

CARTEIRA
STRATEGY

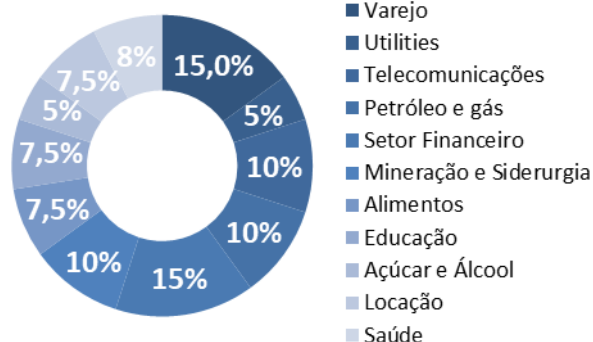
AGOSTO/2020

RESEARCH



Carteira	jul/20	2020	Desde 2010
Strategy	5,41%	-21,34%	71,75%
Ibovespa	8,26%	-11,00%	29,04%

Setor	Empresa	Strategy	%	Mês
Mineração e Siderurgia	Vale	VALE3	10%	8,6%
Telecomunicações	Telefônica Brasil	VIVT4	7,5%	10,4%
Setor Financeiro	Banco do Brasil	BBAS3	5%	4,6%
Utilities	Sabesp	SBSP3	5%	5,3%
Varejo	Lojas Renner	LREN3	5%	-1,0%
Petróleo e gás	Petrobras	PETR4	10%	3,4%
Educação	YDUQS	YDUQ3	7,5%	0,0%
Varejo	Pão de Açúcar	PCAR3	10%	-0,6%
Alimentos	JBS	JBSS3	7,5%	1,8%
Saúde	Sul América	SULA11	7,5%	13,2%
Locação	Unidas	LCAM3	7,5%	13,4%
Açúcar e Álcool	São Martinho	SMT03	5%	1,0%
Setor Financeiro	Itaú Unibanco	ITUB4	10%	6,4%
Telecomunicações	Tim Participações	TIMP3	2,5%	8,8%
Strategy				5,41%
Ibovespa				8,26%

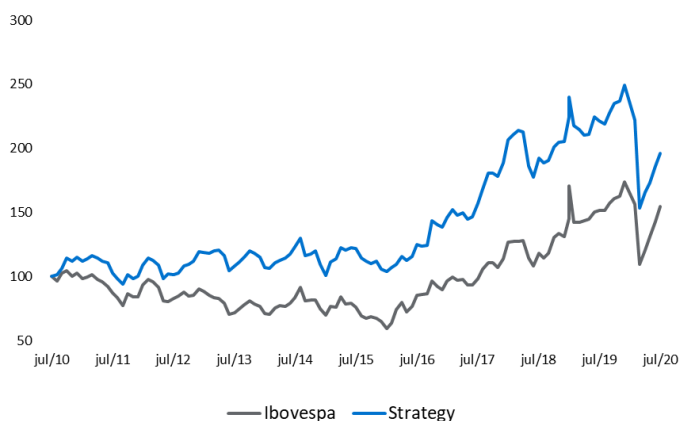


A Carteira **Strategy** teve alta de **5,41%** frente à alta de **8,26%** do Ibovespa. Os principais destaques foram: **LCAM3 (+13,4%)** e **LREN3 (-1,0%)**.

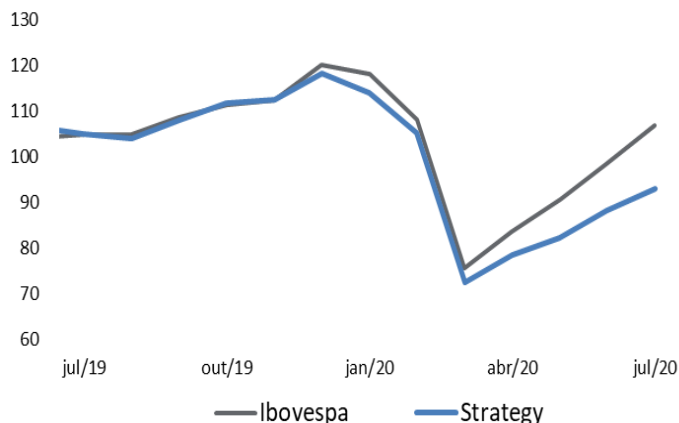
LCAM3 – Com a retomada da atividade econômica e um valuation bastante atrativo, as ações da companhia apresentaram ganhos acima de seu benchmark durante o mês de julho. Outro fator de relevância para o papel foi a maior presença do segmento de Gestão e Terceirização de Frotas nas operações da empresa, que é caracteristicamente mais resiliente em cenários de estresse.

LREN3 – Empresas do varejo de moda, como um todo, sofrem diante de um cenário mais desafiador para o segmento, dado o avanço dos casos de Covid-19 no Brasil. Apesar dos incentivos federais e da reabertura gradual das lojas físicas, o setor é penalizado pela menor circulação de pessoas, pelo *e-commerce* ainda incipiente, bem como pela espera dos balanços trimestrais, que devem vir categoricamente fracos.

HISTÓRICO



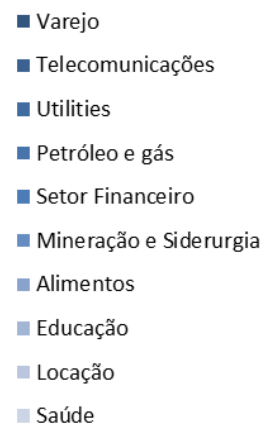
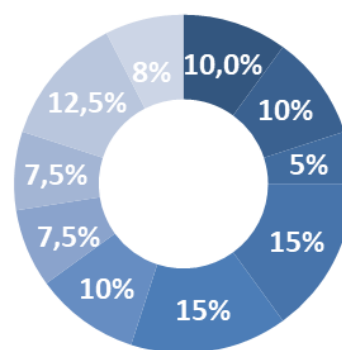
12 MESES





Próximo mês:

Setor	Empresa	Strategy	%
Mineração e Siderurgia	Vale	VALE3	10%
Telecomunicações	Telefônica Brasil	VIVT4	7,5%
Setor Financeiro	Banco do Brasil	BBAS3	5%
Utilities	Sabesp	SBSP3	5%
Varejo	Lojas Renner	LTRE3	5%
Petróleo e gás	Petrobras	PETR4	10%
Educação	YDUQS	YDUQ3	7,5%
Varejo	Pão de Açúcar	PCAR3	5%
Alimentos	JBS	JBSS3	7,5%
Saúde	Sul América	SULA11	7,5%
Locação	Unidas	LCAM3	12,5%
Petróleo e gás	Petrobras Distribuidora	BRDT3	5%
Setor Financeiro	Itaú Unibanco	ITUB4	10%
Telecomunicações	Tim Participações	TIMP3	2,5%



Para o próximo mês, optamos por realizar apenas uma substituição de ativos e dois ajustes de pesos, com a finalidade de captarmos *triggers* específicos setoriais e que possam trazer uma maior rentabilidade para a carteira como um todo. Assim, adicionamos Petrobras Distribuidora (BRDT3) à nossa carteira no lugar de São Martinho (SMTO3), no objetivo de desfrutar de possíveis ganhos de margem que a companhia pode vir a obter com os menores preços do petróleo no mercado. Além disso, a empresa vem implementando mudanças importantes e desinvestimentos pontuais que podem levar a ganhos de eficiência operacionais e financeiras. Optamos, também, por reduzir o peso em GPA (PCAR3) pois, contrariamente ao que esperávamos, um resultado significativamente positivo não foi um *driver* suficiente de apreciação das ações, apesar de vermos bom potencial de valorização para o papel. Dessa forma, decidimos realocar o peso retirado de GPA para Unidas (LCAM3), por apresentar um ótimo potencial de apreciação, dado não só seu preço bastante atrativo, como também seu enorme potencial de crescimento. A empresa, em razão da sua política de preços competitiva, vem conquistando *marketshare*. Ademais, não obstante o impacto negativo das medidas de isolamento sobre o setor, destacamos a resiliência da divisão de gestão e terceirização de frotas e uma maior exposição à contratos de longo prazo no segmento de aluguel de carros.

Carteira Strategy: Balanceada a partir de ativos com perfil mais defensivo e outros mais arrojados, a Carteira ATIVA Strategy é focada em rentabilidade de longo prazo, com a finalidade de superar o Ibovespa.

- Benchmark: Ibovespa
- Perfil: Moderado
- Nº de ações: 5-15
- Periodicidade: Mensal



STRATEGY



A **Sabesp (SBSP3)** é uma sociedade anônima de economia mista fundada em 1973 e atualmente é responsável pelo fornecimento de água, coleta e tratamento de esgotos de 372 municípios do Estado de São Paulo. A empresa possui 55% da dívida em linhas de crédito tomadas em divisa estrangeira, com custo ponderado médio local + internacional em 4,52%. 19% deste montante vence no curto prazo, porém acreditamos que as disponibilidades atuais (R\$ 2.323,3 MM) e o nível de alavancagem em 1,64x *Ebitda* conferem segurança quanto a liquidez e a solvência da companhia. Consideramos adequada a redução orçamentária de R\$ 360 MM em despesas e a postergação de R\$ 30MM em *CAPEX*, além da substituição de R\$ 495 MM de dívida estrangeira por local. Mantendo *payout* de 27,9% e no aguardo do avanço das discussões regulatórias a nível federal, consideramos o *player* como uma boa alocação.



O **Itaú Unibanco (ITUB4)** é nosso papel preferido no setor bancário, principalmente por conta do operacional, que historicamente tende a surpreender as expectativas do mercado. Apesar de ter uma Carteira de Crédito já consolidada, o banco continua sua expansão nos segmentos PF e PJ. Além disso, o Itaú possui a maior margem financeira do setor, maior carteira de crédito entre os *players* privados e maior *ROE*, se excluídos os efeitos de provisões adicionais de perda devido aos efeitos do coronavírus na economia. Sobre o atual cenário, consideramos acertada a decisão de resguardar a segurança de sua operação diante de tantas incertezas.



O **Banco do Brasil (BBAS3)** é o maior banco estatal do país, com a maior carteira de crédito entre seus pares. O banco apresenta, historicamente, uma relação P/LPA menor que a dos pares, o que sustenta margem de valorização, principalmente caso a melhoria na gestão e a possibilidade de privatização se concretizem. A correlação com o governo e o menor *ROE* em comparação a seus concorrentes nos fazem, há algum tempo, optar pelos pares privados do setor ao invés da companhia estatal. Todavia, observamos boas oportunidades no posicionamento da carteira de crédito do banco, a maior do país, que, atrelado ao desconto dos múltiplos em relação ao seu histórico, sustentam nossa visão de compra.



YDUQS

A **YDUQS (YDUQ3)** é uma das maiores organizações de educação superior privada do Brasil, detentora de marcas importantes como Estácio e Ibmec e com oferta de serviços nos segmentos presencial e EAD. Apesar de acreditarmos que o setor de educação ainda irá sofrer com a evolução na deterioração econômica, temos confiança na boa gestão e posicionamento da YDUQS, além das ações da companhia demonstrarem um desconto significativo perante seu valor intrínseco. A estratégia da cia. é clara: crescer através de aquisições, aumento da base EAD e expansão dos polos de medicina. Esta última, inclusive, é fundamental para que a cia. consiga crescer em ticket médio no longo prazo. Além disso, a empresa se destaca pela sua saúde financeira e boa geração de caixa. Como complemento às boas práticas de gestão, também acreditamos em ganhos de sinergia na aquisição da Adtalem Brasil.



A **Petrobras (PETR4)** é a estatal brasileira que domina o setor de petróleo nacional, através de dos setores de produção e refino, atuando ainda em distribuição, logística e energia. Consideramos benigna a situação de liquidez e solvência, uma vez que o leve aumento do endividamento bruto e da alavancagem em dólares fora acompanhado de ações para sustentar a resiliência da posição financeira da companhia, como a contratação de linhas para sustento de caixa, a redução de investimentos aferidos e o adiamento do pagamento de dividendos. O fato de atingir o *breakeven* do fluxo de caixa livre com *Brent* a USD 25 ao fim do ano e de ser *cash neutral*, isto é, manter suas diretrizes de manutenção de dívidas em USD 87 bi e um caixa mínimo de USD 5,5 bi, mesmo com um *Brent* em USD 15 de maio a novembro/20, reforçam nossa visão a respeito da solidez atual da empresa. Pretendendo manter o cronograma de desinvestimentos, inclusive no refino, vemos predicados suficientes para manutenção de nossa tese de investimentos.



O **GPA (PCAR3)** é a maior varejista de alimentos do país, e vem ampliando sua disposição geográfica e fortalecendo suas bandeiras, principalmente do Atacarejo, que segue reportando bons resultados e conquistando *market share*. Ademais, a inserção da cia no Novo Mercado, aprovada em fevereiro, agrega sensível melhora aos processos internos e confiança aos investidores. O processo de transformação digital também é bem visto por nós. Maiores investimentos no *e-commerce* alimentar podem trazer ganhos de margens e *share*. Portanto, mesmo a cia. não performando tão bem quanto poderia no trimestre, percebemos a reunião de sólidas condições que podem, tão logo, proporcionar um *upside* na cotação do ativo.



Em um cenário de transformações tecnológicas, a **Telefônica (VIVT4)**, que no Brasil opera através da marca Vivo, está bem posicionada para se adaptar às novas dinâmicas do setor. Sua boa capacidade de geração de fluxo de caixa lhe permite realizar os necessários investimentos em fibra ótica e 4 / 4.5G, que possuem maior ARPU e serão os principais geradores de receita da firma no futuro. Além disso, o seu forte *market-share* e consolidação de marca possibilitam à empresa praticar preços maiores que seus concorrentes sem, entretanto, prejudicar seu *churn*. Por isso, acreditamos que, com a flexibilização da Lei de Teles e os ganhos de eficiência gerados pelos investimentos em tecnologia, a empresa alcançará patamares ainda melhores no futuro.

A **JBS (JBSS3)** está posicionada em um setor de alto custo fixo, com diversos riscos sanitários associados e de margens baixas. A diversificação geográfica e o portfólio ampliado da empresa constituem alguns dos fatores que sustentam a nossa visão de compra. Além disso, temos enxergado uma forte geração de caixa, alinhada à desalavancagem financeira e melhorias no perfil da dívida. No 1T20, a Covid-19 impactou principalmente a demanda pelo canal *food service*, com bares e restaurantes sendo fechados por conta da pandemia. Entretanto, a companhia tem conseguido direcionar o volume para o varejo, que acaba compensando a demanda mais fraca do primeiro canal. Dependendo da reabertura das economias mundiais, devemos começar a enxergar uma recuperação gradual no *food service*. Ademais, a Ásia deve continuar aquecendo as exportações do grupo.

A **Sul América (SULA11)** é uma seguradora com forte atuação nos ramos de saúde e odontológico. Atua ainda nos segmentos de seguros de vida e acidentes pessoais, gestão de ativos e produtos de previdência privada. Recentemente, a empresa anunciou a venda da sua carteira de autos para o grupo Allianz, por R\$ 3,0 bilhões, o que lhe permitirá focar no segmento de saúde, seu *core business*, que tem sido mais rentável e com maior potencial de crescimento. A empresa vem investindo em sua estrutura tecnológica com a maturação da plataforma digital e do projeto Cuidado Coordenado. Com o setor aquecido e controle de custos, acreditamos que a empresa possa transformar os vetores positivos em maior lucro.

A **Unidas (LCAM3)** se caracteriza por sua forte operação de terceirização de frotas, segmento que ainda possui baixa penetração nacional. Além disso, a empresa tem como principais diretrizes a redução dos seus custos operacionais de forma a praticar preços mais competitivos para ganhar participação no mercado. Ainda que o impacto das medidas de isolamento sobre o setor de locação no segundo trimestre seja forte, as ações de flexibilização fornecem à Unidas uma expectativa de recuperação em "V", dada a resiliência da divisão de terceirização de frotas e uma maior exposição à contratos de longo prazo no segmento de aluguel de carros. Ademais, vemos boas oportunidades de crescimento com a aquisição da Zetta Frotas e um desconto atrativo no *valuation* do papel, o que reforça nossa tese de compra do ativo.





A **TIM (TIMP3)** é líder em cobertura 4G no País e referência como player de ultra banda larga móvel e fixa. Além de presente no ISE, a empresa é também a única do setor de telecomunicações no Novo Mercado da B3. Destacamos também que o setor de telecomunicações passa por importantes mudanças. A aprovação da Lei das Teles dará flexibilidade às operadoras para investir em negócios mais rentáveis, como em cobertura 4G e banda larga de alta capacidade, e são exatamente nesses segmentos que a TIM concentra seu *core business*. Para despontar nesse novo cenário, a cia. vem realizando investimentos robustos nos próximos anos. Pela sua saúde financeira, bom fluxo de caixa e constantes ganhos de eficiência operacional, acreditamos que a empresa possui bom potencial de valorização futura.



A **Renner (LREN3)** é a maior varejista de moda do Brasil. A empresa conta com mais de 300 lojas somadas operações no país e no Uruguai. O conglomerado atua também sob as marcas Camicado e Youcom. A cia. é destaque entre os pares do varejo, mostrando grande poder de *pricing*, *branding* e disposição geográfica. A companhia segue com um baixo nível de endividamento, apesar das recentes iniciativas para reforçar sua posição de caixa, o que reflete seu bom *management*. Ademais, dá continuidade ao seu acelerado processo de crescimento orgânico, com elevados níveis de investimentos, e de transformação digital, destacando-se no pujante *e-commerce*. Apesar dos recentes impactos da COVID-19 e, conseqüentemente, o estresse gerado no canal de vendas, acreditamos que o *player* mantém seus bons fundamentos e uma sólida posição de caixa, de forma que deve atravessar, sem maiores percalços, as adversidades atuais.



A **BR Distribuidora (BRDT3)** é uma empresa de distribuição de combustíveis, que atua nos 26 estados brasileiros e possui portfólio diversificado, com foco na rede de postos, no mercado de grandes consumidores, na aviação e no mercado de produtos especiais como o coque verde de petróleo. A companhia tem passado por mudanças importantes que ajudam a aprimorar sua eficiência. Por exemplo, anunciou o Programa de Desligamento Optativo, como uma forma de reduzir custo com pessoal. Além disso, a BR Distribuidora tem no radar desinvestimentos importantes, como Muricy II, Pecém II e a Stratura Asfaltos, que farão com que a companhia possa focar ainda mais no core business de distribuição de combustíveis. No cenário doméstico, os efeitos do coronavírus podem atrapalhar os resultados futuros da companhia, que tendem a ser correlatos com o desempenho da economia brasileira. Entretanto, preços do petróleo menores podem originar ganhos de margem para a BR Distribuidora.



A **Vale (VALE3)** é uma das três grandes mineradoras do mundo, operando não só minério de ferro, como também metais básicos e carvão. Recentemente, a cia. anunciou o desembolso de linha de USD 5 bilhões de crédito rotativo, o que lhe dá musculatura para vencer os desdobramentos do COVID-19, que podem ser maiores nos próximos trimestres. Neste, a dependência da China acabou pesando e o efeito pode ser positivamente antagônico nos próximos caso o país prontamente se recupere dos efeitos da pandemia. A companhia conseguiu aumentar sua margem Ebitda mesmo num cenário mais adverso e continua focando no setor *premium*, que possui uma elasticidade-preço demanda menor. Esperamos resiliência no preço do minério, continuidade de dinâmica positiva na alavancagem e melhora no *topline*, o que, somado ao desconto no *Price to book* e *Price to FCL*, nos faz continuar recomendando seus papéis.



DISCLAIMER

O(s) analista(as) de investimento envolvido(s) na elaboração do presente relatório declara(m) que as recomendações aqui contidas refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre as companhias e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Ativa S.A. Corretora de Títulos, Câmbio e Valores.

A remuneração variável do(s) analista(s) responsável(eis) pelo presente relatório depende parcialmente das receitas resultantes da atividade de intermediação da Ativa S.A. Corretora de Títulos, Câmbio e Valores. Todavia, dita remuneração está estruturada de forma a preservar a imparcialidade do(s) analista(s).



RESEARCH

Ilan Arbetman, CNPI-P

research@ativainvestimentos.com.br

ATENDIMENTO

0800 285 0147

OUVIDORIA

0800 717 7720

INSTITUCIONAL

AÇÕES | RENDA FIXA | MERCADOS FUTUROS

Mesa RJ: (55 21) 3515-0290

Mesa SP: (55 11) 3339-7036

SALES

Institucional: Tel.: (55 21) 3515-0202

PESSOA FÍSICA

Mesa RJ: (55 21) 3515-0256/3958-0256

Mesa RS: (55 51) 3017-8707

Mesa SP: (55 11) 3896-6994/6995/6996

Mesa BH: (55 31) 3025-0601

Mesa PR: (55 41) 3075-7400

Mesa GO: (55 62) 3270-4100