fonte: Fiocruz

A vacinação está ganhando tração, mas as incertezas permanecem

O Brasil já vacinou 32 milhões de pessoas (15,1% da população) e está vacinando agora mais rápido do que nunca. A média móvel das novas doses atingiu patamares de +1,0 milhão de doses por dia, tendo acelerado em relação ao número verificado em março (média de 464 mil doses/dia no mês).

Gráfico 9: Doses diárias no Brasil ('000)

Fonte: banco de dados Coronavirusbra1, departamentos estaduais de saúde

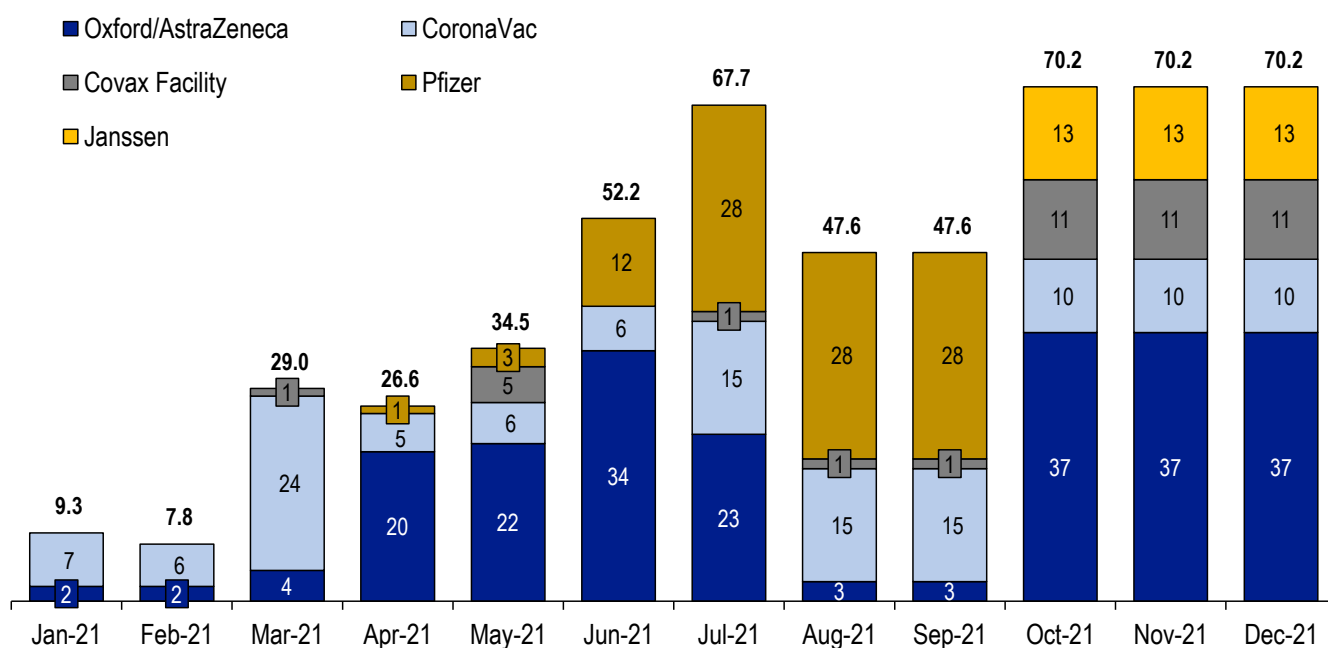
Com a capacidade de produção da Fiocruz e do Instituto Butantan e com a ajuda da grande rede de distribuição do SUS, acreditamos que esses números possam chegar a patamares ainda maiores nos próximos meses.

Teremos vacinas suficientes para aumentar o ritmo?

O governo comprou ou está em negociações para comprar milhões de vacinas. Até o momento, apenas duas vacinas foram utilizadas: Coronavac (77%) e AstraZeneca (23%).

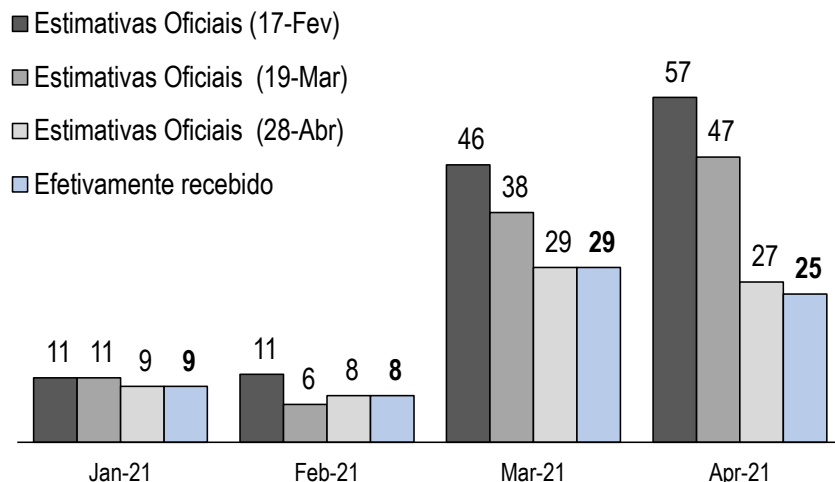
Abaixo você encontra a última projeção de quando as vacinas já compradas ou que serão adquiridas deverão ser entregues no Brasil. Se todas as doses forem recebidas conforme o planejado, o Brasil receberá 460 milhões de doses de vacinas entre maio e dezembro deste ano, o suficiente para vacinar totalmente toda a população.

Gráfico 10: Entrega mensal das doses das vacinas no Brasil - cronograma estimado (19 de março)



Fonte: Ministério da Saúde, Fiocruz, Instituto Butantan e notícias locais. As entregas futuras sem uma quebra mensal específica foram distribuídas igualmente entre a faixa mensal informada. Os números estão sujeitos a revisões. O contrato de compra de doses de vacina com a Moderna está em negociação e ainda não foi concluído.

No entanto, esses números, embora de fontes governamentais, não podem ser tomados como a verdade absoluta. Nas últimas 3 semanas, eles foram trocados seis vezes pelo governo. Quando comparamos as doses prometidas pelo governo no início do ano com as efetivamente entregues, os números são bem menores.

Gráfico 11: Expectativa de Vacinas vs. entregas (milhões de doses)

Fonte: Ministério da Saúde, Fiocruz, Instituto Butantan, notícias locais

A luz no fim do túnel já é mais visível... mas a estrada até lá é complicada

Conforme destacado anteriormente, o governo fechou acordos para comprar vacinas suficientes para inocular totalmente toda a população até o final do ano. Mas vacinas adquiridas não significam necessariamente vacinas administradas. Os produtores de vacinas estão atrasados em todo o mundo e as vacinas geralmente são entregues semanas ou meses após a data esperada.

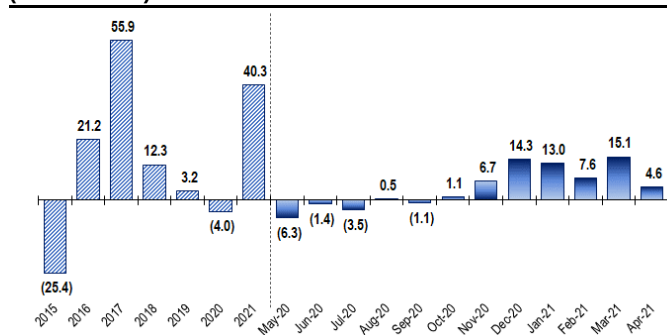
Provavelmente, a produção do API nacional só começará em outubro pela Fiocruz. Até lá, é provável que o país passe por mais incertezas quanto à quantidade de vacinas disponíveis. Enquanto isso, alguma ajuda pode vir da Butantavac, uma vacina desenvolvida pelo Instituto Butantan. Se aprovada pela Anvisa, a expectativa é de que cerca de 18 milhões de doses estejam disponíveis para distribuição na primeira quinzena de junho, e até 40 milhões a mais no 2S21.

Fluxos de entradas no mercado brasileiro: Quais são as perspectivas?

Com uma alta liquidez global e taxas de juros historicamente baixas, os fundos de ações de mercados emergentes já levantaram US\$ 40 bilhões nos primeiros meses de 2021, enquanto os fundos globais captaram US\$ 158 bilhões. Para colocar as coisas em perspectiva, 2017 foi o ano em que os fundos de ações GEM (*Global Emerging Markets*) reportaram seu maior fluxo captações desde 2000, sendo US\$ 56 bilhões. Enquanto isso, os fundos de ações globais reportaram seu melhor resultado em 2020, captando US\$ 169 bilhões (apenas 7% acima dos valores do acumulado de 2021). Se olharmos apenas para os fluxos de entrada dos últimos 5 meses (ou seja, do final de novembro até agora), em ambos os casos eles foram maiores do que os anos recordes (US\$ 57 bilhões para fundos GEM e US\$ 216 bilhões para fundos globais).

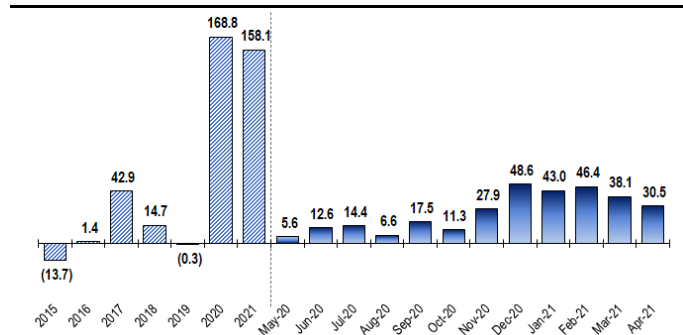
Com as taxas de juros permanecendo em níveis baixos históricos em todo o mundo, é improvável que esse cenário mude no curto prazo.

Gráfico 12: Fluxos para fundos GEM – Global Emerging Markets (USD bilhões)



Fonte: EPFR

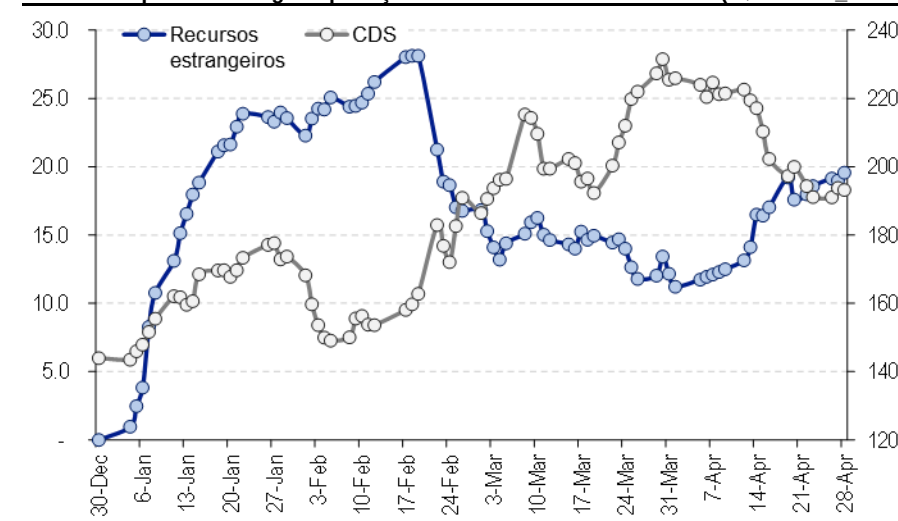
Gráfico 13: Fluxos para fundos de ações globais (USD bilhões)



Fonte: EPFR

Com o dinheiro em mãos, os fundos aumentaram seu interesse nos mercados emergentes, e é exatamente aí que entra o Brasil. Após algumas semanas de incertezas em relação ao Orçamento 2021, o problema foi resolvido, reduzindo o risco fiscal do país. Com isso, parte das preocupações dos investidores acabou, fazendo com que os fluxos externos voltassem a ficar positivos (+R\$ 7,4 bilhões em abril) após dois meses de forte fluxo de saída. Um período de menor ruído político, vacinação acelerada e reabertura gradativa da economia deve contribuir para a continuidade dessa tendência.

Gráfico 14: Apetite estrangeiro por ações brasileiras voltou a crescer (R\$ bilhões)



Fonte: B3

Olhando para os fundos de América Latina, desde o início do ano passado, a tendência tem sido uma redução nas alocações para o Brasil e um aumento nas alocações para o Chile e o México. O Brasil passou de uma alocação de 65,9% no ano de 2019 para 58,0% em março, perdendo o equivalente a 790 bps, enquanto o México e o Chile ganharam 508 bps e 184 bps no mesmo período. De acordo com a EPFR, os fundos de ações da América Latina têm cerca de R\$ 65 bilhões de AuM (US\$ 12,2 bilhões), então a queda na alocação significaria ~R\$ 5 bilhões saindo do mercado brasileiro em 2020-21.

Tabela 2: Alocação de fundos no Brasil

LatAm Funds Allocation						
Data	Argentina	Brasil	Chile	Colômbia	México	Peru
Dec-05	2,27%	54,93%	6,39%	0,94%	31,23%	1,42%
Dec-06	3,53%	54,49%	5,56%	1,08%	30,68%	1,35%
Dec-07	1,85%	64,88%	3,69%	0,83%	22,69%	1,87%
Dec-08	0,58%	60,33%	5,06%	1,52%	24,98%	3,07%
Dec-09	1,02%	67,21%	4,45%	0,61%	20,20%	2,12%
Dec-10	1,13%	65,48%	5,32%	1,03%	20,01%	2,71%
Dec-11	0,95%	65,36%	6,49%	1,92%	17,88%	2,89%
Dec-12	0,85%	57,81%	7,76%	2,74%	22,20%	4,04%
Dec-13	1,25%	53,62%	8,39%	3,90%	23,57%	4,21%
Dec-14	1,25%	50,55%	8,92%	3,77%	25,82%	4,58%
Dec-15	1,11%	43,09%	9,76%	2,25%	35,93%	3,48%
Dec-16	1,48%	56,03%	8,01%	2,03%	23,95%	4,07%
Dec-17	3,49%	56,42%	8,80%	1,82%	22,02%	3,43%
Dec-18	2,36%	59,85%	6,45%	1,52%	21,46%	3,74%
Dec-19	1,61%	65,86%	5,21%	1,67%	18,73%	3,08%
Dec-20	2,81%	62,71%	5,50%	1,13%	20,85%	2,49%
Jan-21	2,79%	60,96%	6,03%	1,21%	21,88%	2,55%
Feb-21	2,96%	58,43%	7,00%	1,12%	22,63%	2,78%
Mar-21	2,73%	57,96%	7,05%	1,11%	23,80%	2,43%

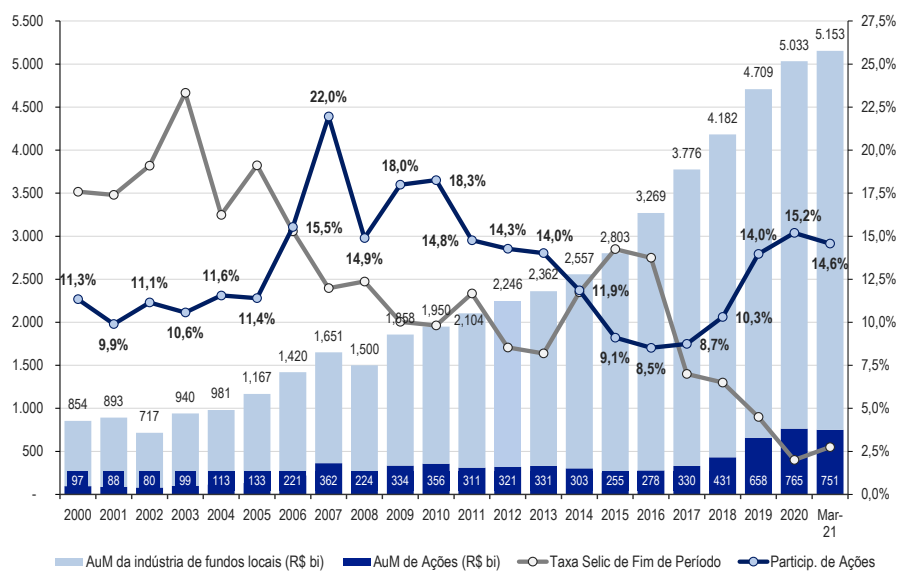
Fonte: EPFR

Alocações em ações domésticas em alta

As alocações de fundos em ações têm aumentado desde a recessão de 2015/16, atingindo 15,2% no final de 2020, o maior nível desde 2010. As alocações caíram um pouco nos dois primeiros meses do ano, chegando a 14,3% em fevereiro, mas os números em março se recuperaram um pouco, situando-se em 14,6% no mês. Se a alocação retornar aos níveis do final de 2007 (22%), e com base no atual AuM da indústria de fundos, isso significaria um aumento de ~R\$ 380 bilhões no AuM dos fundos de ações.

Embora o Banco Central tenha iniciado um ciclo de alta da Selic (a Selic poderia encerrar o ano em 5,5%, aumentando de 2,75%), acreditamos que as alocações para ações devam continuar crescendo, ainda que em ritmo mais moderado.

Gráfico 16: Alocações de fundos locais



Fonte: Anbima e estimativas do BTG Pactual

Carteira Recomendada de Ações (10SIM):

Tabela 3: Alterações na Carteira para o mês de maio

Abril				Maio			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Vale	Metais Básicos	VALE3	15%	Vale	Metais Básicos	VALE3	15%
Cosan	Petróleo, Gás & Derivados	CSAN3	10%	Bradesco	Bancos	BBDC4	10%
B3	Finanças	B3SA3	10%	Hapvida	Saúde	HAPV3	10%
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	Arezzo	Varejo	ARZZ3	10%
PagSeguro	Finanças	PAGS34	10%	CCR	Infraestrutura	CCRO3	10%
Totvs	Software	TOTS3	10%	Totvs	Software	TOTS3	10%
Suzano	Papel & Celulose	SUZB3	10%	Rumo	Logística	RAIL3	10%
Gerdau	Metais Básicos	GGBR4	10%	Gerdau	Metais Básicos	GGBR4	10%
Locaweb	Software	LWSA3	10%	Iguatemi	Shoppings	IGTA3	10%
Oi S.A.	Telecomunicações	OIBR3	5%	Oi S.A.	Telecomunicações	OIBR3	5%

Fonte: BTG Pactual

10SIM de Maio: Reposicionando o portfólio para a reabertura

Com a situação do Orçamento resolvida, com certa redução do ruído político (provavelmente nunca irá desaparecer totalmente) e uma melhora na situação geral da saúde do país (ainda que marginalmente), vemos espaço para o Ibovespa continuar sua recente série de altas (iniciada em Março). O Ibovespa (ex-Petro & Vale) está sendo negociado a um P/L projetado de 12 meses de 12,8x (em linha com a média), enquanto o prêmio de risco das ações está um desvio padrão acima da média (3,8%).

Em abril, o risco-país do Brasil diminuiu e os fluxos estrangeiros para ações voltaram a ser positivos (as entradas líquidas atingiram R\$ 6,8 bilhões em abril). Talvez mais interessante, só em Abril o governo federal leiloou 3 conjuntos de aeroportos, 4 terminais portuários, 1 ferrovia e 1 rodovia (taxas totais de R\$ 3,9 bilhões), o estado de São Paulo leiloou 2 linhas de trem (taxas totais de R\$ 1 bilhão) e o estado do Rio leiloou sua empresa de água e esgoto CEDAE (taxas de R\$ 22,7 bilhões). Esses projetos combinados renderam R\$ 27,5 bilhões em taxas de concessão e trarão R\$ 50,8 bilhões em investimentos nos próximos 20 a 35 anos.

Decidimos reposicionar nosso portfólio para capturar o que acreditamos que será uma reabertura e recuperação gradual da economia brasileira. Estamos reduzindo um pouco nossa exposição a exportadores de commodities (mas ainda mantendo 25% de nosso portfólio alocado na Vale e Gerdau), e adicionando exposição a bancos (Bradesco), varejo (Arezzo), shoppings (Iguatemi) e infraestrutura (Rumo e CCR).

Para abrir espaço para os novatos, estamos retirando da 10SIM a Locaweb (após uma valorização de 26% em abril), PagSeguro, Suzano, Cosan e B3.

Continuamos a manter a exposição ao setor da saúde, mas substituindo a Rede D'Or, que teve um forte desempenho nos últimos meses, pela Hapvida, que passou a ser a nossa Top Pick no setor da saúde. A empresa acaba de levantar R\$ 2 bilhões em uma oferta de ações e está pronta para outra rodada de M&As. Além disso, vemos o valuation bastante atraente (21,5x P/L de 2022E), quando ajustadas para sinergias potenciais da fusão com a GNDI.

Completamos nossa 10SIM com a operadora de telecomunicações Oi e a desenvolvedora de software Totvs.

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%	559.360	2,7x	3,2x	4,0x	5,2x	2,1x	1,8x
Bradesco	Bancos	BBDC4	10%	216.312	N/A	N/A	8,4x	7,6x	1,4x	1,3x
Hapvida	Saúde	HAPV3	10%	55.593	23,0x	18,4x	52,5x	30,0x	5,9x	5,6x
Arezzo	Varejo	ARZZ3	10%	7.537	21,8x	18,2x	39,0x	34,0x	5,0x	4,7x
CCR	Infraestrutura	CCRO3	10%	84.703	6,8x	6,8x	19,8x	18,1x	2,8x	2,8x
Totvs	Software	TOTS3	10%	17.657	24,3x	19,8x	36,2x	29,6x	6,3x	6,0x
Rumo	Logística	RAIL3	10%	37.055	12,0x	10,6x	35,6x	27,4x	2,3x	2,1x
Gerdau	Metais Básicos	GGBR4	10%	53.315	4,5x	5,1x	8,1x	10,9x	1,6x	1,4x
Iguatemi	Shoppings	IGTA3	10%	6.482	14,4x	12,2x	24,0x	22,1x	2,1x	2,1x
Oi S.A.	Telecomunicações	OIBR3	5%	10.225	5,2x	4,6x	N/A	N/A	0,8x	0,9x

Fonte: BTG Pactual e Economatica

Vale (VALE3):

A história de transformação nos últimos anos tem sido notável, marcando o renascimento de um gigante da mineração. A tragédia de Brumadinho serviu como um choque na gestão para mudar os rumos da empresa. Consequentemente, segurança e uma agenda ESG mais ampla tornaram-se metas primordiais de longo prazo, à medida que a Vale busca restaurar sua credibilidade perante a sociedade. Ainda assim, estamos convencidos de que a Vale permanecerá altamente “amigável aos acionistas” no futuro (esperamos retorno de caixa de ~15% este ano). Os fundamentos da oferta/demanda de minério de ferro continuam fortes, já que a demanda da China continua nos surpreendendo (CSP – produção de aço chinesa - crescendo dois dígitos na margem), o que levou os preços a subirem acima de US\$ 185/t recentemente (o início de outro superciclo?). Embora as ações da Vale estejam inegavelmente baratas sob qualquer métrica, acreditamos que a redução do risco da história 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 as ações sendo negociadas a 2,7x EV/EBITDA 2021 (gap relevante para os pares), e a mantemos em nosso portfólio, pois ainda vemos potencial de valorização, mesmo punindo as ações sob vários ângulos.

Hapvida (HAPV3):

Após o recente aumento de capital de R\$ 2 bilhões, definido para trazer flexibilidade à estrutura de capital para financiar novas aquisições, a Hapvida passou a integrar nosso portfólio 10SIM. Recentemente, restabelecemos a cobertura com uma Compra no nome, tornando-a nossa nova Top Pick em saúde. Em janeiro-fevereiro, as ações dispararam com o anúncio do acordo transformacional com a GNDI (maior fusão já realizada no Brasil), mas depois voltaram ao ponto em que estavam em março-abril. Vemos, portanto, o valuation como altamente atraente, negociando a 30x P/L ajustado de 2022, ou 21,5x quando incluímos parcialmente o VPL de sinergias futuras, muito próximo aos níveis do IPO da HAPV. Após a recente aprovação dos acionistas das empresas, a transação está agora sujeita à análise do CADE (autoridade antitruste) e da ANS (regulador do setor de saúde), e esperamos o fechamento do negócio no início do próximo ano. Apesar do momentum de lucros de curto prazo relativamente fraco (duramente impactada pela Covid-19), estamos otimistas quanto ao caso de investimento do HAPV, pois existem três fontes de valorização ainda não precificadas: (i) opex e sinergias fiscais da fusão com a GNDI (nós estimamos um VPL das sinergias futuras da NewCo de cerca de R\$ 30 bilhões); (ii) sinergias de receita, também relacionadas à fusão (que deixamos como potencial de valorização); e (iii) mais fusões e aquisições, o que esperamos que aconteça após o recente follow-on da HAPV.

Gerdau (GGBR4):

Estamos mantendo a Gerdau em nosso portfólio, pois a empresa reúne uma série de qualidades que valorizamos: forte crescimento de receita, baixa alavancagem, geração de FCF e uma participação temática (setor imobiliário). Acreditamos na força estrutural dos mercados imobiliários no Brasil e esperamos que a demanda por aços longos se transforme em uma história de crescimento de vários anos. Acreditamos que a empresa está bem posicionada para continuar a repassar aumentos de preços e superar as expectativas (pela primeira vez em anos!). A forte demanda junto com o aumento da receita/unidade no mercado brasileiro de aço deve garantir um forte momentum de lucros para a empresa nos próximos dois trimestres. Acreditamos também que há um potencial de valorização com a ampliação da lucratividade das operações nos Estados Unidos, principalmente com a aprovação de um pacote de infraestrutura, e vemos a Gerdau como uma das poucas ações beneficiadas por esse tema no Ibovespa. A Gerdau negocia a múltiplos baratos de 4,5x EV/EBITDA 2021.

Bradesco (BBDC4):

Estamos adicionando o Bradesco ao portfólio. Ajustado pelo risco, acreditamos que o Bradesco apresentou melhor dinâmica de receita no 4T20. E graças ao que entregou no 2S20, também estamos muito confiantes de que pode entregar mais do lado dos custos do que seus pares neste ano. Vemos um provável aumento nas taxas de juros para 2021 beneficiando a receita dos bancos e as provisões adicionais registradas em 2020 devem garantir um colchão confortável para os impactos na qualidade da carteira de crédito relacionados à segunda onda da COVID. O Bradesco anunciou recentemente uma recompra de ações, reforçando nossa visão para os resultados do 1T21.

Rumo (RAIL3):

Estamos adicionando a Rumo ao nosso portfólio, impulsionados pelas fortes expectativas do 1T e uma sólida perspectiva de longo prazo. Conforme já divulgado, a Rumo atingiu volumes recordes em março, que combinados aos maiores preços dos combustíveis (que afetaram os preços do frete dos caminhões) e à intensa sazonalidade da safra no trimestre, devem levar a números melhores do que o esperado no 1T. Além disso, vimos melhorias na dinâmica competitiva do Corredor Sul recentemente, uma vez que a Rumo anunciou um aumento robusto de capacidade em seu guidance para 2021-2025E, que permitirá à empresa ter um incremento relevante de competitividade em relação ao Arco Norte. Somado a isso, outros fatores importantes de longo prazo permanecem intactos para o nome, como (i) a falta de infraestrutura de transporte no Brasil; (ii) a assinatura da renovação antecipada da Malha Paulista no ano passado; (iii) redução do risco do projeto Lucas do Rio Verde, com discussões com as autoridades progredindo bem; (iv) a potencial renovação antecipada da Malha Sul, que seria mais um marco importante para a Rumo entrar em um novo ciclo de crescimento, ampliando a capacidade na região, de forma a melhorar a eficiência e o desempenho operacional desse ativo; (v) a capacidade da empresa de entrar em novas oportunidades de investimento, como a FICO e Ferroeste. Em termos de valuation, vemos um potencial de valorização interessante para o caso, já que as ações atualmente rendem uma TIR real atraente de 6,7%.

Arezzo (ARZZ3):

Há anos, a Arezzo é vista como uma empresa premium no varejo brasileiro, justificando seu valuation mais caro, com execução superior na gestão da marca e na operação bem-sucedida de seu modelo *asset-light* de franquias. E embora a empresa seja afetada pela pandemia na maioria de seus canais, ela registrou números gerais resilientes no início do ano, impulsionados pelo seu canal online e pela Reserva. Em resumo, nossa tese positiva na empresa reflete: (i) expansão resiliente do mercado doméstico (auxiliado pelo e-commerce e crescimento multicanal nos próximos anos) e uma potencial retomada do consumo pelas classes de renda mais alta em 2021; (ii) novas marcas como Vans e Reserva; e (iii) resultados mais saudáveis na operação nos Estados Unidos, principalmente com base nos canais de atacado e e-commerce. O valuation não é uma pechincha, com a Arezzo sendo negociada a 39x P/L 2021E e 34x P/L 2022E, mas é justificada por suas perspectivas de crescimento mais fortes (CAGR de LPA de 18% até 2025).

CCR (CCR03):

Durante o mês de abril, a CCR deu passos importantes ao conquistar os blocos Central e Sul da 6ª rodada de concessão de aeroportos e as Linhas 8 e 9 da Companhia Paulista de Trens Públicos (CPTM), ativos estratégicos para a empresa e que devem trazer relevante alavancagem operacional para a empresa. Apesar desses ativos, a empresa segue com forte apetite para os próximos leilões que considera estratégicos para o portfólio da CCR, como a rodovia Nova Dutra, Congonhas e os aeroportos Santos Dumont. Além disso, a empresa continua se beneficiando de: (i) sólidas perspectivas da indústria de longo prazo, visto que o Brasil ainda possui um gap de infraestrutura com um pipeline de concessões consistente; e (ii) o anúncio potencial de rebalanceamento do contrato também deve remover uma velha trava para as ações da CCR (em nossa análise preliminar, os desequilíbrios podem adicionar R\$ 6,0/ação ao nosso preço-alvo). Vemos tudo isso combinado com níveis de valuation atraentes, já que as ações da CCR estão sendo negociadas a 7,3% de TIR real.

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).

Oi S.A. (OIBR3):

Após o anúncio dos termos da proposta do fundo de infraestrutura do BTG Pactual para comprar a empresa de infraestrutura da Oi (InfraCo) por um EV de R\$ 20 bilhões, a Oi corrigiu fortemente. Revisamos nossas estimativas e decidimos examinar o valuation justo da Oi em cenários: pessimista, base e otimista. Mesmo sob suposições muito conservadoras, vemos um potencial de valorização considerável. Estimamos que o valuation implícito na oferta do BTG Pactual para a InfraCo seja de 9,1x EV/EBITDA 2022E (assumindo R\$ 2,2 bilhões de EBITDA para 2022E). Se assumirmos um múltiplo EV/EBITDA de 12x como justo (transações de fibra recentes implicaram valuations de 16x), a participação remanescente da Oi na InfraCo vale R\$ 12,1 bilhões. A ClientCo também é uma grande fatia do valor geral da Oi, e assumimos que vale 4 a 6x EV/EBITDA 2022E, ou R\$ 6 a 9 bilhões, com R\$ 7,5 bilhões (5x EV/EBITDA) sendo nosso caso base. Mesmo usando premissas pessimistas (InfraCo 9x; ClientCo 4x), vemos 41% de potencial de valorização para a Oi (preço-alvo de R\$ 2,40). Em nosso caso base (InfraCo 12x; ClientCo 5x), o potencial de valorização é de 82% (preço-alvo de R\$ 3,10). Com premissas mais otimistas, a ação pode mais do que dobrar (preço-alvo de R\$ 3,80). Em todos os cenários, mantemos o passivo da Globenet, a dívida líquida do final de 2021 e o VPL da dívida da Anatel.

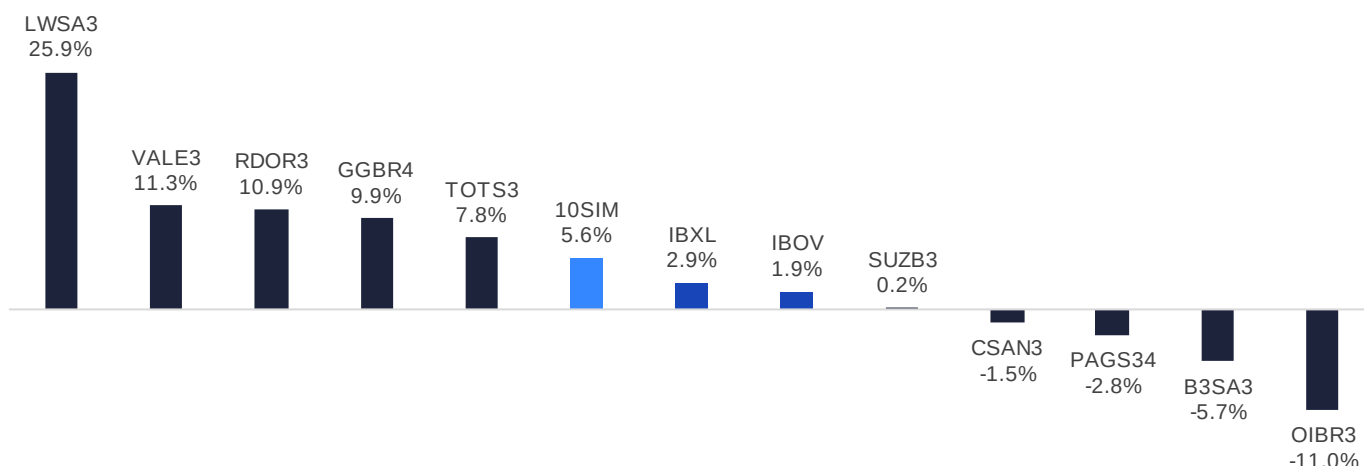
Iguatemi (IGTA3):

O 1T21 foi difícil para os shoppings, uma vez que as autoridades voltaram a impor restrições às operações de varejo (fechamento de shoppings) no início de março em todo o país. Durante o trimestre, as vendas dos shoppings caíram cerca de 30% e as empresas aumentaram os descontos para os lojistas. No entanto, com a melhora da situação da COVID-19, as autoridades suspenderam as restrições aos shoppings em meados de abril e as empresas listadas têm 100% dos seus shoppings abertos novamente (embora com restrições). Nossa tese de investimento no setor de shoppings continua a mesma. Em primeiro lugar, acreditamos que a vacinação deve acelerar nos próximos meses, o que deve ajudar as autoridades a controlar a pandemia e conseguir manter os shoppings abertos. Além disso, os shoppings estão sendo negociados com valuations muito atraentes – as ações não mudaram muito dos níveis de março de 2020, embora o

ambiente atual esteja muito melhor (shoppings inaugurados e vacinação evoluindo). Ainda, acreditamos que os shoppings brasileiros estão na defensiva em meio ao crescimento do e-commerce (que se acelerou durante a pandemia), o que significa que não acreditamos que as ações dos shoppings não devam refletir mudanças estruturais nos valuations. A oferta de shoppings no Brasil está em níveis saudáveis, os shoppings brasileiros não têm exposição a lojas de departamentos (as que mais sofrem com a penetração do e-commerce), estão em localizações centrais nas cidades (fortalecendo iniciativas omnichannel) e as empresas listadas de shopping centers têm os melhores ativos (= dominantes) do país. Este mês estamos adicionando o Iguatemi ao nosso portfólio 10SIM com base em: (i) portfólio premium e dominante de shoppings (vendas por m² de R\$ 1.765/m² em 2019 vs. média brasileira de R\$ 817/m²); e (ii) valuation atrativo, com a ação negociando a 13,0x P/FFO para 2022E e a um EV/ABL implícito de ~R\$ 16.000/m² (em linha com o custo de reposição dos shoppings, apesar de ter um portfólio premium e insubstituível).

Rentabilidade Histórica:

Gráfico 21: Performance por ação em abril de 2021:



Fonte: BTG Pactual e Econômica

Performance Histórica:

Em abril, nossa Carteira Recomendada de Ações teve uma valorização de +5,6%, contra uma valorização de +1,9% do Ibovespa e +2,9% 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 296,1%, ante 93,3% do Ibovespa e 133,5% do IBX-50.

Gráfico 22: Performance Histórica (desde outubro de 2009)

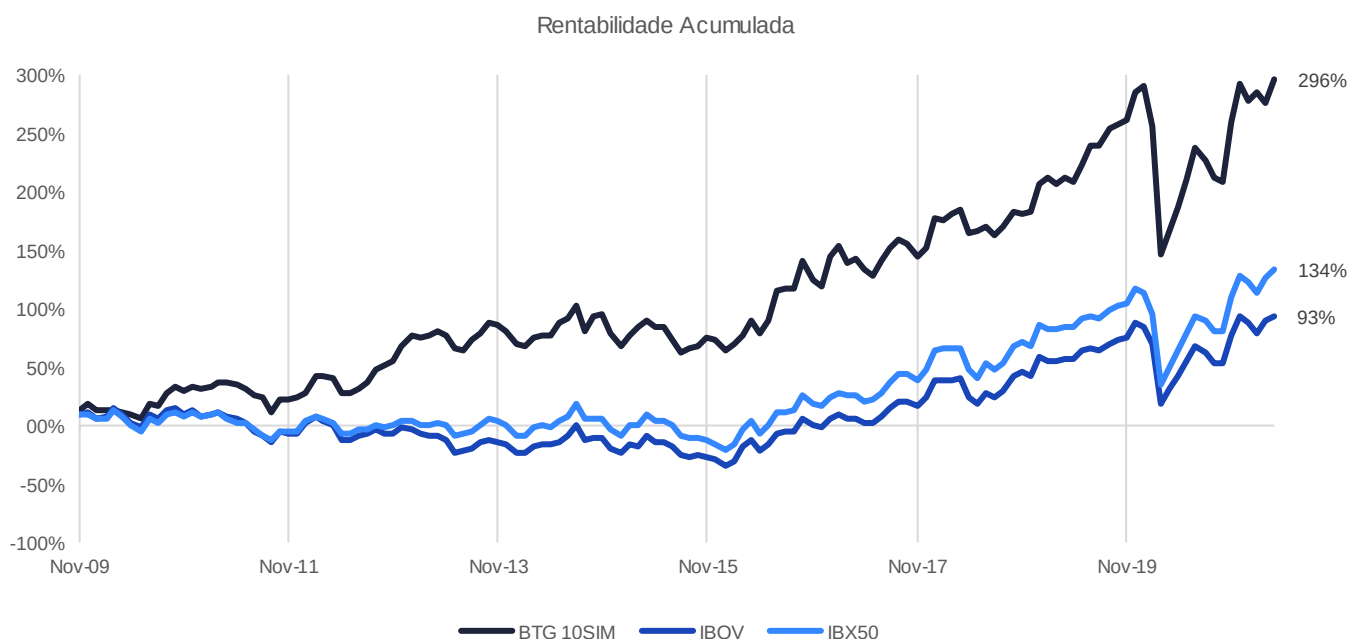


Tabela 4: Performance Histórica (desde outubro de 2009)

	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%	284,4%	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%	292,4%	93,5%
2021	-3,9%	2,2%	-2,7%	5,6%									1,0%	-0,1%	296,1%	93,3%

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

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

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

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

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

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

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

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório 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