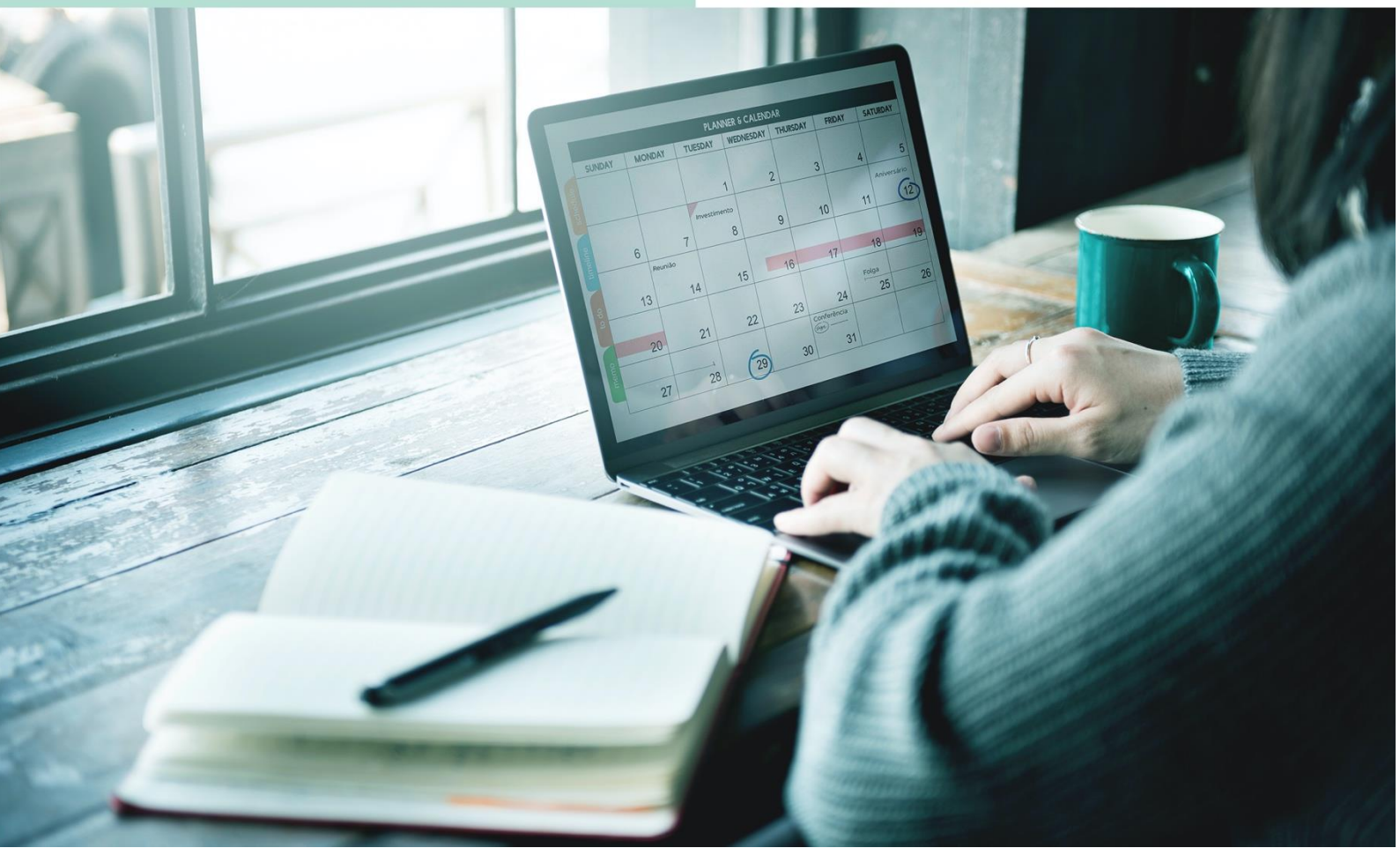


# Carteira TOP 10

Janeiro 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 janeiro, optamos por apenas uma alteração. Retiramos as ações ON da Telefonica Brasil (VIVT3) e incluímos as units da SulAmérica (SULA11).

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	52,1	10,0%	R\$ 32,00	30,5	-	8,8	10,6	-
Lojas Renner	Consumo	LREN3	COMPRA	344,0	10,0%	R\$ 46,00	30,9	19,1	11,2	7,9	1,3%
Itaúsa	Bancos	ITSA4	COMPRA	333,9	10,0%	R\$ 15,00	6,9	6,5	-	-	7,7%
Weg	Bens de Capital	WEGE3	NEUTRA	279,5	10,0%	R\$ 41,00	39,1	38,0	29,2	27,6	1,1%
Suzano	Papel & Celulose	SUZB3	COMPRA	413,0	10,0%	R\$ 95,00	6,3	8,5	5,8	5,4	2,3%
Petrobras	Petróleo	PETR4	COMPRA	2121,6	10,0%	R\$ 42,00	4,5	4,8	3,0	2,7	10,4%
Ambev	Alimentos e bebidas	ABEV3	COMPRA	409,2	10,0%	R\$ 21,00	23,8	19,8	11,0	9,9	3,5%
Embraer	Aviação	EMBR3	COMPRA	223,9	10,0%	R\$ 37,00	neg	-	12,0	10,0	0,0%
Vale	Mineração	VALE3	COMPRA	2303,1	10,0%	R\$ 108,00	3,4	5,8	2,5	3,9	13,7%
SulAmérica	Saúde	SULA11	COMPRA	100,6	10,0%	R\$ 38,00	-	30,4	86,3	29,7	0,1%

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 (4,2% de participação de beneficiários excluindo ASO). 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. Além disso, a versão atual da reforma tributária deve impactar positivamente a Itaúsa, uma vez que o fim dos juros sobre o capital próprio do Itaú deve reduzir o pagamento de PIS/Cofins, que representam despesas de R\$ 300-500 milhões ao ano, e são da holding a maior despesa, após despesas pessoais. Além disso, as menores alíquotas de imposto de renda gerariam maiores resultados para as investidas. Assim, mantemos nossa recomendação de Compra para a ação, que permanece com um desconto atraente para o 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

Recentemente elevamos a Suzano à Top Pick do setor visto o momento turbulento no Brasil, que deve continuar a pressionar o Real, e vemos a empresa como uma boa posição de hedge, além do atraente desconto no valuation. A Suzano se beneficia de um real mais fraco, e estimamos que a cada R\$ 0,10 de depreciação, teremos um incremento no EBITDA de R\$ 520 milhões (+3%). Além disso, continuamos a ver bons fundamentos no mercado de celulose a curto prazo, com a demanda para papel continuando forte e uma recuperação dos preços na China, enquanto os estoques nas mãos dos produtores de papel parecem baixos, e devem aumentar conforme a demanda por papel se torne mais forte. Quanto aos resultados do 3T21, a Suzano superou as estimativas do consenso ao reportar EBITDA recorde em cerca de R\$ 6,3 bilhões. Além disso, o conselho aprovou o projeto de celulose do Cerrado, aumentando a capacidade para 2,55 milhões de toneladas com capex industrial mantido em R\$ 14,7 bilhões.

## 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 nos preços agrícolas. Principais riscos: i) concorrência da Heineken, e ii) atraso na recuperação do consumo de produtos de margens mais altas.

## Embraer

Em meados de dezembro a Embraer anunciou o M&A de sua subsidiária, Eve, com a Zanite SPAC, como era aguardado. A transação que levará à listagem da Eve na NYSE ajudará no desenvolvimento de seu modelo eVTOL (aeronave elétrica de pouso e decolagem vertical). Até o anúncio em dezembro, a Eve contava com pedidos de 17 clientes, resultando em um pipeline superior a 1.700 aeronaves, e que contribui para a redução do risco de execução da Eve, que deve entregar seu primeiro eVTOL 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. Assim com o guidance revisado e a incorporação do 3T21 aos modelos, revisamos para cima o preço-alvo da Embraer para R\$ 37,00. Olhando à frente, a Embraer divulgou 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

Continuamos otimistas com a Vale, e temos projeção de preço do minério de ferro de 2022/23/24 para US\$ 100/80/80. Recentemente vimos o preço do minério passar por uma significativa queda, impulsionada por dados mais fracos vindos da China, oferta sazonalmente mais forte de minério e preocupações com a incorporadora chinesa Evergrande (o mercado imobiliário é responsável por cerca de 35% do consumo de aço da China). No entanto, em dezembro a recuperação para o minério, que voltou acima dos US\$ 120/tonelada ajudou o setor. Calculamos que as ações da Vale refletem os preços do minério de ferro em cerca de US\$ 60/tonelada na perpetuidade, começando em 2022 (contra os níveis spot de cerca de US\$ 120/tonelada e nossa estimativa de 2022 de US\$ 100/tonelada). Mesmo sob uma estimativa de minério de ferro em US\$ 90 para 2022 e câmbio atual, a Vale geraria US\$ 20 bilhões em EBITDA e US\$ 7 bilhões em FCF (fluxo de caixa livre), negociando a 4,9x EV/EBITDA 2022 com um rendimento FCF de 9%. Dito isso, continuamos otimistas com as ações de Mineração & Siderurgia, apesar de a Vale refletir atualmente um cenário de preço muito pessimista. No 3T21 os números vieram em linha com o que esperávamos com impactos da volatilidade no preço do minério. Entretanto um novo programa de recompra de cerca de US\$ 2,6 bilhões foi anunciado e reforça nossa opinião de que a remuneração para o acionista permanecerá saudável (prevemos cerca de US\$ 9 bilhões em 2022).

## 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 ver mais do mesmo no 4T21, com as vendas agora amplamente normalizadas (e a administração relatando que a forte tendência do 3T continuou no 4T, com vendas totais no Dia das Crianças aumentando 35%) e a pressão sobre a margem bruta deve diminuir. O bom progresso continua a ser feito em outras frentes, com crescimento de 8% da receita online, 45% dos pedidos de comércio eletrônico sendo entregues em 48 horas e um aumento de 40% na base de usuários ativos online. Mantemos nossa visão positiva sobre as ações, negociando com múltiplo P/L que consideramos atraente no contexto de CAGR (taxa média de crescimento anual) de cerca de 20% no período de 2022-25. 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. Embora o risco da crise hídrica ainda seja algo relevante a ser monitorado no curto prazo, 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. Embora ainda não tenhamos todas as informações necessárias para realizar uma análise completa, a evidência inicial aponta para um acordo justo para os minoritários da CESP. A proposta ainda precisa ser avaliada por um comitê independente (provavelmente a ser publicada até janeiro de 2022), seguida pela assembleia de acionistas para votar a transação em março de 2022.

## 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. 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.

**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 CCR S.A e Unidas S.A.

A Ágora CTVM está participando como distribuidora nas ofertas públicas das seguintes empresas: 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., 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., 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 Óleo e Gás 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).