



# Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

## Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Março 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](mailto: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

---

#### Grave crise global não impediu a boa performance do Brasil

Mesmo após um desempenho robusto no acumulado do ano, os valuations no Brasil continuam atraentes, apesar das taxas de juros reais de longo prazo muito altas, que terminaram fevereiro em 5,7%. Vemos espaço para as taxas reais de longo prazo caírem em 2022 e para as ações brasileiras subirem.

#### Apenas algumas mudanças; com foco em ações de qualidade, bem administradas e líquidas

Depois de reorganizar nosso portfólio no mês passado, estamos fazendo apenas pequenos ajustes em março. Adicionamos uma pitada de risco a 10SIM em fevereiro e estamos adicionando um pouco mais este mês, mas não achamos que agora seja a hora de aumentar os níveis de risco. Nosso portfólio está bem posicionado para se beneficiar de uma possível queda nas taxas de juros reais de longo prazo, e mantemos nossa decisão de manter ações de qualidade, bem administradas e líquidas no portfólio.

#### Adicionando o BB e aumentando nossa exposição a Bancos; Sula substitui a Rede D'Or

Optamos por aumentar nossa exposição a bancos adicionando o estatal Banco do Brasil e mantendo o Itaú. As eleições podem trazer maior volatilidade às ações do BB, mas o risco da carteira de crédito é relativamente baixo e o valuation é bastante atrativo. Para criar espaço para o BB, estamos retirando a TIM. Também decidimos substituir a Rede D'Or pela SulAmerica, que é uma forma mais barata (15% de desconto) de manter a exposição à Rede D'Or.

#### Como o conflito Rússia-Ucrânia afeta as ações brasileiras?

Algumas empresas/setores se beneficiam/sofrem mais. Os prováveis beneficiados são produtores de alumínio (CBA) e ouro (Aura), exportadores de commodities leves (SLC, BrasilAgro, AdecoAgro), empresas de óleo e gás (Petrobras, PetroRio, 3R, Eneva) e produtores de etanol (Raízen, São Martinho). Os mais prejudicados provavelmente incluem companhias aéreas, devido aos preços mais altos do petróleo, produtores de aves e carnes (preços mais altos dos grãos) e a M.Dias Branco (preços mais altos do trigo).

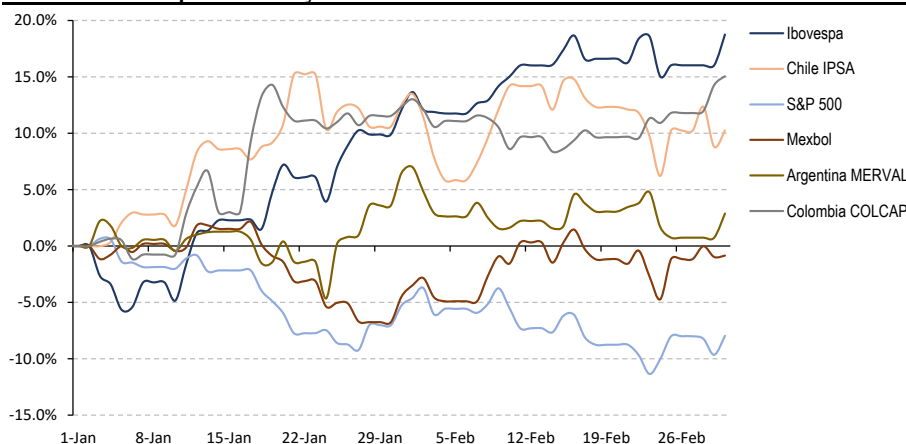
**Tabela 1: Carteira Recomendada de Ações (10SIM) para Março de 2022**

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%	473.453	2,7x	3,2x	4,5x	5,0x	1,2x	1,1x
Vale	Metais & Mineração	VALE3	10%	482.268	3,5x	4,3x	7,0x	6,9x	2,1x	2,0x
Itau Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	226.990	n.a.	n.a.	8,0x	7,5x	1,7x	1,4x
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	101.583	n.a.	n.a.	4,1x	3,6x	0,6x	0,6x
Raizen	Agronegócio	RAIZ4	10%	62.012	5,6x	4,3x	17,1x	11,5x	2,8x	2,3x
Localiza	Aluguel de Veículos	RENT3	10%	42.544	13,0x	11,9x	25,3x	-	5,0x	4,3x
Energisa	Serviços Básicos	ENGI1	10%	18.510	4,5x	4,4x	8,7x	8,5x	1,8x	1,6x
SulAmerica	Saúde	SULA11	10%	14.044	n.a.	n.a.	15,1x	9,2x	1,8x	1,6x
Arezzo	Varejo	ARZZ3	10%	8.757	15,4x	12,2x	22,7x	17,5x	4,4x	3,9x
Multiplan	Shoppings	MULT3	5%	12.648	12,8x	11,3x	21,2x	18,6x	1,9x	1,8x

Fonte: BTG Pactual e Economatica

## Grave crise global não impediu a boa performance do Brasil

O principal índice brasileiro (Ibovespa) subiu 0,9% (em reais) em fevereiro. Em dólares, ele valorizou 3,5% (o Real se fortaleceu 3,0% em fevereiro), trazendo os ganhos no ano atual para 16%, tornando-se o mercado com melhor desempenho na região e superando o S&P500 em 24%.

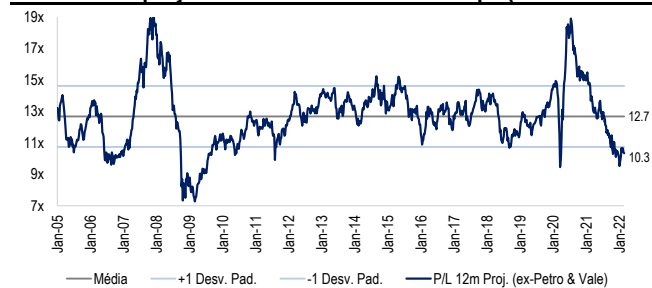
**Gráfico 1: Desempenho das ações da América Latina no acumulado do ano**


Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Apesar dos ganhos robustos no acumulado do ano, os valuations continuam atraentes, com ações locais (ex -Petrobras e Vale) em 10,3x P/L de 12 meses projetados, 1 desvio padrão abaixo da média.

Os valuations são atrativos apesar das taxas de juros reais de longo prazo muito altas, que fecharam fevereiro em 5,7%. O prêmio para manter ações, medido como o inverso do P/L menos as taxas de juros reais de 10 anos, é de 3,9%, um desvio padrão acima de seu nível histórico.

Vemos espaço para que as taxas reais de curto prazo caiam em 2022, principalmente se os principais candidatos à presidência do Brasil se comprometerem com a disciplina fiscal durante a campanha. 2022 será claramente um ano mais volátil, mas os valuations atuais significam que vemos espaço para as ações locais se saírem bem.

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


Fonte: Economática, estimativas BTG Pactual

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


Fonte: Banco Central do Brasil, estimativas do BTG Pactual

## Maiores riscos do conflito Rússia-Ucrânia

O conflito aumenta os riscos geopolíticos e supõe uma abordagem mais cautelosa por parte dos investidores. Ao decidir quais nomes incluir, o risco global mais alto é um fator.

Algumas empresas/setores podem se beneficiar, enquanto outras sofrerão. Os potenciais beneficiários são produtores de alumínio (no Brasil, CBA), produtores de ouro (Aura), exportadores de commodities leves (SLC, BrasilAgro, AdecoAgro), empresas de óleo e gás (Petrobras, PetroRio, 3R, Eneva) e produtores de etanol (Raízen, São Martinho).

As companhias aéreas podem sofrer, devido aos preços mais altos do petróleo, ao lado dos produtores de aves e carnes, refletindo os preços mais altos dos grãos, e a M.Dias Branco, devido aos preços mais altos do trigo.

## Principais riscos: maiores despesas locais e deterioração mais acentuada do mercado no exterior

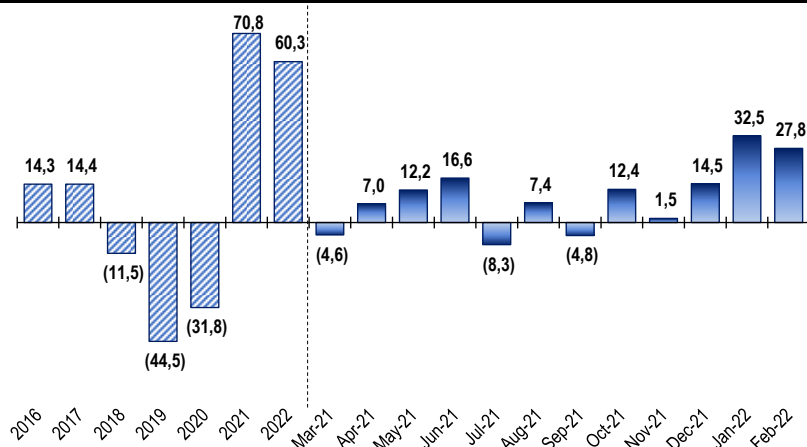
Vemos dois riscos principais para as ações brasileiras no curto prazo. Uma delas é a deterioração das contas fiscais do Brasil. Nos últimos meses, as contas fiscais surpreenderam positivamente devido às fortes receitas tributárias. Mas o governo e o Congresso estão estudando cortes/isenções de impostos que podem prejudicar o orçamento do governo este ano.

É difícil dizer o que vai acabar sendo aprovado. O pior cenário pode ser hediondo (um corte de 100% nos impostos sobre combustíveis poderia ter um impacto total de R\$ 240 bilhões, ou 2,6% do PIB), mas acreditamos que o Congresso será responsável o suficiente para aprovar apenas cortes que realmente não prejudiquem as contas fiscais do governo (por exemplo, se apenas os impostos federais fossem cortados, a perda de receita seria de R\$ 69 bilhões, ou 0,7% do PIB).

O outro risco é que uma forte correção nas ações globais, devido a taxas de juros mais altas nos EUA, uma guerra crescente, ou ambos, poderia reduzir os valuations dos vencedores globais a níveis que poderiam funcionar como um teto para os valuations das ações dos mercados emergentes. Embora seja possível, não acreditamos que uma forte correção nas economias centrais seja provável.

## O fluxo de investidores estrangeiros continua entrando...

Investidores estrangeiros são compradores líquidos de ações brasileiras desde outubro. Os fluxos foram fortes em dezembro (R\$ 14,5 bilhões), bateram recorde em janeiro (R\$ 32,5 bilhões) e atingiram R\$ 27,8 bilhões em fevereiro. Nos últimos 5 meses, investidores estrangeiros investiram R\$ 88,7 bilhões em ações brasileiras.

**Gráfico 4: Fluxos de entrada de investidores estrangeiros**


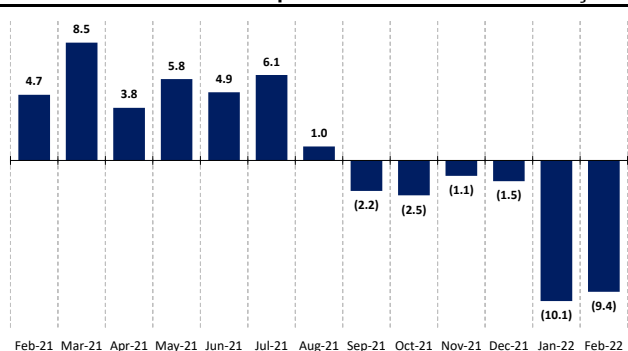
Fonte: B3, BTG Pactual

### ...mas o fluxo de saída de fundos de ações locais continua

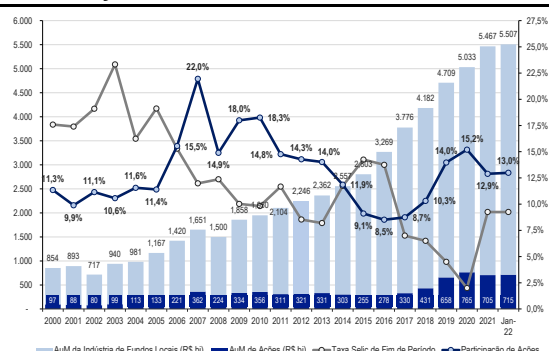
Mas os fundos de ações locais ainda estão enfrentando resgates e os recursos estão saindo há 6 meses consecutivos. Somente em janeiro e fevereiro, as saídas atingiram R\$ 19,5 bilhões e R\$ 27 bilhões nos últimos 6 meses.

A quantidade de dinheiro investido em ações por fundos multimercados locais também está em declínio. No final de janeiro, 13,0% de todo o dinheiro investido em fundos multimercados no Brasil estava estacionado em ações, ante 15,5% em julho de 2021.

Os fluxos de investidores estrangeiros estão mais do que compensando as saídas de fundos de ações locais e ajudando na valorização do Ibovespa.

**Gráfico 5: Fluxo de entrada líquido mensal dos fundos de ações**


Fonte: Economática, estimativas do BTG Pactual

**Gráfico 6: Alocação de fundos locais**


Fonte: Banco Central do Brasil, estimativas do BTG Pactual

### 10SIM de Março: Apenas alguns pequenos ajustes

Depois de reorganizar nosso portfólio no mês passado, alterando 6 de 10 ações (R\$ bi), estamos fazendo apenas pequenos ajustes em março. No geral, posicionamos nosso portfólio para se beneficiar das tendências/temas definidos para os próximos meses.

Adicionamos risco ao 10SIM em fevereiro e estamos adicionando um pouco mais agora, mas não achamos que seja hora de adicionar muito mais risco neste momento. Nossa carteira está bem posicionada para se beneficiar de uma possível

redução nas taxas de juros reais de longo prazo (hoje em 5,75%), o que esperamos que aconteça à medida que a corrida presidencial se tornar mais clara e os riscos políticos diminuirmos. Mantemos nossa decisão de manter ações de qualidade, bem administradas e líquidas no portfólio.

Decidimos aumentar nossa exposição a bancos adicionando o Banco do Brasil (BB) estatal e mantendo o Itaú, o que significa que 20% de nossa 10SIM está agora em bancos. É verdade que as eleições podem agregar mais volatilidade às ações do BB, mas o risco da carteira de crédito é relativamente baixo e o valuation é extremamente atrativo. Para abrir espaço para o BB, estamos retirando a TIM da 10SIM.

A TIM é uma ação barata que se beneficia muito com a aquisição das operações móveis da Oi, mas ficamos desapontados que a ação mal subiu em fevereiro depois que o acordo com a Oi foi aprovado pelo órgão antitruste CADE.

Também decidimos substituir a Rede D'Or pela SulAmérica, que é uma forma mais barata (15% de desconto) para manter a exposição à Rede Dor

Mantemos a exposição aos preços crescentes de petróleo e minério de ferro via Petrobras e Vale, respectivamente, com ambas as ações sendo negociadas a valuations muito atraentes e pagando altos dividendos.

Também mantemos a exposição ao consumo de 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.

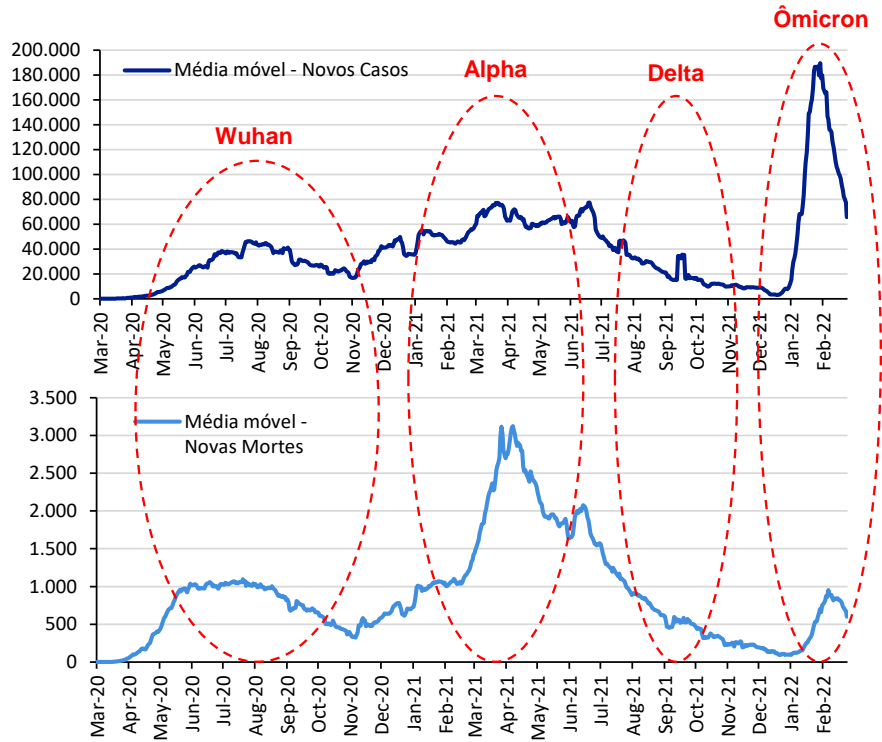
Completamos a 10SIM com a concessionária Energisa, uma das distribuidoras premium do Brasil (negociando a uma TIR real muito boa de 12%), a locadora de carros Localiza e a distribuidora de combustíveis Raízen.

## **COVID-19: Tendência de baixa da Ômicron**

Assim como ocorreu em outros países atingidos pela Ômicron, o número de novos casos cresceu rapidamente no Brasil e agora está caindo rapidamente. O número de novas mortes também atingiu um ponto de inflexão e está em declínio.

Depois de atingir uma média de 190 mil novos casos por dia no início de fevereiro, o número médio de novos casos na semana passada caiu para 77 mil. O número médio de mortes diárias ainda é alto (676), mas também está em declínio.

Gráfico 7: Novos casos e óbitos diários de COVID-19 no Brasil



Fonte: banco de dados Coronavirusbra1, secretarias estaduais de saúde

## Carteira Recomendada de Ações (10SIM):

**Tabela 2: Alterações na Carteira para o mês de Março**

Fevereiro				Março			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%	Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%
Localiza	Aluguel de Veículos	RENT3	10%	Vale	Metais & Mineração	VALE3	10%
Raizen	Agronegócio	RAIZ4	10%	Itau Unibanco	Bancos	ITUB4	10%
Itau Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%
Vale	Metais & Mineração	VALE3	10%	Raizen	Agronegócio	RAIZ4	10%
Energisa	Serviços Básicos	ENGI11	10%	Localiza	Aluguel de Veículos	RENT3	10%
TIM	Telecom	TIMS3	10%	Energisa	Serviços Básicos	ENGI11	10%
Rede D'or	Saúde	RDOR3	10%	SulAmerica	Saúde	SULA11	10%
Arezzo Co	Varejo	ARZZ3	10%	Arezzo	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/VPA	
					2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%	473.453	2,7x	3,2x	4,5x	5,0x	1,2x	1,1x
Vale	Metais & Mineração	VALE3	10%	482.268	3,5x	4,3x	7,0x	6,9x	2,1x	2,0x
Itau Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	226.990	n.a.	n.a.	8,0x	7,5x	1,7x	1,4x
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	101.583	n.a.	n.a.	4,1x	3,6x	0,6x	0,6x
Raizen	Agronegócio	RAIZ4	10%	62.012	5,6x	4,3x	17,1x	11,5x	2,8x	2,3x
Localiza	Aluguel de Veículos	RENT3	10%	42.544	13,0x	11,9x	25,3x	-	5,0x	4,3x
Energisa	Serviços Básicos	ENGI11	10%	18.510	4,5x	4,4x	8,7x	8,5x	1,8x	1,6x
SulAmerica	Saúde	SULA11	10%	14.044	n.a.	n.a.	15,1x	9,2x	1,8x	1,6x
Arezzo	Varejo	ARZZ3	10%	8.757	15,4x	12,2x	22,7x	17,5x	4,4x	3,9x
Multiplan	Shoppings	MULT3	5%	12.648	12,8x	11,3x	21,2x	18,6x	1,9x	1,8x

Fonte: BTG Pactual e Economática

## Raizen (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 E2G e biogás. Hoje, acreditamos que isso é mais verdadeiro do que nunca.

## Petrobras (PETR4):

---

Nossa decisão de incluir a Petrobras em nosso portfólio da 10SIM no mês passado foi um movimento tático. Isso refletiu a possibilidade de capturar dividendos muito atraentes nos próximos trimestres após a decisão da administração de aumentar a recorrência na distribuição de dividendos para uma base trimestral, fornecendo, em última análise, algum amortecimento aos preços das ações. Além disso, a empresa poderia contribuir com a ideia de construir uma carteira que pudesse medir a potencial melhoria na percepção de risco para o Brasil. As ações da PETR têm sido historicamente percebidas como um proxy de CDS, embora reconhecemos que existem outras opções menos arriscadas. Após mais de 5 anos com um foco forte e um plano bem executado, a PETR é agora uma empresa muito mais forte, enxuta e, principalmente, melhor, tornando sua história *bottom-up* mais equilibrada.

## Localiza (RENT3):

---

Apesar de ter reportado resultados do 4T21 abaixo do esperado, gostamos do foco da Localiza em rentabilidade e retorno de longo prazo, bem como sinalizamos que a equipe de gestão da companhia tem se manifestado sobre os ajustes operacionais feitos que devem entregar melhores números no 1T22. Além disso, as preocupações com a concorrência setorial foram amenizadas ultimamente quando a Mobitech (a *joint venture* da Porto Seguro e Cosan) anunciou sua decisão de encerrar as operações. Ainda assim, há outras empresas interessadas em uma potencial compra dos veículos remanescentes da frota da Unidas (remédio aplicado pelo CADE para evitar a concentração de mercado). Acreditamos que a aprovação do CADE (autoridade antitruste) da fusão entre Unidas e Localiza ainda não está totalmente precificada. Além disso, elogiamos o foco da empresa no desenvolvimento de novos produtos (por exemplo, serviço de assinatura de carros e aplicativo para motoristas como o ZARP) que acreditamos que deve ajudar a trazer o crescimento olhando para frente. Ajustando nossas projeções atuais para as tendências recentes do setor e incluindo a fusão, calculamos as ações da Localiza sendo negociadas em um atraente P/L de 2022 de 18,3x (vs. 25,4x somente da Localiza e média de 5 anos de 31,7x).

## Itaú Unibanco (ITUB4):

---

Como estamos sinalizando há vários meses, as ações dos bancos incumbentes devem se mostrar defensivas no ambiente atual. Os valuation são atraentes e a visibilidade dos lucros permanece decente, com um momentum favorável à frente depois que a receita começou a melhorar no 2S21. Vemos uma tendência de NII (margem financeira bruta) positiva pela frente para o Itaú, já que a carteira de crédito deve crescer perto de 10% em 2022, enquanto a NII de clientes deve superar esse crescimento, considerando o aumento da taxa Selic e ganhos graduais advindos das linhas emergenciais. Também sinalizamos que o Itaú não reverteu nenhuma de suas provisões adicionais relacionadas à pandemia, que poderia começar em 2022. Dito isso, os NPLs (inadimplências) devem subir de seus níveis historicamente baixos atuais, enquanto as receitas de serviços vs. a dinâmica de OPEX este ano devem se deteriorar. Ainda assim, gostamos do nome sendo negociado a 1,7x o VP mais recente.

## 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 23x 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).

## SulAmerica (SULA11):

---

No mês passado, aproveitando a correção iniciada em outubro, decidimos adicionar a Rede D'Or ao nosso portfólio da 10SIM. A empresa teve um desempenho muito bom em fevereiro, superando o índice Ibovespa (e vários pares do setor de saúde) em mais de 15%. Devido a resiliência do seu modelo de negócio, seus fortes fundamentos de crescimento e robusta atividade de aquisições, estávamos prestes a manter o RDOR em nosso portfólio 10SIM novamente. Mas, desta vez, optamos oportunamente por uma mudança estratégica para a SulAmérica. Na semana passada, a RDOR anunciou um acordo transformacional com a potencial combinação de negócios com a SulAmérica, 4º maior empresa do mercado brasileiro de seguro saúde. A transação é significativa em todos os sentidos, marcando a entrada da RDOR no ramo de seguros, bem como a aquisição de uma das empresas mais antigas do Brasil (a marca SulAmérica tem mais de 100 anos). O negócio ainda requer muitas aprovações regulatórias (autoridade antitruste brasileira CADE, regulador privado de saúde ANS e Banco Central do Brasil), mas as ações da SULA agora estão negociando com um grande desconto em relação a relação de troca justa acordada: cerca de 12% em nossos cálculos. Embora o negócio seja 100% pago através da emissão de novas ações da RDOR3, esse desconto parece muito alto para nós, pois uma aprovação é muito provável. Dada a natureza diferente de ambos os negócios, lembramos que não há concentração horizontal de negócios que possa ser questionada pela autoridade antitruste. Assim, de forma oportuna, adicionamos SULA ao nosso portfólio 10SIM.

## 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 rendimento 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):

---

Apesar de ser uma das operadoras mais premium do setor, a Energisa ainda negocia com desconto excessivo, implicando em uma TIR real de 11,8%. As concessões da empresa mostraram muita resiliência durante esse período de atividade econômica mais fraca, com forte recuperação de volume e mantendo os custos sob controle. A Energisa também foi uma das principais beneficiárias do descasamento do IGPM/IPCA, uma vez que 6 de suas 11 principais concessões estão vinculadas ao IGPM, o que contribuiu para o aumento do EBITDA regulatório dessas distribuidoras. Essa forte geração de

caixa também ajudou a reduzir a alavancagem para 2,4x dívida líquida/EBITDA no 3T21 (vs. 3,3x no 3T20). Por um tempo, os investidores pareciam penalizar a empresa pela falta de visibilidade do crescimento, mas (i) acreditamos que as grandes oportunidades que existiam no setor tornaram-se mais escassas e competitivas e (ii) o crescimento não necessariamente será proveniente de fusões e aquisições ou novos empreendimentos. Nos últimos 12 meses, o EBITDA da Energisa (ajustado de não recorrentes) cresceu quase 60%. Durante o Investor Day, a empresa anunciou seu plano de negócios de 5 anos, continuando a buscar oportunidades em transmissão, energias renováveis, biogás e eventualmente distribuição de gás. Além disso, em fevereiro a empresa anunciou a aquisição da Gemini, que possui 3 linhas de transmissão (R\$ 363 milhões em RAP – Receita Anual Permitida). A Energisa pagará R\$ 823 milhões e incorporará R\$ 1,7 bilhão em dívida líquida, totalizando R\$ 2,5 bilhões, portanto, a transação tem um EV/RAP implícito de ~7x, o que parece gerar valor em nossa visão. Dito isso, gostamos da disciplina de alocação de capital da empresa e continuamos a ver que é uma boa posição no setor.

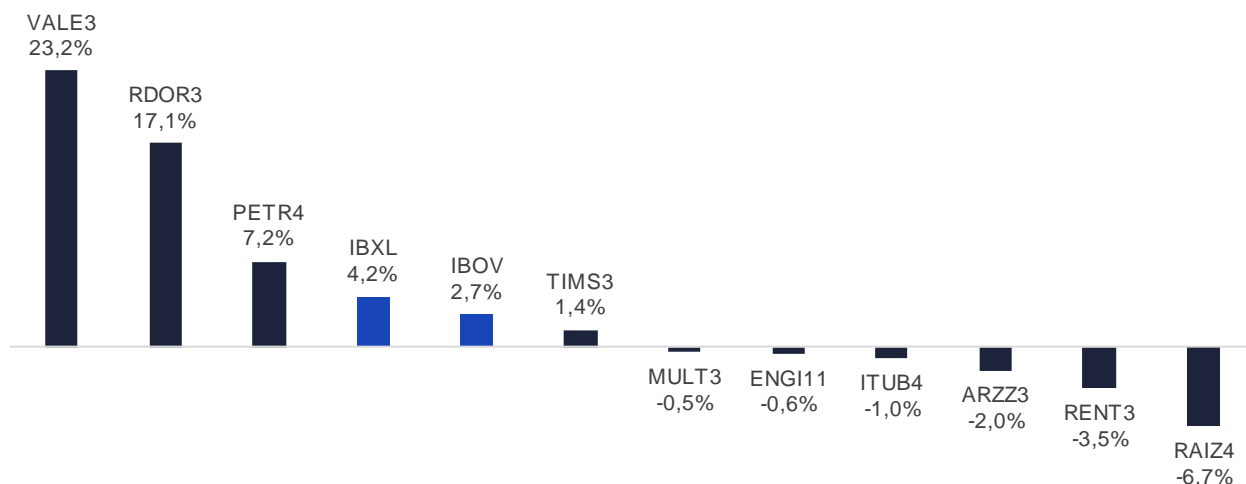
### Multiplan (MULT3):

---

Com 100% dos shoppings do Brasil abertos (com alta capacidade operacional), as vendas dos shoppings começaram a acelerar nos últimos meses. 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 (17x P/FFO 2022E; TIR real de 9,1%).

## Rentabilidade Histórica:

Gráfico 8: Performance por ação em Fevereiro de 2022

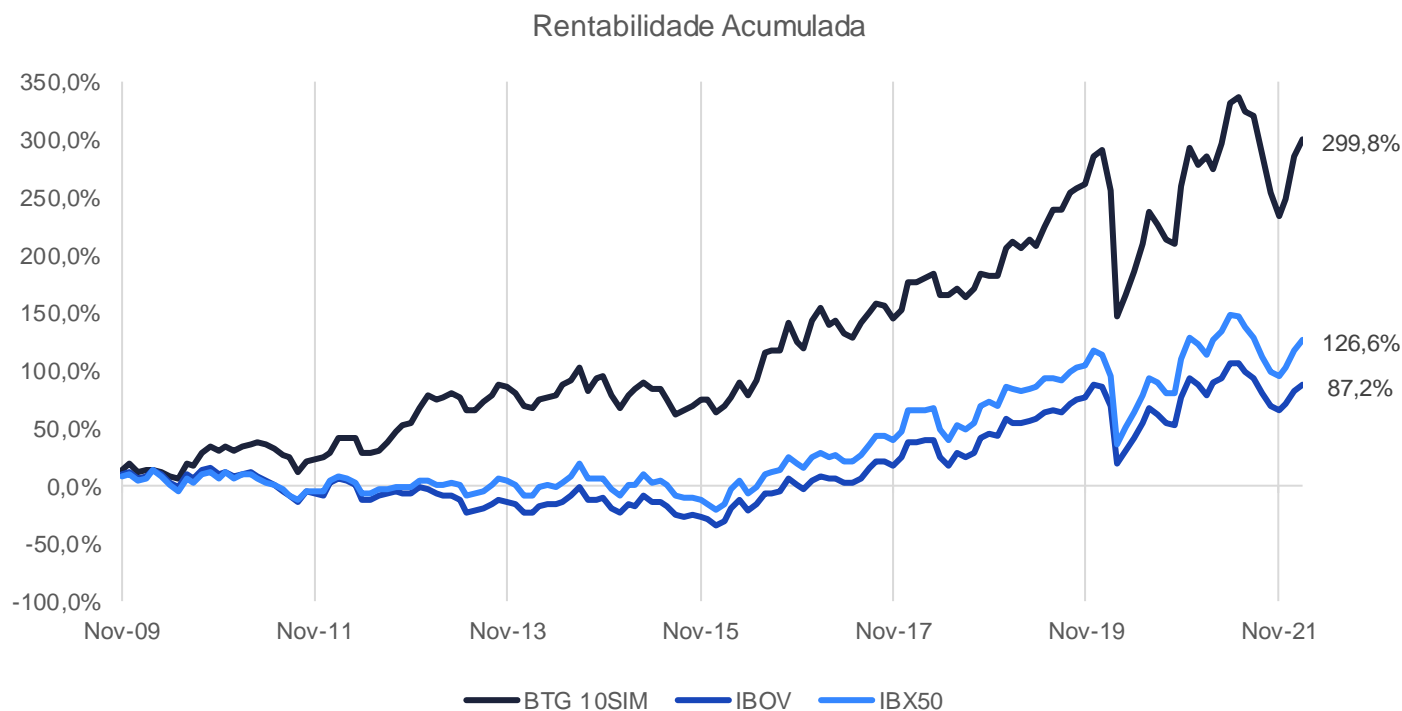


Fonte: BTG Pactual e Econômica

## Performance Histórica:

Em Fevereiro, nossa Carteira Recomendada de Ações teve uma performance positiva de +3,8%, contra uma performance de +2,7% do Ibovespa e +4,2% 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 299,8%, ante 87,2% do Ibovespa e 126,6% do IBX-50.

Gráfico 9: Performance Histórica (desde outubro de 2009)



**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.
<b>2009</b>										0,2%	13,3%	4,8%	19,1%	11,5%	19,1%	11,5%
<b>2010</b>	-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%
<b>2011</b>	-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%
<b>2012</b>	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%
<b>2013</b>	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%
<b>2014</b>	-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%
<b>2015</b>	-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%
<b>2016</b>	-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%
<b>2017</b>	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%
<b>2018</b>	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%
<b>2019</b>	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%
<b>2020</b>	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%
<b>2021</b>	-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%
<b>2022</b>	10,5%	3,8%											14,7%	9,9%	299,8%	87,2%

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 BTGPactual 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 e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.*

*O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.*

*Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse [www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)*