

necton



Carteira Recomendada de Ações

Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Outubro 2021

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

Carta da Estrategista-chefe

Em parceria com o BTG Pactual Digital passamos a ter acesso à equipe de Research com uma cobertura de análise fundamentalista muito mais ampla de empresas e setores.

O grande destaque de setembro foi a WEG que subiu +11,5% e foi mantida na carteira em caráter mais defensivo. Em um cenário de crise hídrica e necessidade de diversificação da matriz energética, a WEG atua em energia renovável. No setor financeiro tivemos a troca de PagSeguro para o Bradesco que está bastante descontado desde as máximas em junho desse ano e pode se beneficiar com a tendência de alta dos juros. No segmento do agronegócio temos a entrada de Raízen e a SLC Agrícola na carteira de Ações. No setor de commodities, a exposição ao petróleo fica com a PetroRio com uma posição de caixa confortável e potencial crescimento via aquisição. Entre as siderúrgicas, a preferência continua sendo por Gerdau pela forte geração de caixa e baixa alavancagem. Entre as ações retiradas da carteira destaque para a Vale pelo aumento de custos de frete e o movimento de queda do minério de ferro. Além de Vale também saíram Cyrela, Magazine Luiza e B3.

A carteira de Ações de setembro mantém em comum com a carteira de Small Caps a escolha por SLC Agrícola, dado o potencial da empresa. E a carteira de Dividendos não teve nenhuma alteração, porque possui periodicidade trimestral de revisão e passará por atualização em novembro.



Bruna Marcelino, CEA, CFP®

Estrategista-chefe

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

Impactados por preocupações globais e locais

Após a correção de setembro, o Ibovespa está sendo negociado a 11,1x P/L (um desvio padrão abaixo da média. O prêmio para manter ações agora está acima de um desvio padrão acima da média (em 4,2%). Todo o debate sobre como lidar com o pagamento dos precatórios e a possível extensão do pacote de auxílio emergencial continuam pesando sobre os mercados. Além disso, o aumento da inflação e as perspectivas de um ciclo de aumento das taxas de juros maior do que o inicialmente previsto também são motivos para perspectivas econômicas mais difíceis para 2022. Para tornar as coisas ainda mais complicadas, uma crise global de energia está se aproximando.

Adicionando exposição as ações de energia: PetroRio e Raízen entram

O portfólio deste mês apresenta cinco alterações. Ganhamos exposição ao setor de energia adicionando a empresa de exploração e produção PetroRio e a produtora integrada de energia e distribuidora de combustível Raízen, duas empresas que se beneficiam de preços mais altos de energia e petróleo em todo o mundo.

Assai, SLC e Bradesco são os outros estreantes

Estamos aumentando nossa exposição ao agronegócio com a adição de SLC, uma vez que os preços das commodities leves continuam subindo e o real continua enfraquecendo. A operadora de atacarejo Assai estreia no 10SIM, pois esperamos que ela entregue uma expansão consistente nos próximos anos, enquanto as ações estão sendo negociadas a 15x P/L 2022E. Por fim, estamos adicionando o Bradesco. As ações de bancos sofreram uma queda em setembro e agora estão sendo negociadas a valuations muito atraentes. Para abrir espaço para essas mudanças, retiramos Vale, Cyrela, MGLU, B3 e PagSeguro.

WEG, Rede D'or, Porto, Gerdau e Vamos mantêm suas vagas

Mantemos exposição à rede de hospitais Rede D'Or, a seguradora Porto Seguro, a siderúrgica Gerdau, a fabricante de bens de capital WEG e a Vamos.

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

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
Bradesco	Bancos	BBDC4	10%	187.806	n.a.	n.a.	8,1x	7,3x	1,3x	1,2x
Raizen	Agronegócio	RAIZ4	10%	72.822	n.a.	7,9x	n.a.	20,3x	n.a.	4,7x
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	133.881	28,1x	23,2x	58,2x	45,5x	8,2x	7,9x
WEG	Bens de Capital	WEGE3	10%	166.285	43,1x	37,8x	62,1x	53,7x	12,9x	11,5x
SLC Agrícola	Agronegócio	SLCE3	10%	8.685	6,2x	4,2x	12,4x	5,5x	2,4x	1,9x
Assaí	Varejo	ASA13	10%	25.599	4,1x	3,1x	4,2x	2,9x	2,2x	1,3x
PetroRio	Petróleo & Gás	PRIO3	10%	20.998	6,8x	6,3x	16,1x	15,0x	3,2x	2,7x
Gerdau	Metais Básicos	GGBR4	10%	43.430	2,6x	3,0x	3,9x	6,4x	1,1x	1,0x
Porto Seguro	Financeiro (ex-Bancos)	PSSA3	10%	15.823	n.a.	n.a.	9,1x	8,8x	1,7x	1,6x
Vamos	Transportes	VAMO3	10%	14.486	14,9x	11,3x	39,5x	25,5x	8,3x	6,7x

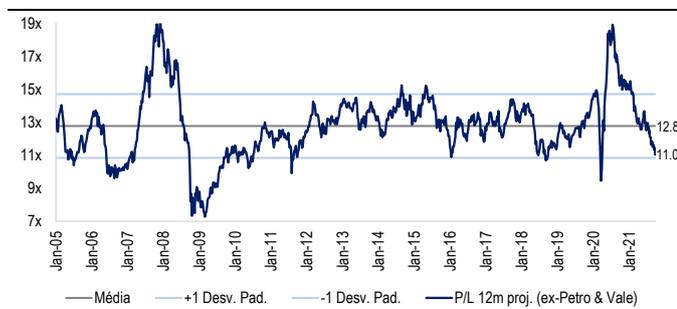
Fonte: BTG Pactual e Economática

O mês de setembro foi impactado por preocupações globais e locais

O Ibovespa sofreu uma queda de mais de 6,6% em setembro (-11,7% em dólares). Após a correção do mês passado, o Ibovespa está sendo negociado a 11,1x P/L projetado de 12 meses, que representa um desvio padrão abaixo de sua média histórica (gráfico 1).

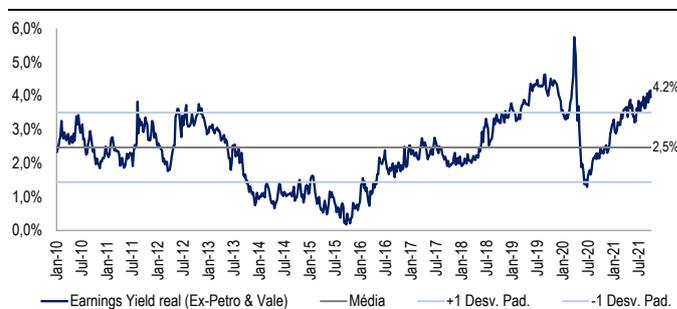
O prêmio para manter ações (medido como o inverso de P/L menos as taxas reais de 10 anos) agora está consistentemente acima de um desvio padrão de sua média histórica (em 4,2%; gráfico 2), embora as taxas de longo prazo tenham aumentado significativamente no mês - a taxa de juros real de 10 anos encerrou setembro em 4,90%, ante 4,62% no final de agosto.

Gráfico 1: P/L projetado de 12 meses do Ibovespa (ex-Petrobras & Vale)



Fonte: BTG Pactual

Gráfico 2: Prêmio para manter ações (earnings yield - taxas reais de 10 anos)



Fonte: BTG Pactual

Um cenário doméstico mais desafiador

Embora os dados econômicos recentes e uma maior reabertura da economia ainda apontem para um crescimento do PIB da ordem de 5,3% em 2021, as perspectivas para o próximo ano se deterioraram e a atividade econômica pode desacelerar de forma importante em 2022 (estimamos um crescimento do PIB de 1,5%).

O cenário de inflação continuou se deteriorando ao longo do mês, com surpresas na inflação corrente e riscos aumentados à frente. As perspectivas desfavoráveis para o núcleo da inflação em 2021 são ampliadas pela piora do cenário para energia elétrica e alimentação. Esperamos que a inflação de preços ao consumidor (IPCA) termine 2021 em 8,6% e desacelere para 4,1% em 2022. Dito isso, acreditamos que o balanço de riscos permanece positivo nos dois anos.

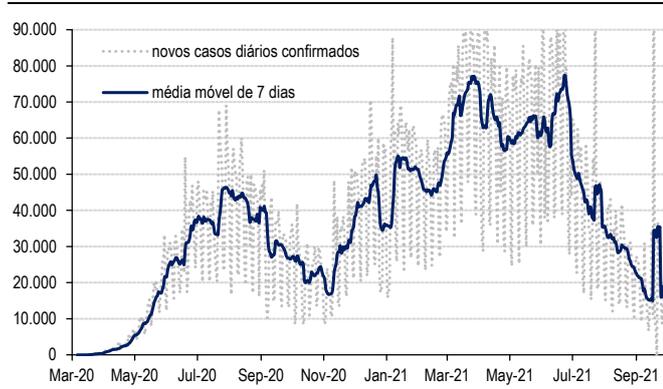
Ainda que as projeções fiscais continuem melhorando, a ausência de solução para a questão dos precatórios e a retomada das negociações sobre a possibilidade de prorrogação do pacote de auxílio emergencial por mais alguns meses continuam pesando na percepção de risco do mercado. O principal desafio do governo continua sendo conduzir a discussão para minimizar os danos à credibilidade do teto de gastos.

Com a inflação em alta, esperamos agora que a taxa de juros de curto prazo (Selic) encerre o ano em 8,25% a.a. e o ciclo de alta de juros em 9,5% a.a. no início de 2022.

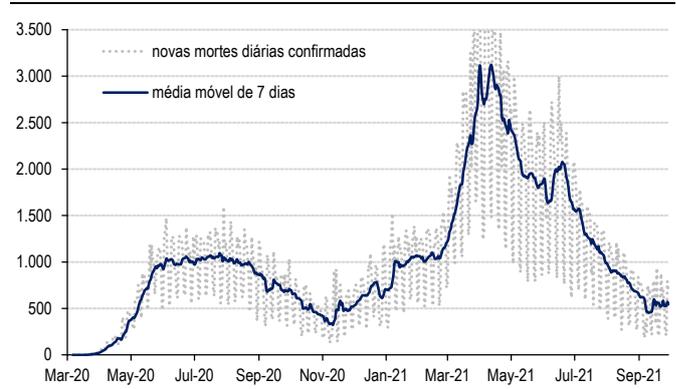
COVID-19: Gradualmente sendo controlado pelo avanço da vacinação

A média móvel de mortes está diminuindo consistentemente nos últimos meses, embora ainda seja alta, com aproximadamente 500 pessoas perdendo suas vidas por dia (contra ~700 no final de agosto). O número de casos também está caindo (16,6 mil contra 23,1 mil no final de agosto). O grande aumento no número de casos visto em meados de setembro deveu-se a uma grande recontagem pontual que ocorreu em vários estados.

Estamos vendo uma tendência de queda e o medo de uma terceira onda parece estar diminuindo. A vacinação continua em ritmo acelerado, com 1,5 milhão de doses por dia, em média, em setembro. Os dados mais recentes corroboram a percepção de um cenário em que a pandemia está gradativamente sendo controlada pelo avanço da vacinação.

Gráfico 3: Novos casos diários de COVID-19 no Brasil

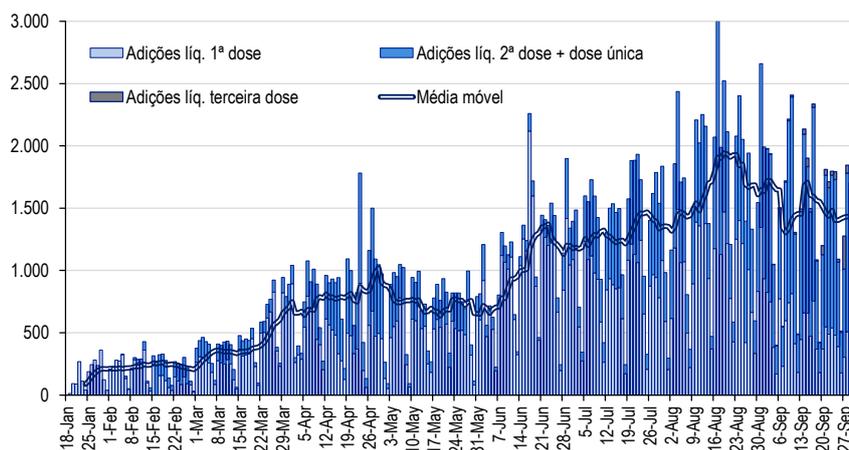
Fonte: Ministério da Saúde do Brasil, BTG Pactual

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

Fonte: Ministério da Saúde do Brasil, BTG Pactual

Vacinação ganhando força; ~ 95% da população adulta já recebeu pelo menos a primeira dose

A vacinação avança rapidamente, com o Brasil vacinando (com pelo menos a primeira dose) 151 milhões de pessoas, ou 71% de sua população. O Brasil agora está administrando ~1,4 milhão de doses por dia, um excelente resultado, mas menos do que as 1,7 milhão de doses aplicadas por dia, em média, em agosto. Até agora, ~95% da população adulta do Brasil já recebeu pelo menos uma dose, com ~56% totalmente imunizados.

Gráfico 5: Doses diárias no Brasil ('000)

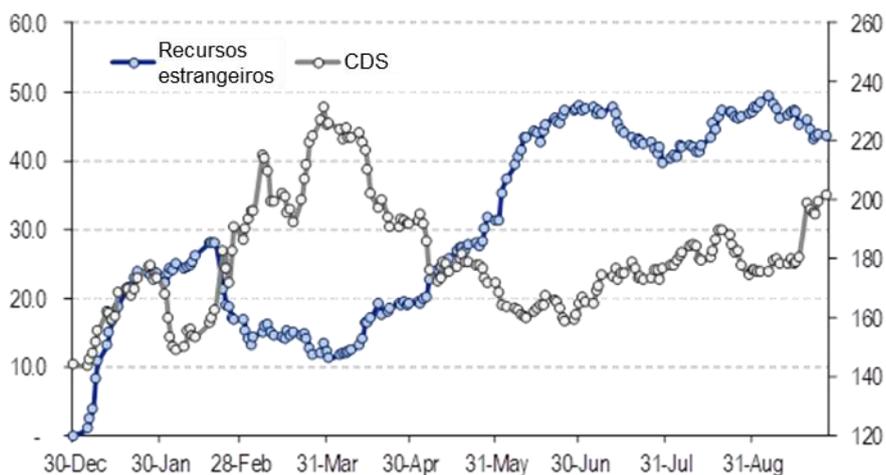
Fonte: banco de dados Coronavirusbra1, departamentos estaduais de saúde

Fluxo de saída de estrangeiros em setembro

Na direção oposta de agosto, vemos saídas de investidores estrangeiros do mercado de ações brasileiro até agora em setembro, da ordem de R\$ 3,4 bilhões (contra entrada de R\$ 7,4 bilhões no mês

passado). No acumulado do ano, continuamos com captação de R\$ 44 bilhões. O CDS Brasil de 5 anos subiu na semana passada, subindo 20 pontos em um único dia e ultrapassando 200 bps pela primeira vez desde março.

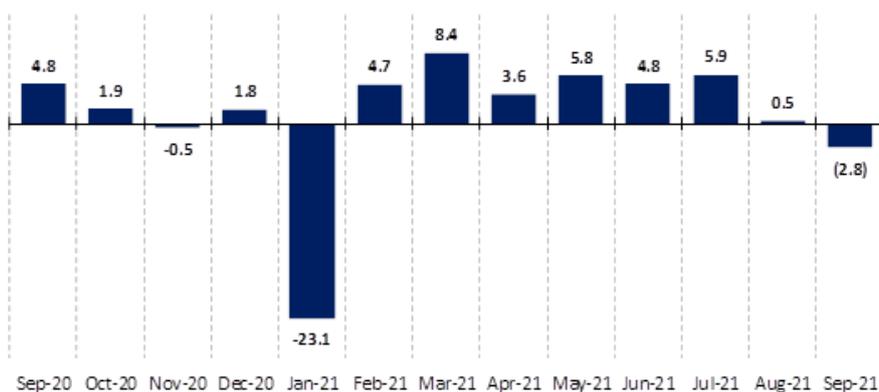
Gráfico 6: Apetite do investidor estrangeiro continua diminuindo



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Os fundos de ações também estão reportando saídas pela primeira vez em algum tempo, da ordem de R\$ 2,8 bilhões em setembro. Os resgates de fundos de ações normalmente são de 30 dias, o que significa que as saídas que estamos vendo agora foram provavelmente vendas que ocorreram há um mês. Com a deterioração dos mercados, as vendas podem ter acelerado nas últimas semanas.

Gráfico 7: Captação líquida mensal dos fundos de ações

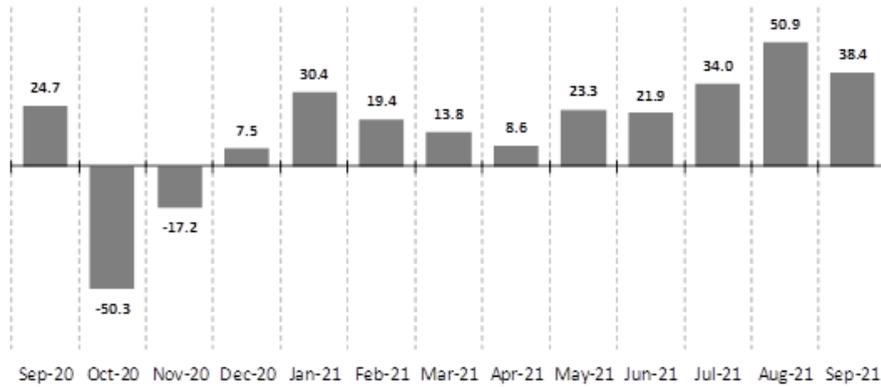


Fonte: Anbima, estimativas do BTG Pactual

Por outro lado, os fundos de renda fixa registraram forte arrecadação em setembro, da ordem de R\$ 38 bilhões até o momento, elevando a arrecadação acumulada no ano para impressionantes R\$ 241

bilhões. Com a previsão de alta das taxas de juros nos próximos meses, não esperamos que essa tendência se reverta.

Gráfico 8: Captação líquida mensal de fundos de renda fixa

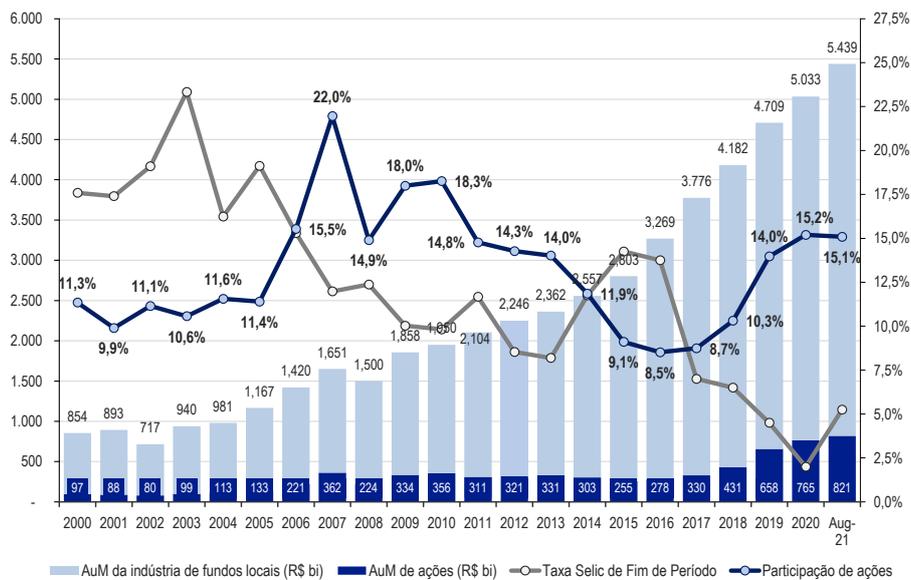


Fonte: Anbima, estimativas do BTG Pactual

As alocações de capital doméstico caíram um pouco

As alocações de fundos locais caíram um pouco de 15,4% em Julho para 15,1% em Agosto (após queda de 6,5% do Ibovespa no mês), o menor patamar desde abril.

Gráfico 9: Alocações de fundos locais em ações

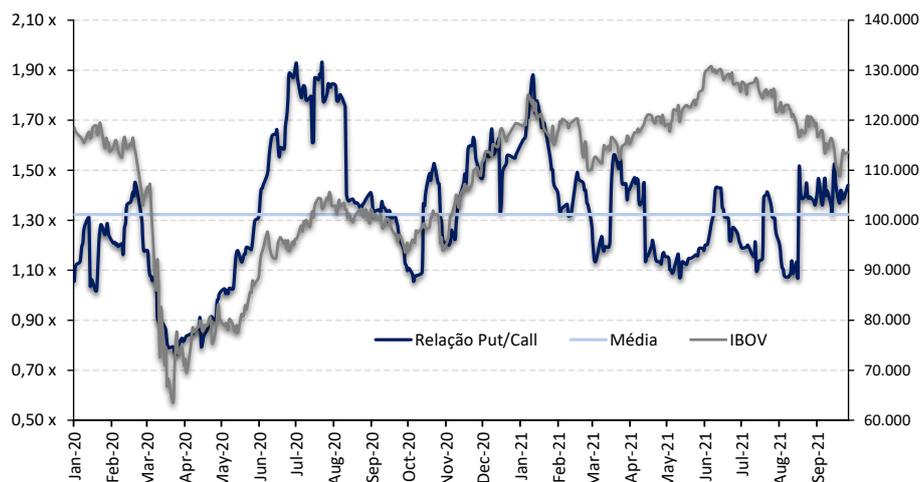


Fonte: Anbima, estimativas do BTG Pactual

A proporção de Put / Call aumentou em setembro

A relação média de Put/Call em setembro é a segunda maior do ano até agora, atrás apenas de janeiro (1,42x vs. 1,67x). O movimento recente de aversão a risco, impulsionado principalmente pelo risco de inadimplência de Evergrande, pode explicar parcialmente esse aumento. A proporção atualmente é de 1,44x.

Gráfico 1: Relação put/call no Ibovespa



Fonte: Anbima, estimativas do BTG Pactual

Carteira Recomendada de Ações (10SIM):

Tabela 5: Alterações na Carteira para o mês de Outubro

Setembro				Outubro			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Vale	Metais Básicos	VALE3	15%	Bradesco	Bancos	BBDC4	10%
Pag Seguro	Financeiro	PAGS34	10%	Raízen	Agronegócio	RAIZ4	10%
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%
WEG	Bens de Capital	WEGE3	10%	WEG	Bens de Capital	WEGE3	10%
B3	Financeiro ex- Bancos	B3SA3	10%	SLC Agrícola	Agronegócio	SLCE3	10%
Magazine Luiza	Varejo	MGLU3	10%	Assaí	Varejo	ASAB	10%
Porto Seguro	Financeiro ex- Bancos	PSSA3	10%	PetroRio	Petróleo & Gás	PRIO3	10%
Gerdau	Metais Básicos	GGBR4	10%	Gerdau	Metais Básicos	GGBR4	10%
Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%	Porto Seguro	Financeiro (ex-Bancos)	PSSA3	10%
Vamos	Transportes	VAMO3	5%	Vamos	Transportes	VAMO3	10%

Fonte: BTG Pactual

10SIM de Outubro: Aumento da exposição a energia, agronegócio e ações mais defensivas

Todo o debate sobre como lidar com o pagamento de precatórios - estimadas em gritantes R\$ 89 bilhões em 2022 - e a possível extensão do pacote de auxílio emergencial continuam pesando nos mercados.

Além disso, o aumento da inflação e as perspectivas de um ciclo de alta da taxa de juros maior do que o inicialmente esperado (agora esperamos que o ciclo termine em 9,5% a.a. no início de 2022) também são motivos para perspectivas econômicas mais difíceis em 2022. Para piorar as coisas, uma crise global de energia está se aproximando, aumentando os riscos de mais inflação e menos crescimento global.

Decidimos reposicionar nosso portfólio este mês, fazendo cinco alterações. Estamos ganhando exposição ao setor de energia ao adicionar PetroRio e a produtora integrada de energia e distribuidora de combustível Raízen. Embora ambas as empresas se beneficiem dos preços mais elevados do petróleo globalmente, a PetroRio vem expandindo seu portfólio de petróleo e gás e acreditamos que a empresa está bem posicionada para licitar os campos relativamente grandes de Albacora e Albacora Leste, o que poderia dobrar a capacidade de produção da empresa no curto prazo.

No caso da Raízen, vemos a empresa explorando sua capacidade de originação de biomassa para entregar alternativas renováveis que vão do etanol celulósico, biogás, pelotas e outros subprodutos de seus campos de cana-de-açúcar. O preço atual das ações mal reflete o portfólio atual da empresa, deixando a maioria dos novos projetos como um potencial de valorização para os investidores.

Também decidimos aumentar nossa exposição ao agronegócio adicionando SLC, que já está em nosso portfólio Small Caps, uma vez que os preços das commodities leves continuam subindo (especialmente o algodão, que representa quase metade do EBITDA da empresa). O real (BRL) enfraquecido também impactou positivamente os resultados da empresa.

A operadora de atacarejo Assai estreia este mês. Sua perspectiva de curto prazo continua forte e esperamos que entregue uma expansão consistente nos próximos anos (deve abrir 28 novas lojas em 2021 e modelamos um crescimento da área de vendas de 13% ao ano em média até 2025). Vemos o Assai sendo negociado com uma avaliação atrativa de 15x P/L 2022E.

Por fim, estamos adicionando o Bradesco. As ações de bancos sofreram fortemente em setembro (Bradesco -10%) e agora estão sendo negociadas a valuations muito atraentes (Bradesco a 7,5x 2022E P/L e 1,3x P/VPA). Sim, a piora das perspectivas econômicas não ajudará, mas os grandes bancos brasileiros costumam navegar por cenários de alta inflação/taxa de juros com muita habilidade.

Para viabilizar essas mudanças, Vale, Cyrela, Magazine Luiza, B3 e PagSeguro saíram.

Mantemos exposição à rede de hospitais Rede D'Or, a seguradora Porto Seguro, a siderúrgica Gerdau, a fabricante de bens de capital WEG e a Vamos.

Ações do Portfólio:

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	EV/EBITDA		P/L		P/PA	
					2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
Bradesco	Bancos	BBDC4	10%	187.806	n.a.	n.a.	8,1x	7,3x	1,3x	1,2x
Raízen	Agronegócio	RAIZ4	10%	72.822	n.a.	7,9x	n.a.	20,3x	n.a.	4,7x
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	133.881	28,1x	23,2x	58,2x	45,5x	8,2x	7,9x
WEG	Bens de Capital	WEGE3	10%	166.285	43,1x	37,8x	62,1x	53,7x	12,9x	11,5x
SLC Agrícola	Agronegócio	SLCE3	10%	8.685	6,2x	4,2x	12,4x	5,5x	2,4x	1,9x
Assaí	Varejo	ASA13	10%	25.599	4,1x	3,1x	4,2x	2,9x	2,2x	1,3x
PetroRio	Petróleo & Gás	PRIO3	10%	20.998	6,8x	6,3x	16,1x	15,0x	3,2x	2,7x
Gerdau	Metais Básicos	GGBR4	10%	43.430	2,6x	3,0x	3,9x	6,4x	1,1x	1,0x
Porto Seguro	Financeiro (ex-Bancos)	PSSA3	10%	15.823	n.a.	n.a.	9,1x	8,8x	1,7x	1,6x
Vamos	Transportes	VAMO3	10%	14.486	14,9x	11,3x	39,5x	25,5x	8,3x	6,7x

Fonte: BTG Pactual e Economatica

Raízen (RAIZ4):

Estamos adicionando RAIZ4 ao nosso portfólio 10SIM. A empresa está preparada para iniciar um novo ciclo de crescimento após consolidar o portfólio construído a partir de seus ativos de processamento de cana-de-açúcar e distribuição de combustível. Mais importante, um caminho de crescimento sustentado por uma capacidade significativa de originação de biomassa e pronta para entregar alternativas renováveis que vão do etanol celulósico, biogás, pelotas e outros coprodutos de seus campos de cana-de-açúcar. Com uma escala incomparável, uma forte cultura corporativa e uma estratégia clara, vemos que oferece uma proposta de valor muito atraente. A ação está 4% abaixo do preço do IPO e, nos níveis atuais, continuamos a ver RAIZ4 negociando em níveis pouco exigentes (14x P/L para o ano fiscal de 2023) que meramente refletem os ativos em seu portfólio atual, ignorando o valor dos novos empreendimentos a serem explorados na próxima década, a maior parte na indústria de energias renováveis e negócios de proximidade. Avaliamos os ativos atuais da Raízen em cerca de R\$ 7/ação, o que é muito parecido com o preço atual da ação, sugerindo que o potencial de valorização proveniente das novas energias renováveis está quase inteiramente como potencial a ser destravado. Compra!

Rede D'Or (RDOR3):

Momentum é o nome do jogo na área de saúde, e é exatamente por isso que decidimos manter a Rede D'Or em nosso portfólio 10SIM. Após fortes resultados do segundo trimestre (que foram novamente recordes), continuamos a ver um forte momento de M&A para a empresa - lembramos que desde seu primeiro pedido de IPO, ela já assinou acordos para adquirir 11 ativos, adicionando 1,67 mil leitos hospitalares, o que significa um taxa de execução acima do nível orientado durante seu IPO. Valuation não é tão elevado quanto se pensa. Acreditamos que os (altos) múltiplos de negociação da empresa (22x EV/EBITDA 22 e 50x P/L 22) são bem merecidos, dadas suas fortes perspectivas de crescimento de lucros (crescimento de LPA de 30% aa pelos próximos 3 anos), poder de lucro atraente e sólida estratégia de M&A. Acima de tudo, em tempos de forte volatilidade do mercado, sendo um vencedor a longo prazo, o RDOR deve se beneficiar do comportamento de "fuga para a ativos de maior qualidade" de investidores nos próximos meses.

WEG (WEGE3):

As ações da Weg caíram 13% desde seu pico em janeiro, voltando a níveis de valuation mais razoáveis. A Weg continua a se beneficiar: (i) da recuperação dos equipamentos de ciclo curto, em meio à recuperação gradual da atividade econômica, e (ii) da resiliência dos equipamentos de ciclo longo, favorecida por tendências seculares de eficiência energética. Em uma abordagem estratégica, a Weg traz defensividade ao portfólio em caso de agravamento da crise hídrica, pois destaca a importância de diversificar a matriz energética do Brasil para outras fontes, como fontes eólicas e solares. Olhando para o longo prazo, a Weg está significativamente exposta à tendência de eletrificação da indústria automotiva, com várias montadoras transferindo os investimentos de veículos de combustão para trens de força elétricos. Outras tendências seculares estão aumentando a digitalização da manufatura e a eficiência do consumo de energia em todo o mundo.

Bradesco (BBDC4):

Realizamos uma websession na semana passada com investidores locais e a equipe de RI do Bradesco, representada por Carlos Firetti (chefe de RI) e Eduardo Poterio (IRM), para uma atualização sobre as tendências mais recentes. Temos recebido várias consultas ultimamente sobre o mau desempenho das ações de bancos em setembro, uma vez que muitos investidores esperavam que o setor ficasse mais defensivo no atual cenário de inflação/juros mais elevados. No geral, a mensagem foi bastante construtiva. Além da função atual, Firetti também assumiu recentemente todo o processo orçamentário do Bradesco. E embora ainda não tenhamos um guidance para 2022, ele foi capaz de nos dar uma pequena amostra do que esperar. O NII de clientes pode crescer acima de 10% em 2022, com as inadimplências e as provisões ainda muito sob controle. Vemos as ações negociando em níveis atraentes agora.

Assai (ASAI3):

A perspectiva de curto prazo para o Assaí continua forte, e nossa visão estrutural positiva está baseada em quatro pilares: (i) forte histórico de execução (apresentando crescimento consistente de dois dígitos e melhorias de margem nos últimos anos); (ii) alta produtividade da loja (acima dos principais pares); (iii) exposição pura ao atacarejo (formato de maior crescimento no varejo alimentar); e (iv) muito espaço para entregar uma expansão consistente (esperamos que a área de vendas cresça 13% ao ano até 2025 e a empresa abra 28 lojas em 2021). Vemos o Assaí sendo negociado a um valuation atraente de 15x 2022 e um índice de PEG de 0,7x, com as ações também definidas para se beneficiar do processo de desalavancagem da empresa nos próximos anos.

PetroRio (PRIO3):

Também decidimos incluir a PRIO3 no portfólio. Desde nosso início no início deste ano, argumentamos que o perfil de negociador da empresa, apoiado por um histórico inteligente de M&A, e sua estratégia única e testada pelo tempo gerariam mais valor e permitiriam que as ações fossem negociadas em

múltiplos mais caros. E mesmo depois de um desempenho muito forte no ano (+65%), acreditamos que ainda há espaço para mais. Com uma posição de caixa saudável após o recente aumento de capital via follow-on, acreditamos que a empresa está posicionada para crescer ainda mais. Albacora e Albacora Leste são os alvos óbvios e acreditamos que a empresa está em uma posição muito boa para adquirir com sucesso pelo menos um desses ativos. Caso isso aconteça, a produção pode mais que dobrar no curto prazo. Sim, ainda não temos granularidade na avaliação exata de cada ativo, mas com base em nossas premissas preliminares, a capacidade de revitalização da empresa e o histórico de alocação de capital racional, acreditamos que há espaço para mais valorização das ações.

SLC Agrícola (SLCE3):

A SLC possui um modelo de negócio comprovado que busca ser um produtor de soja, algodão e milho de baixo custo por meio da adoção em larga escala de tecnologia nas áreas agrícolas mais tradicionais do Brasil. O crescimento da área plantada de aproximadamente 35% em ativos leves da empresa em 2022 deve permitir que ela se beneficie de uma forte alavancagem operacional e se consolide como uma das poucas e melhores maneiras de participar do boom de preços de commodities, também se beneficiando de um real persistentemente fraco. Apesar da boa performance no acumulado do ano no preço das ações e o valuation um pouco exigente, a ação está negociando 28% abaixo do histórico com base no EV/EBITDA 22E e 19% abaixo dele em 2024 (considerando preços de commodities de longo prazo mais normalizados). Além disso, embora a SLC deva arrendar cerca de 2/3 de sua área plantada no ano fiscal de 2022, a recente avaliação do portfólio de terras agrícolas se traduz em um múltiplo de 1x P/NAV, implicando que o preço das ações não está apenas ignorando o potencial de valorização imobiliária adicional, mas também que a SLC mal consegue cobrir seu custo de capital com base em seus negócios agrícolas regulares, o que consideramos muito conservador e não merecido.

Vamos (VAMO3):

Estamos otimistas com a tese de crescimento da Vamos para os próximos anos, beneficiada por uma penetração estruturalmente mais baixa do aluguel de caminhões no Brasil. Acreditamos que esse segmento deve se expandir substancialmente mediante menor custo de capital e crescente conscientização sobre os benefícios da terceirização de veículos. Mais recentemente, a Vamos tornou pública sua meta de longo prazo de aumentar sua frota 6x até 2025, implicando em uma frota total de aproximadamente 100 mil caminhões (consistentemente acima das nossas estimativas do Consenso). Durante o ano, a empresa também cresceu bem acima das expectativas, tanto na perspectiva orgânica quanto na inorgânica (a empresa entregou 4 fusões e aquisições desde o IPO). Em suma, as principais vantagens competitivas da empresa incluem: (i) condições de compra superiores, impulsionadas por sua grande frota e taxa de crescimento rápido; (ii) capacidade comercial única, alavancada por seu controlador Grupo Simpar; e (iii) rede sem paralelo de vendas de ativos usados (= maior poder de precificação).

Porto Seguro (PSSA3):

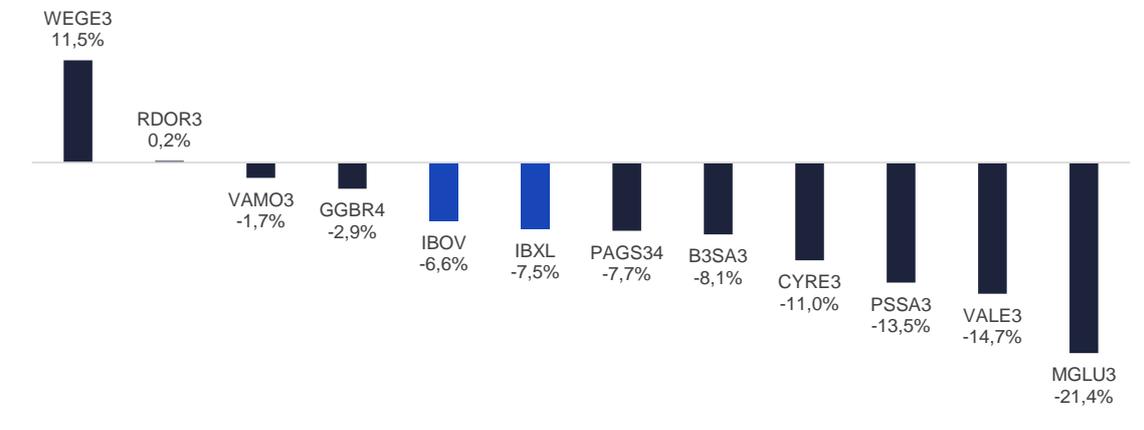
A Porto Seguro reportou resultados decentes no segundo trimestre (especialmente considerando que outras seguradoras como Bradesco, Itaú e BB Seguridade tiveram dificuldades em suas carteiras de saúde e vida no último trimestre). E esperamos que o mesmo aconteça no terceiro trimestre. A Porto costuma ter um desempenho superior no segmento automóvel, que esperamos que continue a ser a sua "vaca leiteira". Além disso, a empresa vem encontrando novas formas de desbloquear valor, como os recentes acordos com PetLove e ConectCar. Além disso, a Porto continua a ser um player defensivo num ambiente de taxas de juro mais elevadas e volatilidade macro/política. Gostamos da assimetria das ações a preços atuais e reforçamos nossa visão positiva e classificação de Compra por enquanto.

Gerdau (GGBR4):

A Gerdau reúne uma série de qualidades que valorizamos: forte crescimento de receita, baixa alavancagem, geração de fluxo de caixa e atuação temática (imobiliária). À medida que a China se torna mais séria sobre seus esforços de descarbonização, acreditamos que o fornecimento global de aço está em risco e vemos um ambiente oferta/demanda mais restrito nos próximos meses (anos?). Em nossa visão, os preços internacionais do aço devem seguir sustentados no curto/médio prazo, beneficiando diretamente a Gerdau. Vemos as ações precificando uma reversão dos preços do aço já em 2022, o que vemos como altamente improvável. Também 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. Há também um potencial de valorização com a expansão 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 no Ibovespa. Mesmo assumindo uma correção de -30% a/a no EBITDA para 2022 (conservador), a Gerdau ainda negocia a múltiplos baratos de 3x EV/EBITDA 22.

Rentabilidade Histórica:

Gráfico 22: Performance por ação em setembro de 2021

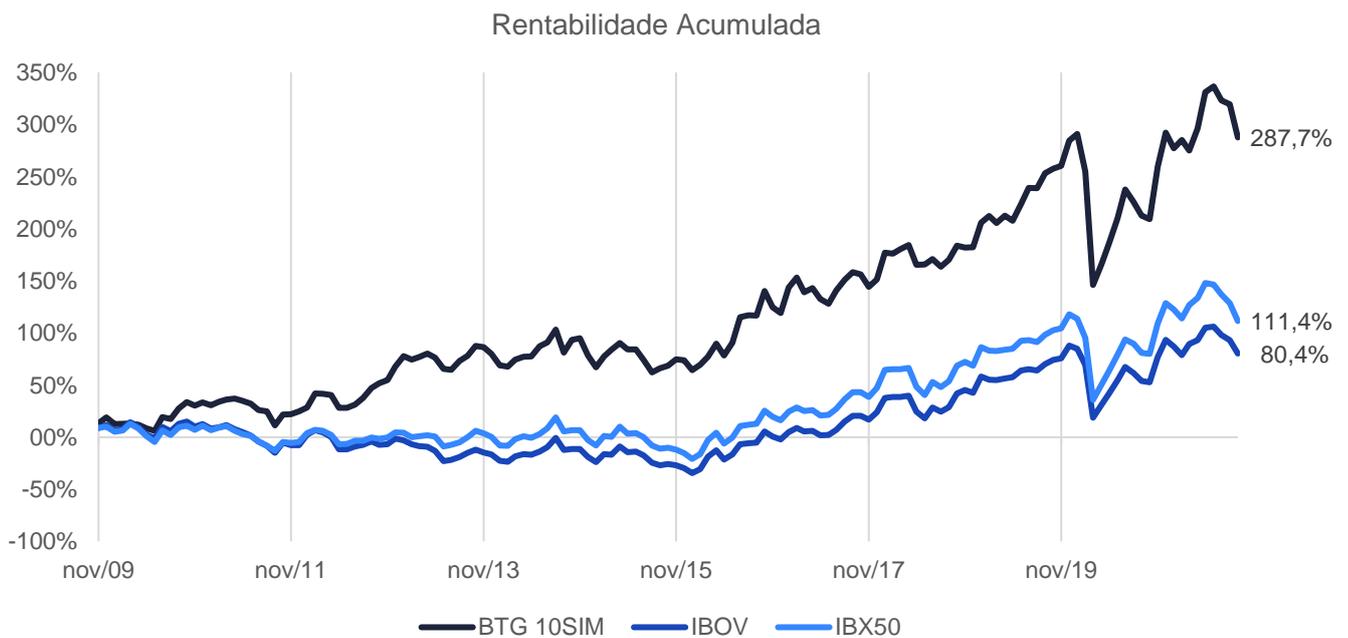


Fonte: BTG Pactual e Econômica

Performance Histórica:

Em setembro, nossa Carteira Recomendada de Ações teve uma performance negativa de -7,6%, contra uma performance de -6,6% do Ibovespa e -7,5% 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 287,7%, ante 80,4% do Ibovespa e 111,4% do IBX-50.

Gráfico 23: Performance Histórica (desde outubro de 2009)



Fonte: BTG Pactual e Econômica

Tabela 6: 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%				-3,6%	-6,8%	287,7%	80,4%

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 Necten Investimentos S.A CVMC ("Necten").

- 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

Esse relatório foi preparado pelo BTG Pactual Digital para ser distribuído pelo próprio BTG Pactual Digital ou suas empresas afiliadas e subsidiárias, somente no Brasil. 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

necton



São Paulo

Av. Brigadeiro Faria Lima, 1355 - 22o andar

Jardim Paulistano, São Paulo - SP

(11) 3292-1309

Rio de Janeiro

Av. Rio Branco, 110 - 32o andar

Centro, Rio de Janeiro - RJ

(21) 2101-8300

SAC

São Paulo (11) 3292-1309 | (11) 2142-0409

Outras regiões 0800 770 9936

necton.com.br

Acompanhe nas redes sociais

[youtube.com/necton](https://www.youtube.com/necton)

twitter.com/invistanecton

facebook.com/nectoninvestimentos

instagram.com/nectoninvestimentos

Participe dos nossos grupos exclusivos no Telegram

Conteúdo em primeira mão das notícias mais importantes do mercado e dos novos relatórios da nossa equipe.nossa equipe.



Necton Política



Necton Research