



Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Abril 2022

Carlos Sequeira, CFA

New York – BTG Pactual US Capital LLC

Osni Carfi

São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

Bruno Lima

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Luiz Temporini

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

O Brasil está bem posicionado para se beneficiar do cenário geopolítico

O Ibovespa continuou com seu bom momento ao ganhar mais de 6,1% em reais em março (16% em dólares), consolidando seu status como um dos mercados de ações com melhor desempenho em 2022. No atual cenário geopolítico desafiador, a América Latina em geral e o Brasil em particular, estão bem posicionados.

Aumentando a exposição a grandes bancos; Cielo se junta ao portfólio

Com a inflação mostrando sinais de resiliência, as taxas de juros podem demorar mais para começar a cair. Com isso em mente, mantemos nossa exposição aos grandes bancos do Brasil (Itaú e BB). Na verdade, estamos aumentando nossa exposição a bancos aumentando o peso do Itaú de 10% para 15%. Também estamos aumentando nossa exposição a serviços financeiros ao adicionar a provedora de pagamentos Cielo, substituindo a SulAmerica. A Cielo elevou com sucesso suas taxas de pré-pagamento, evidenciando a melhora na dinâmica competitiva do mercado de pagamentos, o que pode ser um gatilho para a ação, que também possui um valuation atrativo (8,4x 2022E P/L).

Menor exposição ao Petróleo; Adicionamos SLC

Estamos reduzindo nossa exposição a preços mais altos do petróleo removendo a Petrobras e substituindo-a pela SLC, uma produtora de algodão, soja e milho bem administrada e de baixo custo que deve continuar se beneficiando dos preços globais das commodities agrícolas. Como o algodão compete diretamente com a fibra sintética (derivada do petróleo), a SLC ainda nos oferece exposição a preços mais altos do petróleo. A Raízen, distribuidora de combustíveis e produtora de etanol, também oferece alguma exposição indireta aos preços mais altos do petróleo.

Consumo de alta renda, taxas de longo prazo mais baixas e minério de ferro

Mantemos a exposição ao consumo de grupos de alta renda via Arezzo e Multiplan. Selecionamos também algumas ações que devem se beneficiar da queda dos juros de longo prazo (Localiza e Energisa). A Vale completa a 10SIM, pois acreditamos que os preços do minério de ferro continuam bem suportados.

Tabela 1: Carteira Recomendada de Ações (10SIM) para Abril de 2022

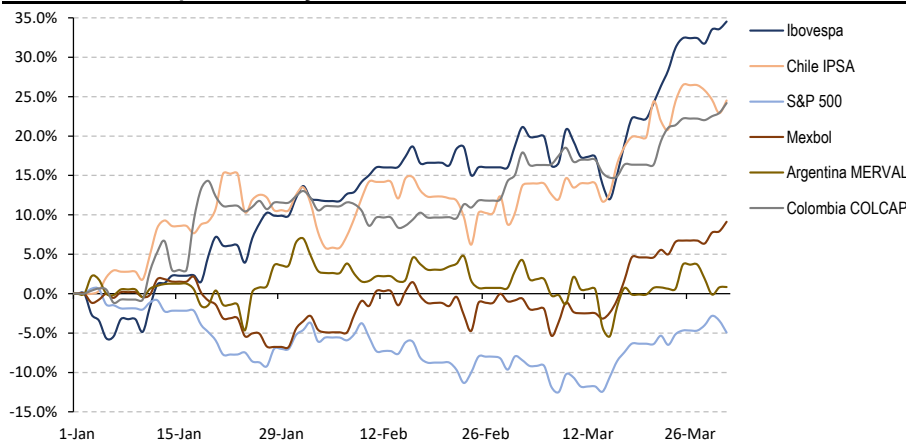
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	15%	249.513	n.a.	n.a.	8,8x	8,2x	1,9x	1,5x
Vale	Metais & Mineração	VALE3	10%	462.667	3,5x	4,4x	7,2x	7,1x	2,2x	2,0x
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	99.014	n.a.	n.a.	4,1x	3,5x	0,6x	0,6x
Raízen	Agronegócio	RAIZ4	10%	72.778	6,4x	4,9x	20,1x	13,5x	3,3x	2,7x
Localiza	Aluguel de Veículos	RENT3	10%	45.959	13,8x	12,7x	27,4x	27,4x	5,4x	4,7x
Energisa	Serviços Básicos	ENGI11	10%	20.890	4,8x	4,8x	9,8x	9,5x	2,0x	1,8x
SLC Agrícola	Agronegócio	SLCE3	10%	10.348	5,6x	6,0x	8,3x	8,9x	2,3x	2,2x
Arezzo Co	Varejo	ARZZ3	10%	9.898	17,1x	13,6x	25,0x	19,6x	4,9x	4,4x
Cielo	Financeiro ex-Bancos	CIEL3	10%	8.403	2,1x	1,8x	8,4x	7,2x	0,6x	0,6x
Multiplan	Shoppings	MULT3	5%	14.475	14,1x	11,7x	26,5x	20,9x	2,2x	2,1x

Fonte: BTG Pactual e Economática

As ações brasileiras estão relativamente bem posicionadas

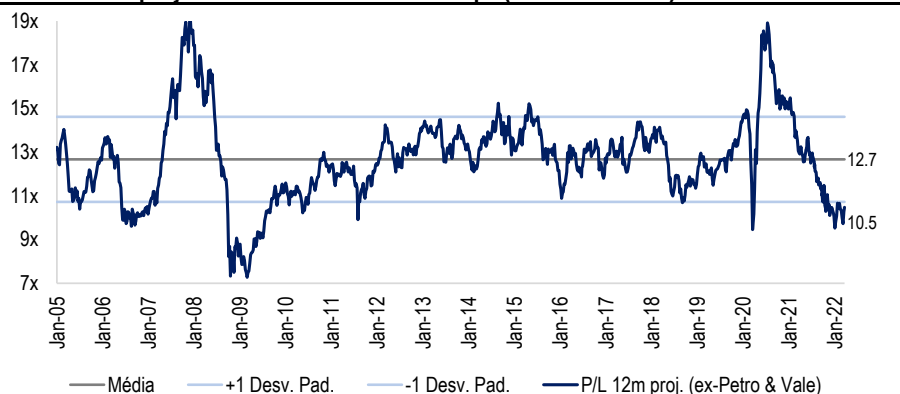
O Ibovespa manteve seu bom momento ao subir mais de 6,1% em reais em março (16% em dólares), consolidando-se como um dos mercados de ações com melhor desempenho global em 2022 – o índice acumula alta de 14,5% em reais e 34,5% em dólares em 2022, superando facilmente seus pares regionais e o S&P500 (gráfico 1).

No atual cenário geopolítico desafiador, acreditamos que a América Latina em geral, e o Brasil em particular, estão relativamente bem posicionados. Há muitas razões para isso: i) isolamento geográfico e econômico do conflito Rússia-Ucrânia; ii) grande exposição a commodities; iii) moedas baratas; iv) pontos de entrada atraentes, do ponto de vista de valuation; e v) postura proativa da política monetária.

Gráfico 1: Desempenho das ações da América Latina no acumulado do ano


Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Embora o Ibovespa tenha apresentado forte desempenho no acumulado do ano, ainda está sendo negociado com um valuation atraente. As ações brasileiras (ex-Petrobras e Vale) estão sendo negociadas a 10,5x P/L projetado de 12 meses, 1 desvio padrão abaixo da média (gráfico 2).

Gráfico 2: P/L projetado de 12 meses do Ibovespa (ex-Petro & Vale)


Fonte: estimativas BTG Pactual

Os valuation são atrativos apesar das taxas de juros reais de longo prazo muito altas. O prêmio para manter ações, medido como o inverso do P/L menos as taxas de juros reais de 10 anos, é de 4,0%, ligeiramente superior a um desvio padrão acima de seu nível histórico (gráfico 3).

O prêmio é alto mesmo em um cenário de taxas de juros reais de longo prazo muito altas. As taxas de longo prazo caíram em março para 5,5% (após subir por dois meses seguidos), mas ainda implicam riscos políticos e fiscais significativos, em nossa visão. Vemos espaço para que as taxas reais de longo prazo caíam em 2022, principalmente se os principais candidatos à presidência do Brasil se comprometerem com a disciplina fiscal durante a campanha.

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


Fonte: Economática, estimativas BTG Pactual

Gráfico 4: Títulos governamentais de longo prazo (NTN-B 2035)


Fonte: Banco Central do Brasil, estimativas do BTG Pactual

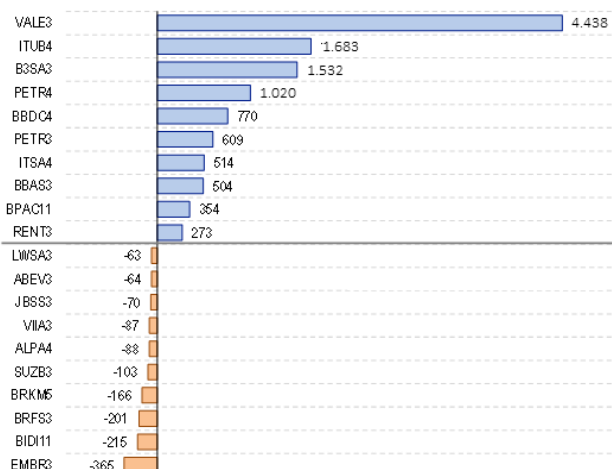
Forte desempenho do Ibovespa está concentrado em poucos nomes/setores

O Ibovespa acumula alta de 15 mil pontos no acumulado do ano. A maior parte do forte desempenho pode ser atribuído a alguns setores. Metais & Mineração (principalmente Vale) é o setor que representa o maior ganho em pontos, seguido pelo setor Financeiro (bancos e B3). Juntos, M&M e o setor financeiro responderam por 65% da alta do índice no ano, devido ao aumento dos preços das commodities e das taxas de juros locais.

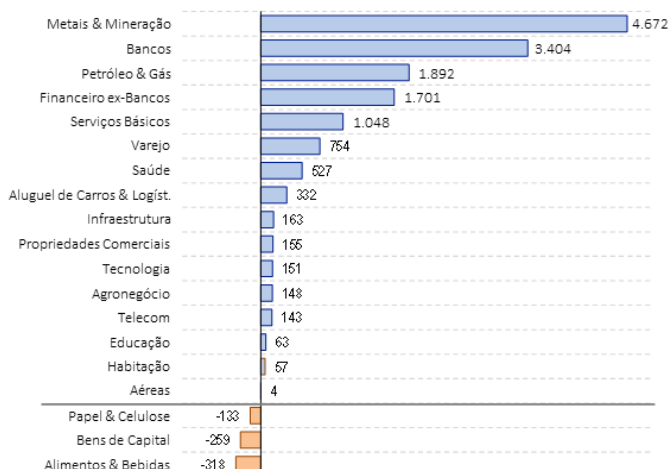
Se incluirmos Petróleo & Gás, esses setores juntos foram responsáveis por 80% da alta do Ibovespa no acumulado do ano, embora esses setores representem 59% do índice.

O fato de a maior parte dos fluxos para ações brasileiras neste ano vir de estrangeiros também está impulsionando o aumento da demanda por ações de maior capitalização e mais liquidez. Bancos, Petrobras e Vale estão entre as ações mais líquidas do índice.

A outra maneira de ver essas informações é que vários setores e ações estão ficando para trás no índice e podem se recuperar à medida que o risco fiscal/político diminui e as taxas de longo prazo caem.

Gráfico 5: Principais movimentações do Ibovespa - Acumulado do ano (contribuição de pontos)


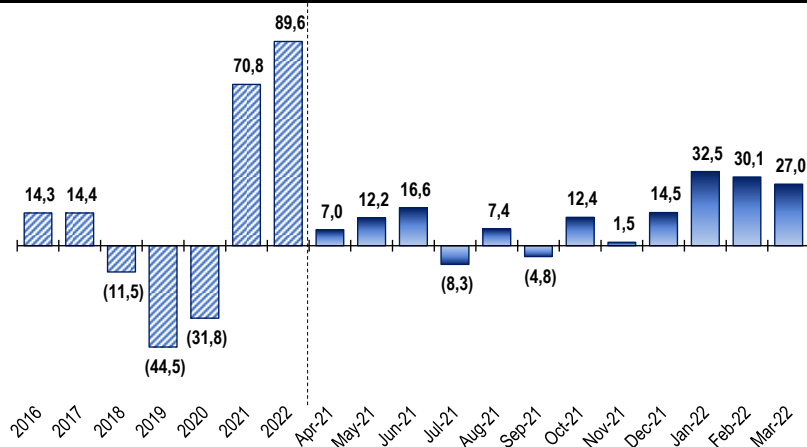
Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Gráfico 6: Principais movimentações do Ibovespa por setor – Acumulado do ano (contribuição de pontos)


Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Investidores estrangeiros continuam comprando agressivamente

Investidores estrangeiros são compradores líquidos de ações brasileiras desde outubro. Os fluxos de entrada foram fortes novamente em março (R\$ 27 bilhões em no acumulado do mês), aumentando o valor total investido em ações brasileiras este ano para R\$ 89 bilhões. Nos últimos seis meses, investidores estrangeiros investiram R\$ 118 bilhões em ações brasileiras.

Gráfico 7: Fluxos de entrada de investidores estrangeiros


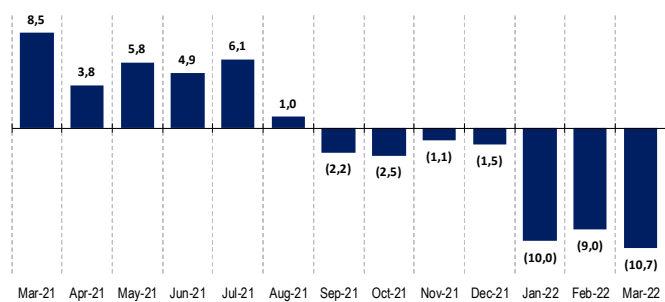
Fonte: B3, BTG Pactual

...mas os resgates continuam em fundos de ações locais

À medida que a taxa SELIC continua subindo, os fundos de ações locais ainda enfrentam grandes resgates e os recursos estão saindo desses fundos há 7 meses consecutivos. Em março, outros R\$ 10,7 bilhões saíram de fundos de ações, elevando os resgates no acumulado do ano para R\$ 29,7 bilhões e R\$ 35 bilhões nos últimos 6 meses

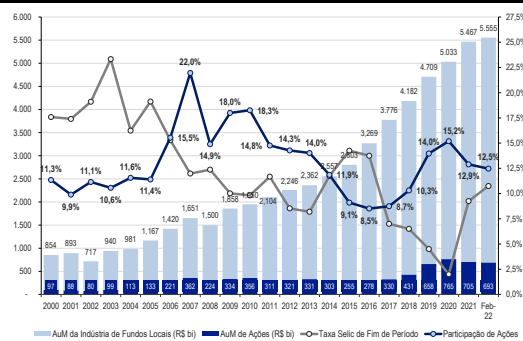
A quantidade de recursos investidos em ações por fundos multimercado locais também está em queda. No final de fevereiro, 12,5% de todo o capital investido em fundos multimercado no Brasil estava posicionado em ações, ante 15,7% em maio de 2021.

Gráfico 8: Fluxo de entrada líquido mensal dos fundos de ações



Fonte: Economática, estimativas do BTG Pactual

Gráfico 9: Alocação de fundos locais



Fonte: Banco Central do Brasil, estimativas do BTG Pactual

10SIM de Abril: Pequenas mudanças novamente

Estamos novamente fazendo pequenos ajustes em nosso portfólio. Com a inflação mostrando sinais de resiliência (o mercado elevou sua projeção de inflação do IPCA de 2022 para 6,9% ante 5,6% há um mês), os juros, que podem encerrar seu ciclo de alta em 12,75% em maio, podem demorar mais para começar a cair.

Com isso em mente, decidimos manter nossa exposição aos grandes bancos brasileiros (temos Itaú e Banco do Brasil na carteira) que tendem a ter bom desempenho em um ambiente de altas taxas de juros. Na verdade, estamos aumentando um pouco nossa exposição a bancos, aumentando o peso do Itaú na carteira para 15%, de 10% no mês passado.

Seguindo o mesmo raciocínio, mantemos a exposição ao consumo dos grupos de alta renda (menos sensíveis a inflação e juros mais altos) por meio da varejista de vestuário Arezzo e da operadora de shoppings Multiplan. Decidimos que provavelmente seria muito cedo para mudar para ações de consumo mais expostas aos consumidores de baixa renda, que tendem a ganhar em um ambiente de queda das taxas SELIC.

Estamos reduzindo nossa exposição a uma tese que temos investido desde o final do ano passado (preços mais altos do petróleo) e, portanto, removemos a Petrobras da 10SIM este mês e a substituímos pela SLC Agrícola. A SLC é uma tese de soft commodities (algodão, soja e milho), e o algodão concorre diretamente com a fibra sintética (derivada do petróleo). Assim, os preços mais altos do petróleo devem elevar os preços do algodão (~50% do EBITDA da SLC vem do algodão). A Raízen, distribuidora de combustíveis e produtora de etanol de classe mundial, permanece na 10SIM, já que os preços do etanol sobem junto com os preços da gasolina.

A SLC é uma produtora de algodão, soja e milho bem administrada e de baixo custo que deve continuar se beneficiando dos preços globais de soft commodities. Apesar do forte desempenho das ações este ano, o valuation continua barato, com as ações sendo negociadas 22% abaixo de sua média histórica.

Também decidimos aumentar a exposição a serviços financeiros adicionando a operadora de pagamentos Cielo ao portfólio neste mês, substituindo a SulAmerica. A Cielo, em conjunto com outros provedores de serviços de pagamentos, vem elevando com sucesso as taxas de pré-pagamento, mostrando alguma melhora na dinâmica competitiva geral do mercado de pagamentos. Melhores preços devem levar a uma maior lucratividade, o que pode funcionar como um poderoso gatilho para uma ação que está sendo negociada a um valuation atraente (8,4x P/L para 2022).

Continuamos convencidos de que as taxas de juros reais de longo prazo do Brasil estão extremamente altas (em 5,5%), precificando riscos políticos e fiscais substanciais. À medida que a corrida presidencial se torna mais clara e os riscos políticos diminuem, esperamos que as taxas de longo prazo caiam, com impactos positivos nas ações brasileiras como um todo e em alguns negócios específicos e empresas em particular.

Selecionamos algumas ações, que estão no 10SIM há algum tempo, que devem se beneficiar desproporcionalmente da queda das taxas de longo prazo. Entre eles estão a locadora de veículos Localiza e a concessionária de energia Energisa.

Decidimos manter a exportadora de minério Vale em nosso portfólio. Os preços do minério de ferro continuam bem sustentados, já que a produção de aço chinesa se recupera das baixas, devido a estímulos adicionais e com oferta marítima apertada. A Vale também deve continuar sendo vista como uma forte pagadora de dividendos (dividend yield de 11% em 2022), negociando a um valuation atraente (3,5x EV/EBITDA para 2022) e nos dando alguma exposição em dólares.

Carteira Recomendada de Ações (10SIM):

Tabela 2: Alterações na Carteira para o mês de Abril

Março				Abril			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%	Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	15%
Localiza	Aluguel de Veículos	RENT3	10%	Localiza	Aluguel de Veículos	RENT3	10%
Raizen	Agronegócio	RAIZ4	10%	Raizen	Agronegócio	RAIZ4	10%
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	SLC Agrícola	Agronegócio	SLCE3	10%
Vale	Metais & Mineração	VALE3	10%	Vale	Metais & Mineração	VALE3	10%
Energisa	Serviços Básicos	ENGI11	10%	Energisa	Serviços Básicos	ENGI11	10%
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%
SulAmerica	Saúde	SULA11	10%	Cielo	Financeiro ex-Bancos	CIEL3	10%
Arezzo Co	Varejo	ARZZ3	10%	Arezzo Co	Varejo	ARZZ3	10%
Multiplan	Shoppings	MULT3	5%	Multiplan	Shoppings	MULT3	5%

Fonte: BTG Pactual

Ações do Portfólio:

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/PA	
					2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	15%	249.513	n.a.	n.a.	8,8x	8,2x	1,9x	1,5x
Vale	Metais & Mineração	VALE3	10%	462.667	3,5x	4,4x	7,2x	7,1x	2,2x	2,0x
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	99.014	n.a.	n.a.	4,1x	3,5x	0,6x	0,6x
Raizen	Agronegócio	RAIZ4	10%	72.778	6,4x	4,9x	20,1x	13,5x	3,3x	2,7x
Localiza	Aluguel de Veículos	RENT3	10%	45.959	13,8x	12,7x	27,4x	27,4x	5,4x	4,7x
Energisa	Serviços Básicos	ENGI11	10%	20.890	4,8x	4,8x	9,8x	9,5x	2,0x	1,8x
SLC Agrícola	Agronegócio	SLCE3	10%	10.348	5,6x	6,0x	8,3x	8,9x	2,3x	2,2x
Arezzo Co	Varejo	ARZZ3	10%	9.898	17,1x	13,6x	25,0x	19,6x	4,9x	4,4x
Cielo	Financeiro ex-Bancos	CIEL3	10%	8.403	2,1x	1,8x	8,4x	7,2x	0,6x	0,6x
Multiplan	Shoppings	MULT3	5%	14.475	14,1x	11,7x	26,5x	20,9x	2,2x	2,1x

Fonte: BTG Pactual e Economática

Raízen (RAIZ4):

Estamos mantendo a RAIZ4 em nosso portfólio 10SIM. A empresa decidiu atualizar seu guidance para o ano fiscal 2021/22 após a última revisão ter gerado controvérsia significativa no mercado. No geral, as novas estimativas melhoraram e reforçaram nossa visão de que a empresa estava sendo conservadora demais. Mantemos nossa percepção inicial de que há possibilidade para surpresas positivas e acreditamos que o guidance pode ser entregue no limite superior da faixa consolidada de R\$ 10,4 a 11,2 bilhões. Além disso, observamos que as expectativas de produtividade mais baixas para esta safra devem fazer muito pouco para mudar as perspectivas a partir de 2022/23. Sob a pressão contínua de alta dos preços do petróleo, uma perspectiva mais forte para os preços da CBio sob a meta de 2022 divulgada recentemente pelo CNPE e expectativas de uma recuperação parcial da produtividade da cana-de-açúcar (reduzindo as pressões de custos unitários), esperamos que a geração de EBITDA melhore significativamente no próximo ano. No curto prazo, também achamos que as estimativas da divisão de negócios de Renováveis & Açúcar e Marketing & Serviços oferecem um bom catalisador para os resultados da companhia. Desde o nosso início de cobertura em setembro, argumentamos que o preço das ações da RAIZ parece ignorar o valor dos novos projetos de energias renováveis da empresa, principalmente o E2G e o biogás. Hoje, acreditamos que isso continua válido.

SLC Agrícola (SLCE3):

A SLC oferece exposição a um dos setores mais resilientes e competitivos do Brasil na forma de uma empresa grande e bem administrada, com um modelo de negócios comprovado que busca ser um produtor de soja, algodão e milho de baixo custo pela adoção em larga escala de tecnologia nas áreas mais tradicionais para a agricultura. O crescimento de 46% da área plantada e um modelo de negócios *asset-light* da empresa em 2022 deve permitir que ela se beneficie de alta alavancagem operacional e se consolide como uma das melhores maneiras de participar da tese de alta dos preços das commodities agrícolas, cujos fundamentos permanecem bastante favoráveis. Embora os riscos associados ao fornecimento de insumos continuem sendo um ponto a ser observado, achamos que as margens atuais mais do que acomodam isso com o aumento dos yields e preços, além do fornecimento de 83% do potássio e 49% de fósforo já estarem garantidos. Apesar da alta do preço das ações no acumulado do ano, o valuation continua pouco exigente, com a empresa sendo negociada 22% abaixo do histórico com base no EV/EBITDA 22 e 18% abaixo dele em 2024 sob premissas de preço de commodities mais normalizadas de longo prazo. Com um ROIC pelo menos 4x maior que o histórico, reiteramos a Compra.

Localiza (RENT3):

Nossa tese de investimento positiva em relação a Localiza se baseia em: (i) potencial amenização do conflito entre Rússia e Ucrânia, que reduz a pressão de custos de matéria-prima na indústria automotiva; (ii) redução do custo de capital, que aumentou recentemente e (iii) o momento positivo no curto prazo, com a expectativa de que a empresa apresente números sólidos nos resultados do primeiro trimestre. Além disso, vemos sinergias relevantes da fusão com a Unidas que acreditamos que ainda não estão totalmente precificadas. Por fim, gostamos do foco da empresa no desenvolvimento de novos produtos (por exemplo, serviço de assinatura de carro e aplicativo para motoristas como o ZARP) que acreditamos que devem ajudar a trazer o crescimento no futuro. Ajustando nossas projeções atuais para as tendências recentes do setor e incluindo a fusão com a Unidas, calculamos o valuation da Localiza em um P/L de 2022 de 19,8x muito atraente (vs. 27,4x de maneira autônoma e uma média de 5 anos de 31,7x).

Itaú Unibanco (ITUB4):

Como estamos sinalizando há vários meses, as ações de bancos incumbentes devem se mostrar defensivas no ambiente atual com taxas de juros em alta. Esperamos que o Itaú apresente a melhor dinâmica do 1T22 entre as incumbentes, com a NII crescendo +15% a/a e os NPLs (inadimplências) ainda abaixo dos níveis pré-pandemia. Sim, as ações subiram quase 30% no acumulado do ano, mas continuamos vendo o Itaú superando os pares nos próximos trimestres, reforçando nossa

visão de que é o banco premium do Brasil e ajudando no atual momento positivo das ações. Gostamos do nome sendo negociado a 1,9x o valor patrimonial.

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 operando com sucesso seu modelo de franquia *asset light*. Em resumo, nossa visão positiva para a 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; (ii) novas marcas como Vans e Reserva; e (iii) os resultados mais saudáveis na operação dos Estados Unidos, principalmente com base nos canais de atacado e e-commerce. A Arezzo negocia a 25x P/L em 2022, oferecendo um potencial de valorização das ações justificado por suas fortes perspectivas de crescimento (CAGR de LPA de 18% até 2025).

Cielo (CIEL3):

Durante nosso CEO Conference, realizado em fevereiro, a Cielo reforçou a dinâmica de reprecificação bem-sucedida no mercado de adquirência e o feedback que recebemos recentemente é que a tendência continua. O aumento das taxas de pré-pagamento é definitivamente uma boa notícia para a recuperação da margem da Cielo, e reforçamos que notícias positivas sobre rentabilidade têm sido bastante escassas para a empresa nos últimos anos (ROE de apenas 6% em 2021). Portanto, acreditamos que a reprecificação no negócio principal de adquirência poderia desencadear um “momentum” melhor para nomes incumbentes como a Cielo, cujo valuation parece pouco exigente. Acreditamos também que os volumes de varejo estão um pouco melhores do que o inicialmente esperado, com surpresas positivas vindo de grandes contas (empresas voltando para a Cielo após a saída para outras adquirentes, comprovando uma dinâmica de precificação mais racional em todos os segmentos). E, por fim, esperamos que a venda da MeS seja aprovada pelos reguladores em breve, o que simplificaria as atividades diárias da administração, melhoraria os lucros e aumentaria a liquidez em um valuation melhor do que o esperado.

Banco do Brasil (BBAS3):

Há muito tempo defendemos que o Banco do Brasil parecia uma armadilha de valor. Mas a combinação de um momentum de lucros melhor e seu valuation muito barato levou a uma reclassificação das ações da companhia. O Banco do Brasil cresceu menos que o sistema financeiro nos últimos anos (também possui uma carteira de crédito mais defensiva, com menor exposição ao crédito sem garantias para pessoas físicas), permitindo índices de capital principal mais alinhados com seus pares. Assumindo que o Banco do Brasil entregue seu guidance de lucro líquido de R\$ 24,5 bilhões, a ação está sendo negociada a um preço muito baixo de 4,1x P/L em 2022 (e um dividend yield de ~10% assumindo um payout de 40% dos lucros). Apesar do risco eleitoral inerente devido à sua natureza estatal, acreditamos que as ações agora estão muito baratas para serem ignoradas.

Vale (VALE3):

Acreditamos que a história *bottom-up* da Vale pode evoluir bem em 2022. A administração continua altamente disciplinada na alocação de capital (modelo de negócios “*asset light*”), o que ainda implica que a maior parte da agenda deve envolver retornos de caixa aos acionistas – projetamos 11-12% de yield para 2022. Também esperamos que os problemas de produção de minério de ferro em Carajás se dissipem (ajudando a produção e a diluição de custos fixos) e melhorando os resultados de sua unidade de metais básicos subvalorizada em 2022 (EBITDA > US\$ 5 bilhões possível) – níquel performando muito bem devido às questões na Rússia. Os preços do minério de ferro devem permanecer sustentados no curto prazo, à medida que a produção de aço chinesa se recupera das mínimas (devido ao estímulo e relaxamento das

restrições à poluição), bem como da oferta marítima apertada (principais players lutando para estabilizar a produção). Também acreditamos que a empresa continuará apresentando um progresso tangível na frente ESG, removendo o desconto excessivo atualmente atribuído ao preço de suas ações. Reiteramos nossa Compra na Vale, com as ações negociando a ~3,5x EV/EBTIDA 22.

Energisa (ENGI11):

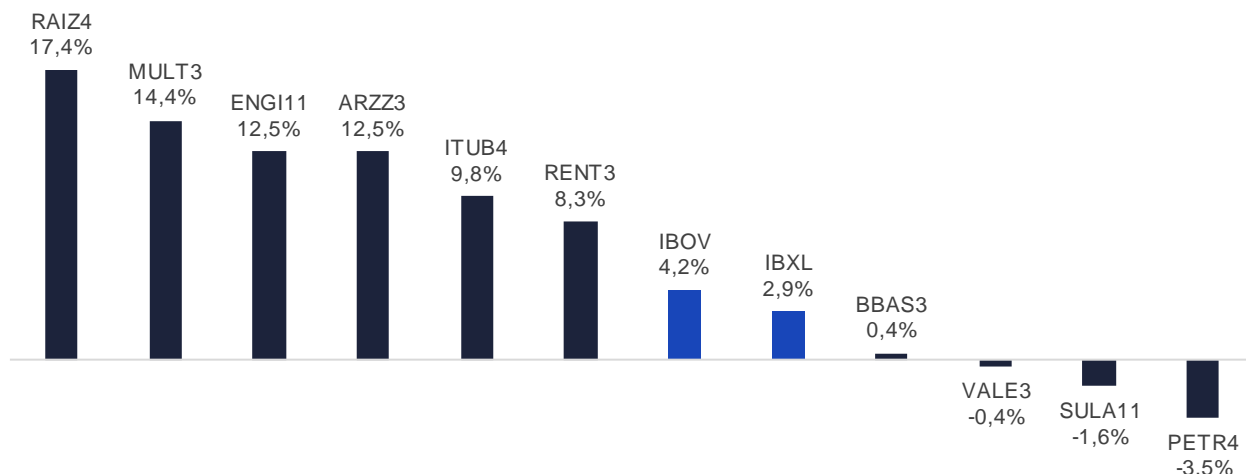
No mês passado, a Energisa foi muito bem, com as ações subindo quase 11%. Apesar do forte desempenho, que acreditamos ter sido impulsionado principalmente pelo cenário macro, continuamos a enxergar as ações sendo negociadas com um valuation muito atraente. Apesar de ser uma das operadoras mais premium do setor, a Energisa ainda negocia com uma TIR real implícita de 10,9%. As concessões da empresa mostraram muita resiliência nesse período de atividade econômica mais fraca, com forte recuperação de volume e bom controle de custos. Com um desempenho tão bom, a alavancagem caiu significativamente para 2,3x dívida líquida/EBITDA no 4T21 (vs. 3,1x no 4T20), o que pode eventualmente abrir caminho para maiores dividendos para os acionistas. Embora alguns investidores possam penalizar a empresa pela falta de visibilidade do crescimento, acreditamos que as grandes oportunidades que existiam no setor se tornaram mais escassas e competitivas. Ao mesmo tempo, a empresa mostrou uma disciplina de capital muito boa (ou seja, a aquisição da Gemini) e tem outras oportunidades no segmento de geração distribuída, que ainda não incorporamos nos números do nosso modelo.

Multiplan (MULT3):

Com 100% dos shoppings do Brasil abertos (com alta capacidade operacional), as vendas dos shoppings aceleraram. Apesar do cenário macro ser mais difícil agora (por exemplo, menor crescimento do PIB, inflação alta, taxas de juros mais altas etc.), esperamos que as vendas de shopping continuem se recuperando à medida que a campanha de vacinação continua melhorando (80% dos adultos receberam a 2ª dose no Brasil até agora). A Multiplan apresentou fortes números operacionais no 4T21: (i) SSS cresceu 10,3% em relação ao 4T19; (ii) SSR cresceu robustos +41,4% vs. 4T19; e (iii) a taxa de vacância caiu 10 bps t/t para 4,7%. Além disso, a Multiplan possui um portfólio premium de shopping centers, voltado principalmente para consumidores de alta renda (mais resilientes em um cenário econômico mais difícil), enquanto seu valuation é atraente (TIR real de 8,8%).

Rentabilidade Histórica:

Gráfico 10: Performance por ação em Março de 2022



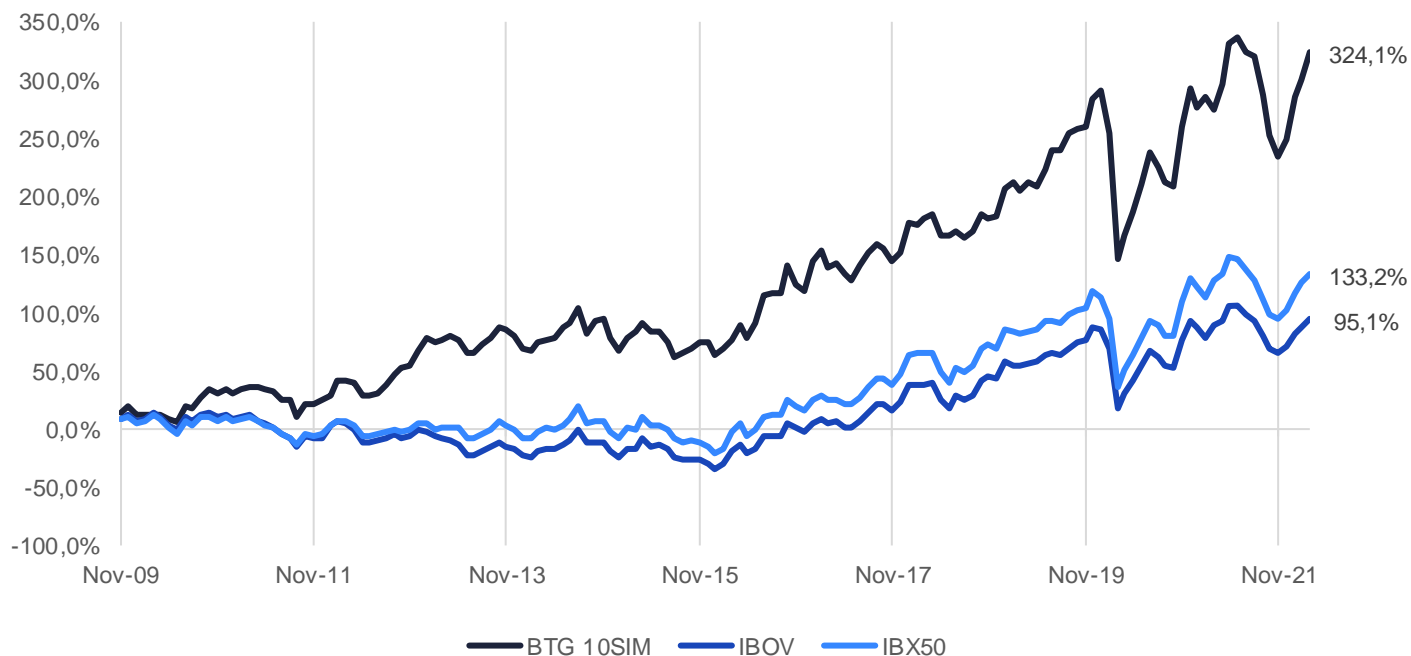
Fonte: BTG Pactual e Econômica

Performance Histórica:

Em Março, nossa Carteira Recomendada de Ações teve uma performance positiva de +6,1%, contra uma performance de +4,2% 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 324,1%, ante 95,1% do Ibovespa e 133,2% do IBX-50.

Gráfico 11: Performance Histórica (desde outubro de 2009)

Rentabilidade Acumulada



Fonte: BTG Pactual e Econômica

Tabela 3: 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%	39,9%	31,6%	294,9%	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%	1,8%	2,9%	302,0%	93,5%
2021	-3,9%	2,2%	-2,7%	5,6%	8,8%	-1,1%	-3,1%	-0,9%	-7,6%	-8,9%	-5,6%	4,6%	-13,3%	-11,9%	248,5%	70,4%
2022	10,5%	3,8%	6,1%										21,7%	14,5%	324,1%	95,1%

Fonte: BTG Pactual e Economática

Informações Importantes

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

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

Disclaimer Global

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório 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