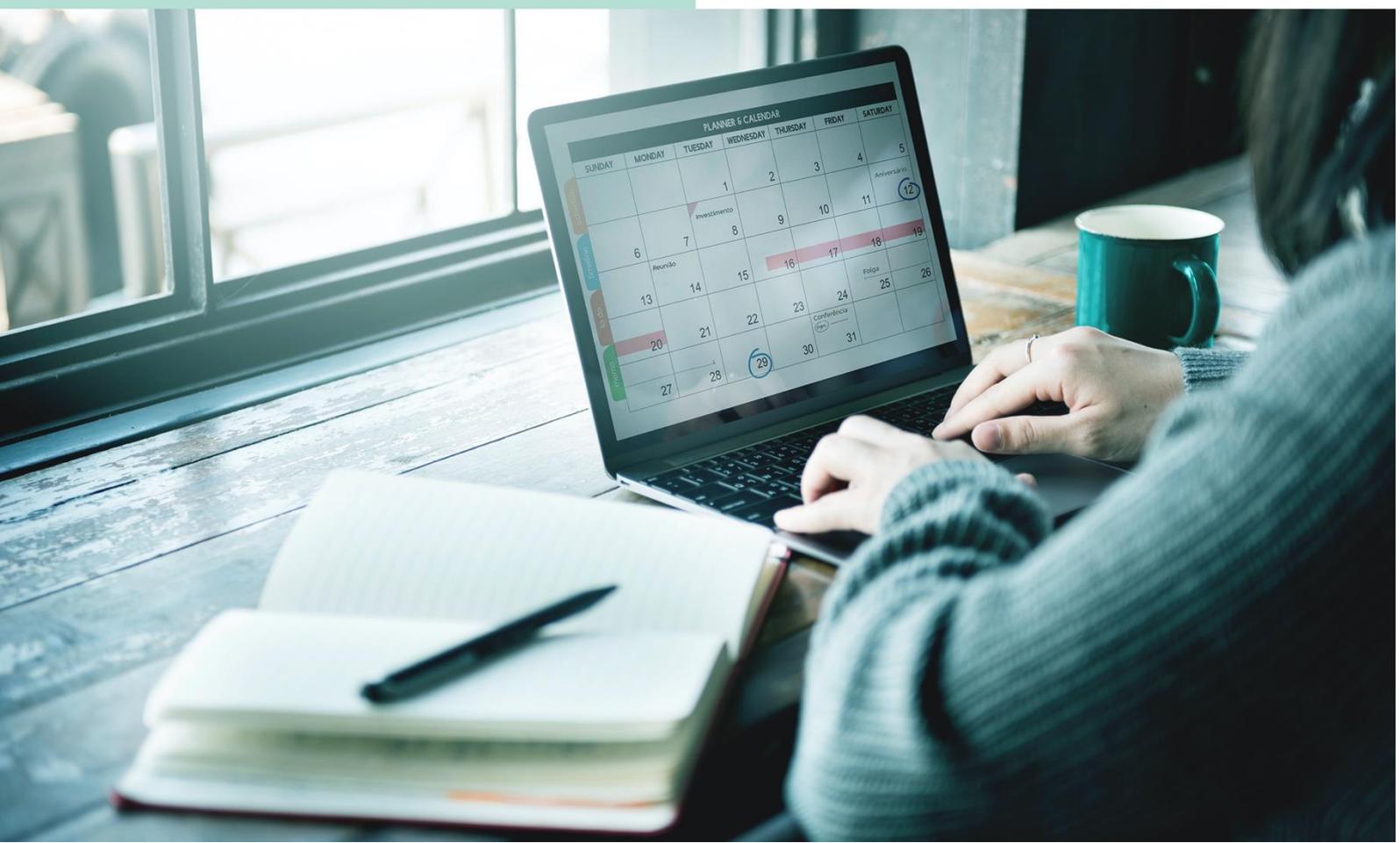


# Carteira TOP 10

Fevereiro 2022



ÂGORA  
INVESTIMENTOS





## Carteira Top 10

A TOP 10 é nossa Carteira Recomendada que oferece maior diversificação, com composição mensal de 10 ativos, de diferentes setores.

**Para o mês de fevereiro, optamos por não realizar mudanças no portfólio.**

Empresa	Setor	Ticker	Recomend.	Vol. Méd	Peso na carteira	Preço	P/L		EV/EBITDA		Yield
				3m R\$ mn		Alvo	2021	2022	2021	2022	2022E
Cesp	Energia Elétrica	CESP6	COMPRA	53,3	10,0%	R\$ 32,00	32,5	-	8,8	10,6	-
Lojas Renner	Consumo	LREN3	COMPRA	325,4	10,0%	R\$ 40,00	41,9	22,5	14,5	9,6	1,1%
Itaúsa	Bancos	ITSA4	COMPRA	323,3	10,0%	R\$ 15,00	7,6	7,1	-	-	7,0%
Weg	Bens de Capital	WEGE3	NEUTRA	279,6	10,0%	R\$ 41,00	38,1	37,0	28,4	26,8	1,1%
Suzano	Papel & Celulose	SUZB3	COMPRA	405,4	10,0%	R\$ 90,00	6,3	8,5	5,8	5,4	2,3%
Petrobras	Petróleo	PETR4	COMPRA	2128,4	10,0%	R\$ 42,00	5,3	5,7	3,3	3,0	8,8%
Ambev	Alimentos e bebidas	ABEV3	COMPRA	382,2	10,0%	R\$ 21,00	23,6	19,6	10,9	9,8	3,6%
Embraer	Aviação	EMBR3	COMPRA	232,0	10,0%	R\$ 37,00	neg	-	10,5	8,8	0,0%
Vale	Mineração	VALE3	COMPRA	2256,8	10,0%	R\$ 108,00	3,6	6,3	2,6	4,1	12,6%
SulAmérica	Saúde	SULA11	COMPRA	98,9	10,0%	R\$ 38,00	-	10,0	83,6	28,8	1,1%

Fonte: Bloomberg; Bradesco BBI

## SulAmérica

A SulAmérica é a segunda maior operadora de plano de saúde no Brasil por prêmios, com 11% de participação de mercado em 2020. Vemos a empresa como fortemente posicionada no mercado, dada a sua: (i) escala como o segundo maior pagador no mercado, tendo em vista melhores preços de barganha com provedores; (ii) forte força de vendas com presença nacional, marca renomada e maior distribuição; (iii) sólido histórico de crescimento (4,5% de participação de mercado em beneficiários corporativos / afinidade no 3T21, vs. 3,8% em 2014) e eficiência (MLR de 79,9% e 81,2% em 2019 e 2015, contra 83,2% e 84,6% do mercado, respectivamente); (iv) entrada no segmento de ticket médio por meio de produtos regionais mais acessíveis (SulAmérica Direto) e aquisições (excluindo Paraná Clínicas); e (v) iniciativas de gestão de custos (coordenação do cuidado, novos modelos de remuneração). Avaliação é muito atraente, em nossa opinião, com a negociação de ações a 10x P/L 2022 (vs. 15x média histórica e 56x da HAPV).

Dentre os riscos para a tese de investimentos podemos destacar: (i) nenhum alívio de custo importante em 2022 devido a uma nova onda de Covid-19, elevada utilização de plano relacionada a um acúmulo de procedimentos eletivos não realizados durante a pandemia ou tratamentos pós-Covid e pressão de custos da inflação médica (por exemplo, materiais); (ii) a incapacidade da empresa de repassar os aumentos de custos aos preços devido à concorrência ou perda de acessibilidade dos clientes; (iii) competição mais acirrada de pares, como Amil e Unimed, e a ascensão de um player mais competitivo HAPVGNDI; (iv) falha na geração de valor em fusões e aquisições futuras devido ao superfaturamento ou questões de integração; (v) persistência de alta inflação médica em meio à fragilidade macroeconômica, levando ao rebaixamento dos produtos ou deterioração das margens; e (vi) deterioração do MLR nos planos individuais.

## Itaúsa

Acreditamos que a Itaúsa pode ser uma boa alternativa ao Itaú, tendo uma grande exposição ao banco, ao mesmo tempo em que está se diversificando cada vez mais, o que pode ser feito com a venda de participações em empresas de serviços financeiros (exemplo: XP Inc.) ou com a exploração de outros segmentos. Como referência, a empresa vem estudando investimentos em distribuição de energia e agronegócio. Assim, mantemos nossa recomendação de Compra para a ação, que permanece com um desconto atraente através da metodologia de avaliação da SOTP (soma das partes).

## WEG

A Weg é uma empresa com amplo portfólio de produtos, que inclui geração, transmissão e distribuição de energia, consumo industrial, tração elétrica e recentemente entrou também no ramo de indústria 4.0. A Weg vem apresentando uma forte geração de receita com a maioria dos seus segmentos apresentando crescimento tanto internamente como externamente (cerca de 57% de sua receita é denominada em dólar). O segmento de geração, transmissão e distribuição vem ganhando bastante destaque também, o que deve continuar, visto os crescentes investimentos em energia renovável (que inclui a venda de kits solares residenciais). Acreditamos que esse segmento deve representar uma oportunidade relevante para a WEG, pois os investimentos em energia renovável parecem manter um ritmo acelerado tanto no Brasil quanto em outras regiões, como América do Norte e Índia. Vemos a empresa bem posicionada para o longo prazo, com um portfólio competitivo de produtos para energia renovável, motores elétricos para caminhões, armazenamento de energia e soluções da indústria 4.0. Além disso, a companhia pode se beneficiar do processo de eletrificação dos veículos, uma vez que fornece soluções de trem de força e estação de carga. No 3T, a companhia reportou crescimento de 29% nas receitas, com forte crescimento no Brasil e mercados externos. Embora tenha apresentado sinais de acomodação das margens e da rentabilidade, a acomodação se deu em níveis saudáveis.

## Suzano

Ainda há mais espaço para alta; Suzano é nossa principal escolha no segmento de papel e celulose para 2022. Os fundamentos de celulose continuaram a melhorar recentemente, em linha com o que esperávamos desde out/2021. Estamos confortáveis com nossa visão acima do consenso sobre preço de celulose para 2022 (US\$ 650/tonelada média para celulose de fibra curta na China, líquido, vs consenso em cerca de US\$ 550/tonelada e spot em US\$ 600/tonelada), com base em contratempos na oferta e crescimento saudável da demanda, também apoiados pelo reabastecimento de produtos finais globalmente. O impulso dos ganhos deve melhorar nos próximos trimestres, à medida que os preços aumentam e as pressões de custo diminuem. A Suzano anunciou a elevação de preços de celulose de fibra curta em US\$ 30/tonelada na Europa a partir de fevereiro e US\$ 40/tonelada na América do Norte. A medida eleva os preços de tabela para US\$ 1.170/tonelada na Europa e na América do Norte, os preços sobem para US\$ 1.380/tonelada. Após vários meses de estabilidade, a Suzano é o primeiro player global a anunciar aumentos de preços de celulose de fibra curta na Europa. Entendemos que as avaliações são amplamente descontadas, com as ações sendo negociadas cerca de 30% abaixo dos níveis justos para este ponto do ciclo. A Suzano é: mais alavancada pelo ciclo de alta da celulose e tem valuation atrativo de 5,4x EV/EBITDA estimado para 2022, com 14% de rendimento de fluxo de caixa livre (FCF) ex-crescimento.

## Ambev

A Ambev é um ativo de alta qualidade e usualmente buscado pelos investidores em momentos de maior instabilidade no mercado. Em nossa visão, a Ambev pode se beneficiar no longo prazo da esperada redução dos preços dos grãos. Considerando a nossa visão de baixa sobre os custos agrícolas (20% do total) e que os aumentos de preços provavelmente permanecerão (como acontecem historicamente), o lucro líquido do consenso de mercado parece excessivamente baixista para o período entre 2022-24. Leva cerca de 12 meses para que os preços das commodities reflitam nos resultados da companhia dados os hedges, mas o mercado provavelmente irá antecipar ganhos mais fortes devido à queda esperada nos preços agrícolas. Principais riscos: i) concorrência da Heineken, e ii) atraso na recuperação do consumo de produtos de margens mais alta; iii) preços das commodities mais altos que o previsto.

## Embraer

Após ser o maior destaque positivo do Ibovespa em 2021, as ações da Embraer sofreram com a realização de lucros ao longo de janeiro. Contudo, seguimos otimistas com a tese no longo prazo após, em dezembro, a Embraer anunciar o M&A de sua subsidiária, Eve, com a Zanite SPAC, como era aguardado. Isto contribuiu para a redução do risco de execução da Eve, dado o pipeline de pedidos, que deve entregar seu primeiro modelo eVTOL (aeronave elétrica de pouso e decolagem vertical) em 2026. Além disso, a Embraer atingiu US\$ 16,8 bilhões de pedidos firmes no 3T21, um crescimento de 6% no trimestre e de 17% comparado ao 4T20, ficando próximo dos níveis pré-pandemia. Desta forma, vemos a companhia cumprindo o seu guidance de entregas em 2021, com 40 a 45 aeronaves comerciais e 90 a 95 jatos executivos. Se assumirmos o mesmo número de entregas do 4T20 no 4T21 a Embraer encerraria o ano com superação do guidance, atingindo 60 aeronaves comerciais e 97 jatos executivos. No 3T21 a companhia apresentou seu primeiro terceiro trimestre, com fluxo de caixa positivo (+US\$ 21,3 milhões), em mais de 10 anos. Com isso a companhia revisou seu guidance do fluxo de caixa de 2021 para cima. Olhando à frente, a Embraer mantém seu plano estratégico de dobrar de tamanho em 2026 e recuperar os níveis históricos de entregas de aeronaves em 2023. Contudo, vemos nosso preço justo, de R\$ 37,00 para 2022, incorporando o valuation da Eve, que considerando a participação de 82% da Embraer na NewCo, pode materializar R\$ 18,70/EMBR3 que, na nossa visão, ainda não está refletido 100% no preço das ações.

## Vale

Os preços do minério de ferro permanecerão saudáveis, devido a um mercado equilibrado (calculamos um pequeno déficit de 6 milhões de toneladas) e margens das siderúrgicas saudáveis, com uma média de preço de US\$ 100/tonelada que leva a uma geração robusta de FCFE- fluxo de caixa livre do acionista (cerca de US\$ 9 bilhões, implicando em um rendimento FCF de 12%); A Vale deve seguir com distribuição de dividendos ainda significativa – esperamos que a distribua US\$ 6 bilhões em dividendos mínimos + US\$ 3 bilhões em dividendos extraordinários, o que equivale a 13% de retorno via dividendos, além de seu novo programa de recompra (cerca de US\$ 3 bilhões em 2022); A continuidade do início das operações da produção de minério de ferro, com Brucutu (barragem Torto) e Itabira sendo marcos importantes (prevemos uma produção de 325 milhões de toneladas e vendas de 320 milhões de toneladas em 2022); O desempenho do custo C1 deve permanecer estável (esperamos US\$ 19/tonelada em 2022 vs. US\$ 20 em 2021), embora os custos como um todo devam diminuir, apoiados por uma melhor qualidade prêmios; A reavaliação de ativos: conclusão do desinvestimento de Moatize e potencial venda de outros ativos não essenciais (por exemplo, MRN). Com relação a Samarco: terceiros vão estudar os impactos dos programas em andamento no 1S22, após o qual a Samarco, Governos e Ministério Público vão reavaliar o negócio, o que pode levar a maiores provisões da Vale (provavelmente mais de US\$ 1 bilhão). Com relação ao valuation, a Vale atualmente negocia a 4,0x (EV/EBITDA 2022E), em um ano e estamos prevendo um preço médio do minério de ferro de US\$ 100/tonelada, que não está muito longe dos preços do meio do ciclo de US\$ 70-80/tonelada, o que significa que os múltiplos justos para 2022 devem ficar em torno de 5,0x (considerando o meio do ciclo em 5,5x).

## Lojas Renner

A Renner é amplamente vista como a empresa mais consistente em nosso universo de cobertura de varejo, devido ao seu forte histórico de execução. A Renner divulgou um bom resultado no 3T21, com forte e consistente recuperação de vendas e margens no Varejo. Esperamos um bom 4º trimestre de 2021 para o segmento de Vestuário e Calçado, com receita do 4T21 crescendo em relação a 2019 a uma taxa amplamente semelhante à do 3T21, com Lojas Renner apresentando uma das maiores taxas de crescimento. Nossos canais de verificação sugerem que a demanda permaneceu consistente ao longo do trimestre, o que vemos como positivo para o impulso em 2022. Apesar de esperarmos alguma pressão de margem impulsionada por CPV (custo do produto vendido) ou SG&A (despesas gerais, com vendas e administrativas) mais altos, permanecemos construtivos na categoria devido ao seu ticket relativamente baixo. Lojas Renner é uma das nossas principais escolhas, dado um equilíbrio atraente de crescimento e valorização. Também destacamos a Renner como resiliente em um ambiente macro mais difícil. Ressaltamos que a Renner possui os maiores recursos entre seus pares para investir nas iniciativas que direcionam sua estratégia ecossistêmica.

## Cesp

A Cesp segue como uma das nossas principais recomendações no setor elétrico, entre as geradoras privadas. O aumento das chuvas na região sudeste ao longo dos últimos meses acabou reduzindo o risco de um eventual racionamento de energia. Outro assunto relevante sobre a CESP diz respeito à proposta de reestruturação corporativa. Em meados de outubro, a empresa anunciou que seus acionistas controladores Votorantim e CPPIB (que via 50%/50% controlam a VTRM, e que detêm 40% do capital total da CESP) propuseram um plano de reestruturação corporativa para tornar a VTRM o principal veículo de crescimento no setor de energia no país. Já em janeiro, a CESP aprovou os termos para a incorporação, e o processo deve ter sequência, inclusive com expectativas de migração para o Novo Mercado. A reestruturação também permitirá à companhia maior poder de fogo para expandir e diversificar seu portfólio.

## Petrobras

Reconhecemos que a Petrobras é um nome potencialmente mais volátil à medida que nos aproximamos das eleições em 2022. Entretanto, entendemos que a atual relação risco x retorno continue apontando para uma oportunidade de Compra, respaldado ainda no curto prazo pela expressiva alta nos preços do petróleo. Recentemente a companhia divulgou seu novo plano estratégico para o período de 2022 a 2026, com maiores investimentos, curva de produção mais forte, iniciativas de ESG e dividendos robustos. Sobre esse último ponto, a Petrobras passará a pagar dividendos trimestralmente e a empresa acrescentou uma política de dividendos mínimos de US\$ 4 bilhões (cerca de 6% de rendimento ou dividend yield), para os anos em que o Brent tiver média superior a US\$ 40, independentemente do nível de endividamento. Além disso, a empresa acrescentou que, independentemente dos níveis de endividamento, pode optar por pagar dividendos extraordinários acima da política oficial (60% do Fluxo de caixa operacional-capex), desde que a sustentabilidade financeira da empresa não seja comprometida. No geral, gostamos do plano estratégico. Muito sóbrio, e mais uma vez mostrando a força dos ativos de longo ciclo do pré-sal que permitem uma sólida remuneração ao acionista, mesmo após grandes investimentos em exploração, desenvolvimento e produção. Um risco chave a ser monitorado é a política de preços dos combustíveis praticados pela companhia. Neste contexto, a possibilidade de redução dos impostos sobre os combustíveis (seja via PEC, ou congelamento do ICMS), pode ajudar a mitigar tais preocupações.

**RESEARCH ÁGORA****José Francisco Cataldo Ferreira**

CNPI - Estrategista de Análise - Pessoas Físicas

**Ricardo Faria França**

CNPI - Analista de Investimentos

**Maurício A. Camargo**

CNPI-T - Analista Gráfico

**Ernani Teixeira R. Júnior**

CNPI-T - Analista Gráfico

**Flávia Andrade Meireles**

CNPI - Analista de Investimentos

**Maria Clara W. F. Negrão**

CNPI - Analista de Investimentos

**Wellington Antonio Lourenço**

CNPI - Analista de Investimentos

**Henrique Procopio Colla**

CNPI-T - Analista Gráfico

**DIRETOR GERAL****Luis Claudio de Freitas Coelho Pereira****DIRETOR**

Ricardo Barbieri de Andrade

**Região Metropolitana (RJ e SP)**

4004 8282

**Demais Regiões do Brasil**

0800 724 8282

**Ligações Internacionais**

+55 21 2529 0810

**Disclaimer**

Este relatório foi preparado pela equipe de análise de investimentos da Ágora Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (Ágora), sociedade sob controle indireto do Banco Bradesco S.A. O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Ágora.

A distribuição desse relatório é realizada somente com o objetivo de prover informações e não representa uma oferta ou recomendação de qualquer valor mobiliário. As informações contidas neste relatório são consideradas confiáveis na data de sua publicação, entretanto, não representam por parte da Ágora garantia de exatidão dos dados factuais utilizados. As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas no julgamento dos analistas de investimento envolvidos na sua elaboração e são limitadas às companhias e aos ativos objetos de sua análise nos termos da Resolução CVM nº 20, e estão, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio.

A Ágora esclarece que reproduziu no presente relatório análises realizadas pela Bradesco Corretora de Títulos e Valores Mobiliários, sendo ambas sociedades integrantes do grupo econômico do Banco Bradesco S.A. Os analistas de investimentos declaram que pactuam com as opiniões expressadas nas referidas análises ora reproduzidas. Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Resolução CVM nº 20:

Os analistas de investimento declaram que as opiniões contidas neste relatório refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais sobre o comportamento dos valores mobiliários objeto desse relatório, e que foram elaboradas de forma totalmente independente e autônoma, inclusive em relação à Ágora e demais empresas do grupo Bradesco.

A remuneração dos analistas de investimento está, direta ou indiretamente, influenciada pelo resultado proveniente dos negócios e operações financeiras realizadas pela Ágora.

Consulte os riscos da operação e compatibilidade com o seu perfil antes de investir. Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura.

Declarações nos termos do Art. 22 da Resolução Nº 20, referentes às empresas cobertas pelos analistas de investimento da Ágora e Bradesco Corretora:

O Banco Bradesco S.A. tem participação acionária indireta, por meio de suas subsidiárias, acima de 5% nas empresas Cielo S.A. e Fleury S.A.. A BRADESPAR S.A., cujo grupo controlador é composto pelos mesmos acionistas que controlam o Bradesco, tem participação acima de 5% na VALE S.A..

Ágora, Bradesco Corretora, Bradesco BBI e demais empresas do grupo Bradesco têm interesses financeiros e comerciais relevantes em relação ao emissor ou aos valores mobiliários objeto de análise.

O Bradesco BBI está participando como coordenador na oferta pública de distribuição de Braskem S.A., BRF S.A., CCR S.A., Positivo Tecnologia S.A. e Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A.

A Ágora CTVM está participando como distribuidora nas ofertas públicas das seguintes empresas: Três Tentos Agroindustrial S.A., 3R Petroleum Óleo e Gás S.A.

Nos últimos 12 meses, o Bradesco BBI participou como coordenador nas ofertas públicas de distribuição de títulos e valores mobiliários das companhias e/ou prestou serviços de outra natureza para as seguintes empresas: AES Brasil Energia S.A., Allied Tecnologia S.A., Ânima Holding S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, Banco BTG Pactual S.A., Banco Inter S.A., Blau Farmaceutica S.A., CM Hospitalar S.A., Companhia Brasileira de Alumínio, Companhia Brasileira de Distribuição, CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista, Companhia de Saneamento do Paraná - Sanepar, Cruzeiro do Sul Educacional S.A., CSN Mineração S.A., Cyrela Commercial Properties S.A. Empreendimentos e Participações, Desktop - Sigmanet Comunicação Multimídia S.A., Diagnosticos da América S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A., Eletromidia S.A., Energisa S.A., Fleury S.A., Getninjas Atividades de Internet, G2D Investment Ltd., Hapvida Participações e Investimentos S.A., Hospital Mater Dei S.A., Hypera S.A., HBR Realty Empreendimentos Imobiliários S.A., Kora Saúde Participações S.A., Light Serviços de Eletricidade S.A., JHSF Participações S.A., Livetech da Bahia Indústria e Comercio S.A., LOG Commercial Properties e Participações S.A., Magazine Luiza S.A., Mobly S.A., Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., Oceanpact Serviços Marítimos S.A., Pet Center Comércio e Participações S.A., Positivo Tecnologia S.A., Raizen S.A., Rede D'or S.A., Rumo S.A., Sendas Distribuidora S.A., Tegra Incorporadora S.A., Unidas S.A., Vale S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A. e Via Varejo S.A.

Nos últimos 12 meses, a Ágora e/ou a Bradesco Corretora participaram, como instituições intermediárias, das ofertas públicas de títulos e valores mobiliários das companhias: AES Brasil Energia S.A., Allied Tecnologia S.A., Ânima Holding S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, Banco BTG Pactual S.A., Banco Inter S.A., Blau Farmaceutica S.A., CCR S.A., CM Hospitalar S.A., Companhia Brasileira de Distribuição, Companhia Brasileira de Alumínio, CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista, Companhia de Saneamento do Paraná - Sanepar, Cruzeiro do Sul Educacional S.A., CSHG Logística - Fil., CSN Mineração S.A., Cyrela Commercial Properties S.A. Empreendimentos e Participações, Desktop - Sigmanet Comunicação Multimídia S.A., Diagnosticos da América S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A., Eletromidia S.A., Energisa S.A., Fleury S.A., Getninjas Atividades de Internet, G2D Investment Ltd., Hapvida Participações e Investimentos S.A., Hospital Mater Dei S.A., Hypera S.A., HBR Realty Empreendimentos Imobiliários S.A., JHSF Participações S.A., Kora Saúde Participações S.A., Light Serviços de Eletricidade S.A., Livetech da Bahia Indústria e Comercio S.A., LOG Commercial Properties e Participações S.A., Magazine Luiza S.A., Malls Brasil Plural - Fil., Mobly S.A., Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., Oceanpact Serviços Marítimos S.A., Pet Center Comércio e Participações S.A., Petrobras Distribuidora S.A. Positivo Tecnologia S.A., Raizen S.A., Petro Rio S.A., Rede D'or S.A., Rumo S.A., Sendas Distribuidora S.A., Tegra Incorporadora S.A., Unidas S.A., Vale S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A., Via Varejo S.A. e Vinci Logística - Fil. A Bradesco Corretora está participando como distribuidora nas ofertas públicas das seguintes empresas: 3R Petroleum Oleo e Gas S.A.

A Bradesco Corretora recebe remuneração por serviços prestados como formador de mercado de ações da AMBIPAR Participações e Empreendimentos S.A. e Fomento Economico Mexicano FEMSA (FMXB34).