



# Carteira Ibovespa+

Fernando A. Hadba, CFA, FRM - Estrategista Pessoa Física  
30 de junho de 2021

## DESCRIÇÃO

Esta carteira é recomendada para quem quer investir em **empresas de médio e grande porte com alto potencial de lucros**, sem se desvencilhar da composição setorial do índice Ibovespa. Ela conta com o Serviço de Rebalanceamento Mensal da Santander Corretora em que ao contratar o serviço, a sua carteira de ativos será rebalanceada sem que você precise comprar e vender as ações de seu portfólio. [Saiba mais.](#)

## OBJETIVO

O objetivo desta carteira é **superar o índice Ibovespa a longo prazo**. Para isso, o estrategista faz uma criteriosa análise fundamentalista que busca maximizar o ganho de capital e retorno com dividendos e aluguel de ações. As alterações podem ser feitas a qualquer momento, o que permite mais flexibilidade às recomendações.

## PERFIL DO INVESTIDOR

CONSERVADOR

MODERADO

**BALANCEADO**

ARROJADO

AGRESSIVO

## VANTAGENS

**Simplificação:** exposição a um grupo reduzido de companhias com boas perspectivas futuras e sólido histórico de entrega de resultados, sem a necessidade de replicar todas as ações do Ibovespa.

**Assessoria constante:** o dinamismo da economia faz com que as ações ganhem ou percam relevância ao longo do tempo. Acompanhamos os resultados

operacionais de cada empresa para garantir alocações apropriadas e uma boa performance da Carteira.

**Liquidez:** mesmo sendo um investimento recomendado para longo prazo, se o investidor precisar se desfazer destas ações ele poderá vendê-las na Bolsa de valores diariamente a qualquer momento do pregão.



### ACOMPANHAMENTO DA CARTEIRA

#### RENTABILIDADES<sup>1</sup>

Período	Carteira	IBOV
Junho	+0,15%	-0,99%
2021	+5,78%	+6,45%
12 meses	+19,32%	+31,74%
24 meses	-10,51%	+24,68%
Desde o Início	+94,68%	+87,81%

#### DESTAQUE DE JUNHO

PETR3	+11,43%
-------	---------

#### ESTATÍSTICAS

Início da Carteira	01/01/2011
Meses com performance superior ao Benchmark (IBOV)	72 de 125 (57,6%)

#### CLASSIFICAÇÃO DE RISCO<sup>2</sup>

Beta	1,01
------	------

<sup>1</sup> A rentabilidade da Carteira e do seu respectivo benchmark são calculados através do preço médio das ações do primeiro dia útil após a publicação do relatório, e não pelo preço de fechamento do dia anterior.  
<sup>2</sup> Referente aos últimos 12 meses. Glossário na penúltima página deste relatório. Fonte: Santander.

### RECOMENDAÇÃO PARA JULHO

Empresa	Setor	Código	Percentual Recomendado	Preço <sup>1</sup>	Preço-Alvo <sup>2</sup> 2021	Div. Yield Estimado 2021
B3	Instituições Financeiras	B3SA3	8%	R\$ 16,75	R\$ 24,66	7,70%
Bradesco	Instituições Financeiras	BBDC4	10%	R\$ 25,93	R\$ 32,00	4,64%
BR Distribuidora	Óleo & Gás	BRDT3	10%	R\$ 26,42	R\$ 33,00	5,39%
BTG Pactual	Instituições Financeiras	BPAC11	10%	R\$ 121,23	R\$ 127,00	1,74%
Multiplan	Shopping Centers	MULT3	9%	R\$ 23,08	R\$ 31,80	1,16%
Petrobras	Óleo & Gás	PETR3	10%	R\$ 30,10	Em Revisão	2,80%
Rede D'Or	Saude	RDOR3	10%	R\$ 68,25	R\$ 86,60	0,30%
Suzano	Papel & Celulose	SUZB3	10%	R\$ 60,01	R\$ 95,00*	3,14%
Totvs	Tecnologia	TOTS3	10%	R\$ 37,25	Em Revisão	0,61%
Vale	Siderurgia & Mineração	VALE3	13%	R\$ 113,23	R\$ 120,00	9,94%

(1) Preço médio do dia 30/06/2021. Para fins de cálculo da rentabilidade da Carteira e do seu respectivo benchmark, os mesmos serão calculados através do preço médio das ações do primeiro dia útil após a publicação do relatório, e não pelo preço de fechamento do dia anterior. (2) Preço-alvo com \* é referente ao ano de 2022. Fonte: Santander.



## O QUE MUDOU ESTE MÊS?

### ALTERAÇÕES DE PESO

■ Estamos alterando o peso de duas ações da Carteira Ibovespa+ sendo elas:

MULT3 reduzimos de 10% para 9%

VALE3 aumentamos de 12% para 13%



## AÇÕES MANTIDAS NA CARTEIRA IBOVSPA+

### B3 (B3SA3)

- Atualmente a B3 é a maior bolsa de valores da América Latina em valor de mercado, e a principal bolsa brasileira. Com uma capitalização de mercado (somando as empresas listadas) de mais de US\$ 900 bilhões, a B3 conta com aproximadamente 340 companhias listadas. Entre as diversas mudanças ao longo de mais de um século de atuação, destacamos: (i) em 1935, quando foi rebatizada como Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa); (ii) em 2007, quando ocorreu o IPO da Bovespa; (iii) em 2008, quando se fundiu à Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), passando a ser chamada BM&F Bovespa; (iv) em 2017, quando foi rebatizada para B3, após a fusão com a Cetip.
- Vemos a B3 negociando a uma *valuation* razoável de 17,1x P/L para 2021E, em linha com os pares globais. Nossa perspectiva para este ano é de que o volume diário médio siga em alta - estimamos volume diário médio em R\$33 bilhões em 2021, aumentando 12% aa e impulsionando a receita – o que, combinado com o bom histórico de entrega de resultados e desenvolvimento de novos produtos, justifica um nível de *avaliação* elevado.
- No 1T21, o lucro líquido não recorrente foi de R\$ 1,25 bilhão (+22,5% aa) e o EBITDA não recorrente registrou alta de 24% aa. A frente de *Listed* listado continua desempenhando um papel importante para as receitas da B3. A alta neste segmento foi 25,7% aa, um total de R\$ 1,893 bilhão. Apesar do aumento da taxa de juros, o ingresso de investidores pessoa física bateu novos recordes. No último trimestre, a alta foi de 10% aa, totalizando 3,687 milhões de investidores. Do lado negativo, as despesas aumentaram 10,6% aa, para R\$ 661,2 milhões.
- Acreditamos que os mercados de capitais podem continuar a apoiar os volumes diários. Espera-se que a série de IPOs e *secundárias* de 2020 continue ao longo de 2021 como foram no primeiro trimestre do ano.
- A forte reação dos preços a uma possível concorrência pareceu exagerada e por isso optamos por manter a carteira em nosso portfólio.
- **Direcionadores:** (i) implementação de novos produtos (entre eles o Contrato de Opção de Copom, Letra Financeira Garantida, plataforma de seguros, plataforma de energia e imobiliária); (ii) evolução positiva dos volumes diários; e (iii) crescente popularidade do tema de investimentos em renda variável no Brasil.
- **Riscos:** (i) risco de concorrência em ações e renda fixa; (ii) lançamento da CRT4 (plataforma de renda fixa de bancos de médio porte); (iii) discussão judicial sobre o reconhecimento de benefícios fiscais na amortização de ágios; (iv) reforma tributária e seu potencial impacto nos juros sobre o capital; e (v) mudanças regulatórias.

### Bradesco (BBDC4)

- Com um preço-alvo de R\$ 32,00 para o fim de 2021, o Bradesco se configura como a nossa principal recomendação (*top pick*) dentre as ações de Bancos. Uma combinação de: (i) melhor execução potencial em despesas com vendas & administrativas (esperamos uma redução de 2% a.a. em 2021), (ii) maior pagador de dividendos em 2021 entre os grandes bancos (rendimento esperado de ~10%), (iii) alto retorno potencial (~20% em relação ao preço-alvo) e (iv) alto valor (7% do valor de mercado) em provisões excedentes, criaram o ambiente certo para definir o Bradesco como nossa principal recomendação para os grandes bancos brasileiros.
- O Bradesco apresentou resultados positivos para o 1T21, com lucro líquido de R\$ 6,5 bilhões, +73,6% a.a., 3,7% acima das nossas estimativas e 7,3 % acima do consenso. A reversão de provisões foi de 41,8% aa, em R\$ 3,907 bilhões, e influenciaram positivamente o resultado, assim como as despesas operacionais (-4,7% a.a.). As reduções de custo ficaram abaixo do esperado, apesar do grande fechamento de agências. Do lado negativo, as margens menores de juros e tarifas parecem ser a nova tendência para os bancos, dado a mudança introduzida com os serviços digitais gratuitos (e.g.: PIX).
- **Direcionadores:** (i) decisões favoráveis ao setor em projetos relacionados a tributação e taxas de juros atualmente em discussão no Congresso; e (ii) uma retomada da economia mais rápida que o esperado.
- **Riscos:** (i) ameaças tecnológicas – “fuga” dos bancos tradicionais - devido ao risco dos bancos digitais e das *fintechs*; (ii) desaceleração econômica mais pronunciada que o antecipado, com efeitos aparentes nos índices de inadimplência do banco; e (iii) maior exposição (em relação aos seus pares) aos setores impactados pela pandemia do Covid-19 (Bradesco Saúde).

### BR Distribuidora (BRDT3)

- A BR Distribuidora é líder no setor de distribuição de combustíveis no Brasil e está presente com mais de 8.000 postos de serviço em todo território nacional. Seu portfólio inclui desde combustíveis derivados de petróleo a produtos químicos.
- A BRDT apresentou bons resultados no 1T21 com EBITDA ajustado/m<sup>3</sup> de R\$ 130/m<sup>3</sup>, 24% acima da nossa estimativa e 18% acima do consenso. Isso implica em uma margem EBITDA recorrente de ~R\$ 110/m<sup>3</sup>, acima de nossas expectativas iniciais pós-privatização (embora com uma contribuição de mix positiva no 1T21). BRDT também forneceu detalhes adicionais úteis sobre (i) sua estratégia de portfólio no futuro e (ii)

iniciativas adicionais de melhoria de margem, que devem permitir resultados mais sólidos no futuro.

- A diversificação do portfólio e o corte contínuo de custos continuam sendo os principais motivadores para a melhoria adicional da margem. O BRDT deu detalhes adicionais sobre sua estratégia no futuro, que inclui (i) explorar novas oportunidades de crescimento alinhadas com a transição de energia e (ii) caminhos adicionais para melhorar a margem bruta e EBITDA (por exemplo, por meio de cortes de custos de ~ R\$ 450 milhões e melhor *sourcing*/precificação que pode melhorar o lucro bruto em R\$ 100 milhões).
- Em função do resultado positivo no 1T21 e das perspectivas para os próximos meses, nossos analistas revisaram recentemente o preço-alvo de BRDT, elevando de R\$ 29,00 para R\$ 33,00. Além de ser a *Top Pick* do setor.
- **Direcionadores:** (i) novo CEO com larga experiência no mercado de energia; (ii) crescimento da operação de varejo com a JV com a Lojas Americanas; (iii) retomada econômica no quarto trimestre e melhora na venda de combustíveis; (iv) política de corte de custos e orçamento base zero da empresa; e (v) desregulamentação do mercado de gás no Brasil.
- **Riscos:** (i) venda da posição restante da Petrobras; (ii) grandes variações da taxa de câmbio entre compra e venda dos produtos; e (iii) política de preço dos combustíveis no Brasil que indiretamente pode afetar a empresa.

## BTG Pactual (BPAC11)

- Fundado em 1983, o Banco BTG Pactual é um banco de investimento e gestor de ativos e fortunas, com posição de destaque no mercado local e uma estabelecida plataforma internacional de investimentos e distribuição, sendo organizado nas seguintes áreas de negócios: (i) Investment Banking; (ii) Corporate Lending; (iii) Sales & Trading; (iv) Asset Management; (v) Wealth Management; e (iv) Participações societárias minoritárias em certos grupos econômicos, no mercado brasileiro e internacional.
- Entre os bancos da nossa cobertura, o BTG foi o menos afetado pela pandemia da Covid-19 (lucro cresceu 6% em 2020 vs. queda média de 22% para os grandes bancos privados). A maior parte do impacto que vimos nos grandes bancos até agora veio do aumento nas despesas com provisões. No caso do BTG, que é menos dependente da receita de empréstimos e sua carteira consiste principalmente nos poucos segmentos de crédito que até agora não estão sofrendo um grande golpe (grandes empresas e empresas de médio porte), os resultados não foram tão prejudicados.
- Além disso, mesmo com o BTG fornecendo cada vez mais dados sobre suas iniciativas digitais, acreditamos que o mercado ainda não tenha todos os detalhes necessários para realizar uma avaliação precisa e, portanto, acreditamos que esse potencial não esteja totalmente precificado nas atuais cotações. Em nossos cálculos, o BTG Digital pode valer R\$ 26 bilhões, ou ~36% do valor de mercado do BTG atualmente. Em linhas gerais, nosso preço-alvo de R\$ 127,00 para o final de 2021 é guiado pela nossa visão otimista de que o BTG pode ser um dos primeiros bancos a capturar uma recuperação da economia brasileira.
- **Direcionadores:** (i) próximos resultados trimestrais; (ii) implementação e maiores informações sobre as estratégias digitais; e (iii) uma recuperação econômica ocorrendo mais rapidamente do que o esperado no Brasil, elevando as atividades no mercado de capitais.
- **Riscos:** (i) execução é o principal risco a ser monitorado nas histórias digitais, já que grande parte da avaliação reside no longo prazo, quando o crescimento deverá se tornar exponencial e a monetização deverá florescer; (ii) risco regulatório e de concorrência, já que a chamada agenda "BC #" do Banco Central tem fomentado um ambiente favorável para as *fintechs*, potencialmente trazendo concorrência para os bancos tradicionais; e (iii) ambiente econômico desfavorável, provocando adiamentos ou cancelamentos de transações do mercado de capitais, afetando a receita de banco de investimento.

## Multiplan (MULT3)

- Multiplan é uma das maiores empresas de *shoppings* brasileiros. A empresa possui unidades nos estados RJ, MG, SP, RS, PR AL e DF.
- Multiplan tem recomendação de "Compra" pelos nossos analistas, com preço-alvo de R\$31,80 para o final de 2021. A normalização do comércio e o fim dos *fechamentos forçados* são os principais catalisadores das ações. Adicionalmente, optamos por este ator com mais experiência e menor risco do mercado de *shoppings*.
- Temos uma visão positiva com relação às iniciativas da Multiplan durante a pandemia de COVID-19. A transformação digital da empresa consiste em três pilares principais: (i) Aplicativo MULTI, por meio do qual a Multiplan pode de se comunicar com seus consumidores finais e oferecer conveniência como *e-shopping*; (ii) MultiVC, programa de fidelidade que deve trazer recorrência, retenção e geração de dados; e (iii) MINDFuL, uma iniciativa que permitirá à Multiplan tomar decisões comerciais e de *marketing* mais eficazes e, ao mesmo tempo, alavancar a experiência dos consumidores e as vendas dos lojistas. Também avaliamos como positiva a iniciativa de investimento em *start-ups*, como a Startplan (*hub* com o objetivo de avaliar possíveis *startups* que possam representar riscos ou oportunidades para o negócio) e o MultLab (laboratório interno de inovação).
- Em uma recente conversa com o Diretor de Planejamento, Hans Melchers, e a Gerente de RI, Clarissa Couri, destacamos alguns pontos positivos como: i) a demanda forte dos lojistas por *shoppings* da Multiplan permanece, refletindo a demanda cativa por espaço de alta qualidade; ii)

projetos de expansões e projetos multiuso, com o objetivo de alavancar os *shoppings* da rede e iii) no médio prazo, também esperamos projetos *greenfields*.

- O projeto de reforma tributária como atualmente escrito e em tramitação na Câmara dos Deputados pode afetar a organização das empresas de shopping centers porque altera o regime de lucro presumido e e pode reduzir a lucratividade dos empreendimentos.
- Como esperado, outra rodada de *lockdowns* fez com que a Multiplan reportasse resultados fracos no 1T21. O principal destaque negativo foi o forte aumento da inadimplência, que atingiu 11% vs. 5,8% no 4T20. Ainda assim, acreditamos que parte desta deterioração já foi antecipada pelo mercado e, portanto, estimamos uma reação ligeiramente negativa da ação no curto prazo. Olhando para o futuro, 100% dos *shoppings* da Multiplan estarão abertos (até meados de abril), operando a 77% do horário regular (vs. a média de 26,1% em março), o que deve resultar em um 2T21 mais positivo. Reiteramos nossa recomendação de “compra” para Multiplan, uma vez que o aumento da vacinação durante o 2S21 deve levar a uma recuperação do setor mais rápida do que o previsto nos próximos trimestres.
- A Multiplan adotou uma abordagem caso a caso ao lidar com descontos para locatários, o que explica parcialmente a diferença de 7% entre os números reportados e as nossas estimativas. A empresa arrecadou 79,3% das receitas de locação observadas durante 1T21 vs. 1T20, o que fez com que os custos de ocupação aumentassem 60bps vs. média histórica e 1T20. Vale ressaltar também que as receitas de locação do VillageMall e do BarraShopping aumentaram impressionantes 29,7% e 11,5% a.a., respectivamente, visto que operaram 90,1% do horário normal no 1T21, em média. Além disso, essas unidades já entregaram receitas de aluguel acima do nível apresentado no 1T19.
- **Direcionadores:** (i) reabertura e progresso das vacinações; (ii) adaptação dos *shoppings* as novas realidades omnicanal; e (iii) investimento em soluções tecnológicas e em *startups*.
- **Riscos:** (i) os fechamentos forçados se estenderem ao terceiro trimestre do ano; (ii) anúncio de novas irregularidades ou erros contábeis; (iii) aumento da concorrência no setor de *shoppings* com os de *e-commerce*; (iv) perda do poder aquisitivo dos consumidores e ciclos econômicos desfavoráveis; e (v) projeto de reforma tributária em tramitação no Congresso Nacional.

## Petrobras (PETR3)

- Acreditamos que as capacidades de produção e exploração da empresa, lideradas por seus ativos de alta qualidade do pré-sal, permanecerão em vigor, apesar das incertezas no Conselho Administrativo. Além disso, nossos analistas recentemente elevaram a recomendação das ações de Petrobras de “Abaixo de Mercado” para “Manutenção”, aumentando o preço-alvo da ação de R\$ 21,00 para R\$ 28,00 para o fim de 2021.
- Segundo as nossas estimativas, o rendimento do Fluxo de Caixa Livre (FCL) da Petrobras para 2021E deve aproximar-se dos 23%, impulsionado por: (i) crescimento sólido e rentável da produção (CAGR de ~4% entre 2020-25E); (ii) melhora do ROCE (retorno sobre capital empregado) impulsionado pelo foco da Petrobras em suas operações do pré-sal; (iii) vendas de ativos que estão avançando (embora em um ritmo mais lento em função da COVID-19); e (iv) desalavancagem contínua, que deve ser traduzida em um maior rendimento de dividendos em 2023. Embora prevemos uma maior volatilidade das ações no curto prazo, a combinação dos fatores acima e a avaliação atraente de 3,5x EV/EBITDA 2021E (um desconto de 30% em relação à sua média histórica e um desconto de 28% em relação aos maiores pares globais) nos permite manter as ações da Petrobras na Carteira.
- Petrobras reportou resultado sólido no 1T21, em linha com nossas estimativas. O EBITDA de US\$ 8,7 bilhões (+3% aa e +34% tt) foi impulsionado pelos fortes preços do Brent no trimestre e um perfil de produção lucrativo contínuo. Relativo aos números de produção de petróleo doméstico foram 2,2MMbpd que, embora impactado negativamente por desinvestimentos em base anual, mostrou (i) uma recuperação de 3% no trimestre devido a menos interrupções e aumento da produtividade da plataforma P-70 e (ii) continuidade do perfil de produção lucrativo, com o pré-sal representando 69% da produção nacional de petróleo. Esperamos que o *mix* de produção do pré-sal continue crescendo em 2021, favorecido por desinvestimentos e aumento da produtividade de novas plataformas do pré-sal, ajudando também a reduzir os custos de extração consolidados.
- Embora algum tempo tenha se passado desde as mudanças na alta administração e no Conselho de Administração as incertezas ainda permanecem e precisam ser monitoradas em torno da política de preços de combustível da empresa. Dito isso, ainda vemos a Petrobras gerando um rendimento FCL de 22% para 2022, enquanto negociando a 3,7x EV/EBITDA 2022E.
- **Direcionadores:** (i) preços do petróleo acima do esperado; (ii) maior aderência ao mecanismo de precificação de combustíveis doméstico; (iii) maior crescimento da produção; e (iv) venda de ativos não essenciais.
- **Riscos:** (i) preços do petróleo abaixo do esperado; (ii) falta de aderência ao mecanismo de precificação de combustíveis doméstico; (iii) menor crescimento da produção; (iv) falta de disciplina financeira; e (v) ingerência política.

## Rede D'Or (RDOR3)

- Com histórico de aproximadamente meio século, a Rede D'Or é hoje a maior rede integrada de hospitais privados e cuidados em saúde no Brasil. Sua origem remonta ao Rio de Janeiro, com a fundação do Grupo Labs. A década de 90 foi marcada pela implementação do conceito “todos os exames em um só local” e no ano de 1998 foi inaugurado o primeiro hospital da Rede D'Or — o Hospital Barra D'Or. A partir de 2011 se deu a expansão em outros estados do Brasil, atingindo a presença em nove estados no ano de 2021. A companhia é referência em qualidade técnica e conta com 51 hospitais próprios, 1 hospital administrado e 39 clínicas oncológicas. Notamos que dentro do mercado atual, a RDOR possui espaço considerável para aumentar seu *market share*, especialmente em São Paulo, dada sua participação relativamente baixa de 9%.
- O grande diferencial da RDOR é a sua expansão através de M&As. A empresa aproveitou a fragmentação do mercado para ser uma grande consolidadora, tendo adquirido 39 hospitais de 2007 até o 3T20. Além de dar continuidade à estratégia de aquisições, a empresa possui um robusto plano de crescimento orgânico, com 11 novos hospitais sendo construídos até 2024 e 21 projetos de expansão dos hospitais atuais.
- Em termos setoriais, acreditamos que o mercado de hospitais privados no Brasil tem sólidos fundamentos de crescimento, dada: (i) a tendência de envelhecimento secular da população (2019–40E CAGR de 3,4%) e impacto significativo na demanda por internações; (ii) penetração baixa dos planos médicos no Brasil (apenas 22% da população); e (iii) serviços públicos de saúde de baixa qualidade. Além disso, o mercado de hospitais privados é altamente fragmentado (os três principais participantes representam cerca de 9% dos leitos privados, excluindo aqueles ligados ao sistema público), em uma indústria onde a escala é importante.
- Vemos a RDOR3 como comparativamente melhor posicionada para capitalizar sobre este setor, indo além do mercado hospitalar e avançando em serviços complementares (por exemplo, diagnósticos, tratamento oncológico, educação, ensaios clínicos e distribuição de medicamentos), considerando a sua: (i) liderança indiscutível (três vezes maior que o segundo maior competidor em termos de leitos); (ii) marcas *premium*; (iii) histórico comprovado em M&A, crescimento orgânico e eficiência; e (iv) Administração reconhecida pelo mercado. Vemos o nível de *valuation* alto (P/L de 63x e 41x para 2021E e 2022E, respectivamente) como merecido devido ao seu potencial de crescimento (lucro por ação deve crescer 39% ao ano, em média, entre 2021E–25), posicionamento e resiliência de negócios.
- Excluindo grupos médicos verticalizados, estimamos a participação da RDOR nas despesas médicas das operadoras em 11% em 2019, o que poderia aumentar para 27,5% em 2030E se a inflação médica desacelerar para 9,5% (vs. 13% entre 2016–19) e os beneficiários crescerem 2,3% ao ano.
- Em maio, a RDOR anunciou o acordo com a Amil para ampliar sua relação comercial por meio do credenciamento (ou ampliação) de 20 hospitais dos estados de São Paulo e Rio de Janeiro, e da União Federal Distrito. Como resultado, 1,3 milhão de beneficiários adicionais da Amil (~45% do total ou ~55% de seus usuários nos três mercados) terão acesso à RDOR. A Amil é a segunda maior operadora não verticalizada com 2,9 milhões de beneficiários, mas representa menos de 10% da receita da RDOR, enquanto a Sul América com 2,4 milhões representa 19%. Estimamos a receita bruta e o potencial de lucro para RDOR dos 1,3 milhão de usuários adicionais em até R\$ 1,3 bilhão e R\$ 224 milhões, respectivamente, ou 5,5% e 10% de nossas estimativas para 2021.
- A recente oferta subsequente de ações (*follow-on*) apreçou RDOR em R\$ 71,00/ação, movimentando um total de R\$ 4,88 bilhões (somando as ofertas primária e secundária). Deste valor, R\$ 1,78 bilhão serão destinados a três frentes: expansão de suas unidades já existentes através de projetos *greenfield* e *brownfield*, construção de novos hospitais e também para aquisições de novos ativos.
- Os resultados da RDOR no 1T21 foram fortes e acima das nossas estimativas. O EBITDA ajustado e lucro líquido ficaram 10% e 37% acima do esperado, crescendo 95% e 255% aa, respectivamente. A recuperação da demanda experimentada desde setembro continuou forte no 1T21, levando à ativação no trimestre de 644 leitos organicamente (+ 9% tt) e a maior taxa de ocupação média desde o 2T19, de 79,5% (77,6% no 4T20 e 69,7% no 1T20). A empresa observou que estes fortes indicadores operacionais se mantiveram apesar da diminuição das hospitalizações por COVID-19 devido ao aumento de outras patologias. Como resultado da alta alavancagem operacional do negócio, a margem EBITDA ajustada foi impulsionada pela forte receita líquida, atingindo 28,2% (+7,5 p.p. aa; +0,8 p.p. tt). Observamos que as despesas financeiras atingiram aproximadamente R\$ 100 milhões (16% da receita líquida; vs. nossos -R\$ 168 milhões) devido ao impacto da marcação a mercado da Qualicorp em relação à participação adicional de 12,3% no 1T21, que terminará no 2T21 dado o pleno reconhecimento dessa participação na equivalência patrimonial. Por fim, observamos que o lucro líquido foi beneficiado por uma menor alíquota de imposto de renda de 15% (vs. 30% no 1T20 e nossos 17%) sobre os juros sobre capital próprio.
- **Direcionadores:** (i) execução de M&A em um mercado fragmentado; (ii) mercado em crescimento, sustentado pela retomada do crescimento dos planos de saúde e pelo aumento da demanda por hospitalizações com o envelhecimento da população; (iii) plano ambicioso de crescimento orgânico, com 4.650 novos leitos operacionais até 2025; e (iv) aprovação da segunda fase da Reforma Tributária (Projeto de Lei 2337/2021), favorecendo ações de crescimento.
- **Riscos:** (i) o crescimento futuro da empresa é altamente dependente de M&A, o que pode acarretar riscos associados, tais como competição por ativos, escassez de alvos viáveis, falha em aproveitar sinergias e subestimação dos custos de integração; (ii) o cenário macroeconômico no Brasil também é um risco a ser considerado, uma vez que a maior parte da receita da RDOR é gerada a partir de pacientes que possuem planos de saúde. Caso a recuperação dos empregos formais seja mais lenta do que o previsto, o mercado de planos de saúde pode ser prejudicado e, consequentemente, afetar a capacidade da empresa de manter a utilização em patamares saudáveis.

## Suzano (SUZB3)

- Devido ao nosso cenário de papel e celulose para 2022 acreditamos que Suzano pode ter uma grande geração de caixa, exposição ao dólar e possibilidades de expansões por causa da desalavancagem rápida. Suzano negocia a EV/EBITDA de 9,4x 2021. Prevemos um crescimento de 65% no EBITDA de 2021, de R\$24,5 bilhões quando comparado ao de 2020.
- Com o nosso novo cenário para o dólar americano em R\$ 5,25 para 2021 e R\$ 5,55 para o ano que vem, associado com um preço de celulose de US\$640 para 2021 e US\$610 por tonelada para 2022 a empresa terá forte geração de caixa, proteção contra a desvalorização do real nos portfólios e uma geração de caixa que desalavancue a empresa dos 4,3x dívida líquida por EBITDA de 2020 para cerca de 2x em 2021. Esta desalavancagem forte permitirá empreendimento em novos projetos que agregarão valor a empresa. Esta oportunidade de estar desalavancada ainda com o ciclo de celulose bom permitirá a empresa a aumentar sua escala. Suzano também é mais ligada a celulose que Klabin e, em função destes fatores, SUZB3 é a nossa principal recomendação (*top pick*) do setor de Papel & Celulose, com preço-alvo de R\$ 95,00 para o fim de 2022.
- No dia 12 de maio, a Suzano anunciou o "Projeto Cerrado", que consiste na construção de uma nova fábrica para produção de celulose, localizada em Ribas do Rio Pardo (MS). Com um investimento de R\$ 14,7 bilhões, a empresa estima uma capacidade produtiva anual de 2,3 milhões de toneladas de celulose, um incremento de 20% na capacidade produtiva da Suzano. O início da produção é previsto para o 1T24.
- Para o 1T21, a Suzano reportou EBITDA ajustado no 1T21 de R\$ 4,864 bilhões (+23% tt, +61% aa), um pouco abaixo de nossa estimativa/consenso em 5%/6%. Apesar do EBITDA mais fraco que o esperado, a Suzano apresentou sólidos resultados operacionais, com volume de vendas de celulose estável e custos caixa no trimestre. Observamos que os preços de celulose realizados ficaram um pouco abaixo de nossa estimativa (US\$ 532/t contra nossos US\$ 540/t), o que ainda não reflete o nível atual de preços de celulose de US\$ 779/t; portanto, esperamos que o ímpeto dos lucros acelere no 2T21. O FCL foi positivo e a alavancagem caiu para 3,9x dívida líquida/EBITDA (-0,4x tt). Além disso, a Suzano aprovou uma nova fábrica de celulose (2,3 milhões tpa de celulose de eucalipto; início do 1T2024), que vemos como geradora de valor (adicionando um VPL de R\$ 6,5/ação), embora acreditemos que levará tempo para o mercado preço.
- Recentemente, nossos analistas apresentaram o preço-alvo para SUZB3 para o final de 2022, de R\$ 36,00, reiterando recomendação de "Compra". A visão positiva advém de: (i) nossa visão positiva sobre os preços da celulose, o que poderia desbloquear uma forte geração de FCD e desalavancagem; e (ii) iniciativas de crescimento ativo: estimamos VPL do Projeto Cerrado de R\$ 7,0/ação; entretanto, o mercado pode levar algum tempo para precificar isso, em nossa visão (nosso preço-alvo assume um P/NPV de 0,5x). A Suzano atualmente é negociada a um EV/EBITDA 2022E atraente de 8,1x, com rendimento FCD de 11% (ou 20% ex-crescimento). Projetamos EBITDA 2021-22 em R\$ 25,0 bilhões e R\$ 23,1 bilhões, respectivamente.
- **Direcionadores:** (i) cenário positivo para o preço de celulose tanto para 2021 quanto para 2022; (ii) forte desalavancagem da operação o que libera caixa para novos empreendimentos que podem aumentar o crescimento da empresa; e (iii) preocupação com ESG por parte dos investidores.
- **Riscos:** (i) variação cambial além dos limites contratados de proteção pela empresa; (ii) restrições creditícias e quantitativas na China que possam impedir o bom funcionamento do mercado e atrapalhar a dinâmica de preços; (iii) anúncio de diversas entradas de capacidade no mundo; (iv) requisitos ambientais rigorosos; e (v) arrefecimento econômico global.

## Totvs (TOTS3)

- Fundada em 1983, a Totvs é uma das principais empresas de *software* no Brasil. Possui uma gama variada de produtos, de ERP à BI, com soluções para E-commerce, além serviços de consultoria e treinamentos.
- TOTVS apresentou forte conjunto de resultados no 1T21, com crescimento de receita de 20% (2,6% acima dos nossos números) e melhoria contínua de margem. EBITDA ajustado atingiu R\$ 189 milhões, um aumento de 49% aa (superando o consenso e nossas estimativas em 15%), com margem de +520 bps aa. A receita de tecnologia cresceu 11% (acelerando de 9,9% no último trimestre) com a margem de *software* atingindo 26% (+500 bps) aa. O segmento TechFin mostrou uma melhora significativa para 17,1% de crescimento de receita anual e margem EBITDA de 28,5%. O lucro líquido cresceu 31% aa. Os resultados sugerem uma recuperação "em forma de V" bem-sucedida dos produtos de crédito, receitas recorrentes rígidas, alavancagem em escala para *software* e a combinação de crescimento com lucratividade (com melhoria sequencial na métrica da "regra dos 40"). Continuamos esperando que a TOTVS ultrapasse o índice mais amplo, à medida que o mercado recompensa múltiplos SaaS e pure-Cloud. Também somos construtivos com a aquisição da RD Station e as estratégias de vendas cruzadas e crescimento liderado por produtos da TOTVS. Além disso, esperamos mais fusões e aquisições com foco em seu segmento principal e em empresas de serviços financeiros e digitais.
- Mesmo sem ter adquirido a Linx em recente disputa com a Stone, acreditamos que a Totvs continua apresentando sólidas perspectivas financeiras e continuará crescendo tanto organicamente com o lançamento de novos produtos, quanto via a aquisição de outras empresas (M&A) com soluções complementares às suas, com enfoque principalmente no segmento de Business Performance.



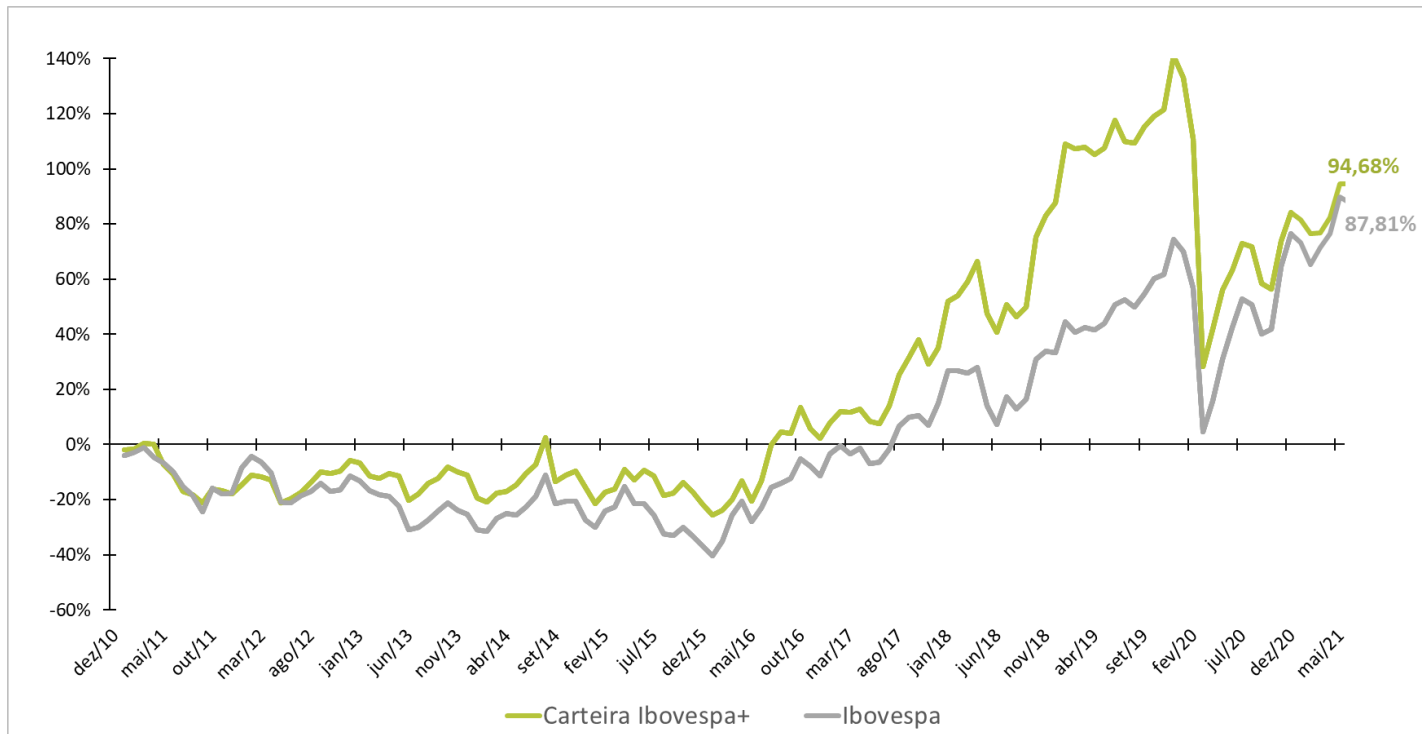
- **Direcionadores:** (i) atividades de M&A; (ii) recuperação econômica mais rápida que o esperado; (iii) uma constante reavaliação das ações, já que apesar das altas recentes, TOTS3 está sendo negociada com desconto para os pares globais de software; e (iv) parceria entre a Moddo e o Mercado Livre.
- **Riscos:** (i) concorrência mais forte do que o esperado de competidores estrangeiros; (ii) desaceleração macroeconômica prolongada, com impactos que incluem menores orçamentos de gastos com tecnologia para empresas, número de efetivo reduzido e redução de licenças de *software*; e (iii) experiência limitada em empréstimos (uma nova frente de crescimento da companhia).

## Vale (VALE3)

- Mesmo com os efeitos da pandemia do coronavírus, acreditamos que a Vale está em boa posição dentro da indústria global de minério de ferro, sua divisão mais importante. Esperamos que a demanda por minério de ferro de alta qualidade continue elevada no curto prazo, em decorrência de medidas de estímulos econômicos adotados na China, como a priorização de obras de infraestrutura, por exemplo, beneficiando a empresa devido ao incremento do projeto S11D (localizado no município de Canaã dos Carajás, no sudeste do Pará), que aumentou a oferta da *commodity* de maior qualidade da companhia.
- No dia 4 de fevereiro a Vale assinou um acordo bilionário com o Estado de Minas Gerais para reparação dos danos ambientais e sociais decorrentes do rompimento da barragem B-1, ocorrido em 25.01.2019 em Brumadinho (MG). O Acordo Global tem o valor econômico de R\$ 37,7 bilhões, contemplando projetos de reparação socioeconômica e socioambiental. Apesar do alto valor envolvido, acreditamos que o acordo celebrado melhora a visibilidade em relação aos impactos financeiros totais dos quais a empresa arcará, reduzindo a incerteza em relação ao tema.
- Para o 1T21, a Vale reportou EBITDA ajustado de US\$ 8,5 bilhões (178% a.a. e -7% t.t.), em linha com as nossas estimativas e com o consenso. No geral, a empresa apresentou sólidos resultados operacionais, com EBITDA recorde para um primeiro trimestre, uma vez que os volumes sazonalmente mais fracos foram parcialmente compensados pelos preços mais altos do metal. A Divisão de Ferrosos continua sendo o principal destaque positivo, principalmente devido aos preços mais altos do minério de ferro e prêmios de qualidade no trimestre. O Fluxo de Caixa Livre (FCL) foi forte em US\$ 5,8 bilhões (alta de 20% no trimestre), reduzindo a dívida líquida expandida, que passou de US\$ 13,3 bilhões no 4T20 para US\$ 10,7 bilhões no 1T21. Com os preços do minério de ferro persistindo nos níveis máximos e a dívida líquida expandida diminuindo para US\$ 10 bilhões, vemos potencial para dividendos mais altos no 2S21.
- Apesar do desempenho destacado no acumulado dos últimos 12 meses, somos compradores de qualquer redução no preço das ações da Vale, devido ao seu forte balanço e a sólida geração de caixa. Temos uma visão positiva dos preços do minério de ferro nos próximos anos, pois (i) vemos tendências positivas de demanda da China e (ii) as incertezas relacionadas a oferta global da *commodity* podem sustentar os preços em níveis elevados.
- Além disso, recentemente, o Conselho de Administração da Vale decidiu restabelecer a política de remuneração aos acionistas (suspensa desde janeiro de 2019). O anúncio de distribuição de dividendos (R\$ 2,17 por ação), realizado no dia 17 de junho, representa um rendimento de ~2,0%. Para nós, isso pode indicar maior confiança da empresa nas operações e a redução das incertezas nos negócios em que atua.
- Acreditamos que o nosso preço-alvo de R\$120,00/ação comparado com o preço atual é atraente para investimento na empresa, dada nossa premissa de preços de minério de ferro mais fortes por mais tempo produzindo um fluxo de caixa forte e rendimento de dividendos.
- **Direcionadores:** (i) retomada mais forte da atividade industrial na China; (ii) elevação dos preços do minério de ferro; e (iii) fechamento de um acordo para reparação dos danos em Brumadinho (MG).
- **Riscos:** (i) redução significativa na produção de aço chinesa, levando a uma queda da demanda por minério de ferro, considerando que a China representa aproximadamente metade da demanda global por esse produto; (ii) aumento significativo de passivos relativos ao rompimento da barragem de Brumadinho; (iii) rápida valorização do real, que pode aumentar os custos caixa do minério de ferro medidos em dólares; (iv) queda nos preços do níquel e cobre; e (v) adições inesperadas de capacidade pelos concorrentes.

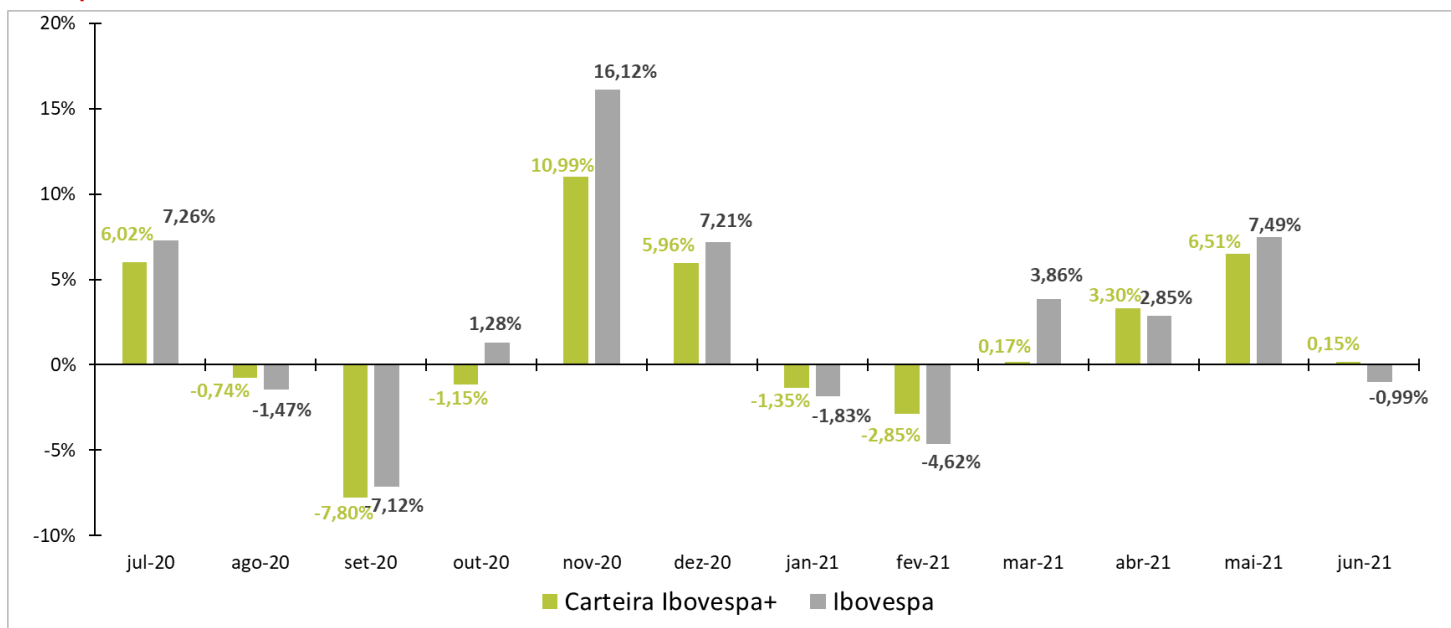


## Desempenho Acumulado



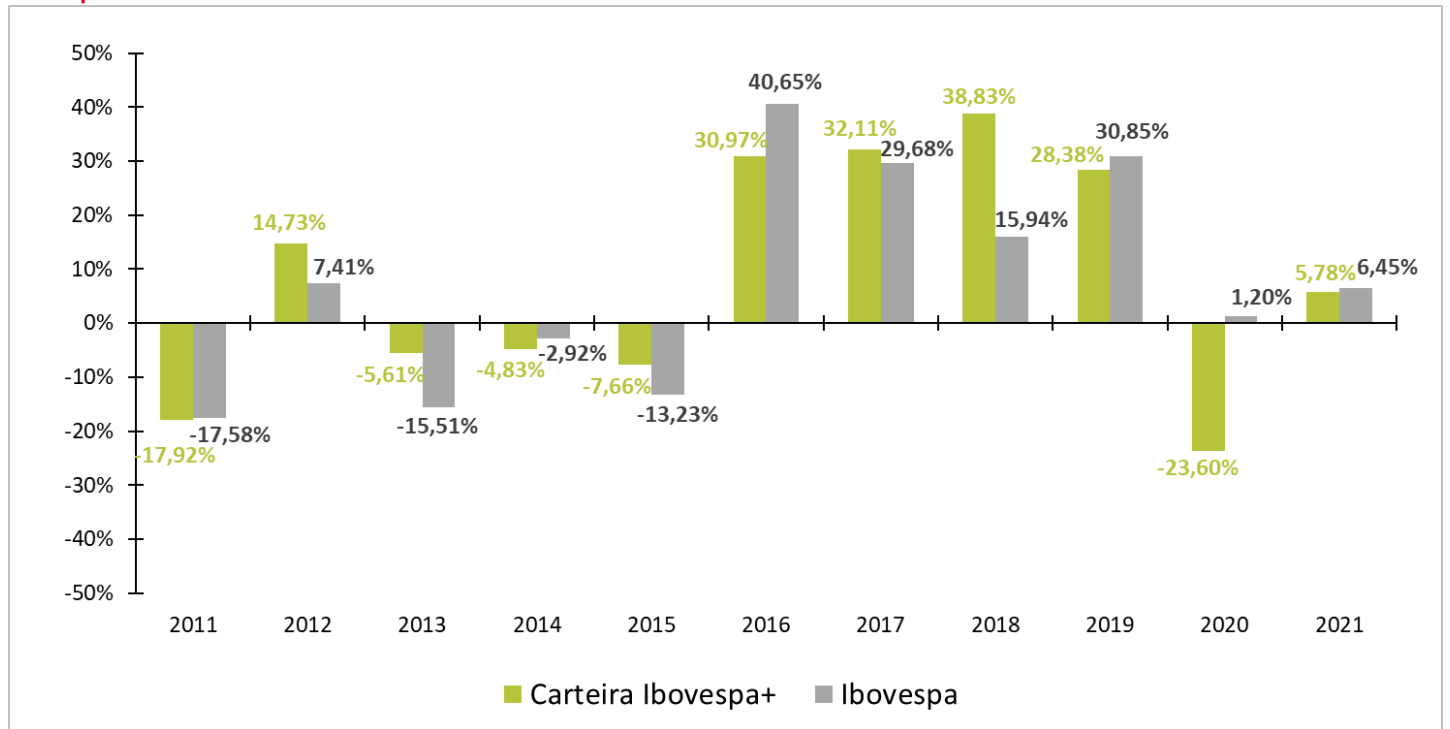
Performance acumulada desde o lançamento da Carteira Ibovespa+ de 03/01/11 até 30/06/2021. Durante o período de 01/01/2015 até 01/06/2018 a rentabilidade da Carteira e seu respectivo benchmark eram calculados através do preço médio das ações do dia de inclusão e exclusão da Carteira. A partir de 01/06/2018 a rentabilidade da Carteira e do seu respectivo benchmark serão calculados através do preço médio das ações do primeiro dia útil após a publicação do relatório, e não pelo preço de fechamento do dia anterior. Fonte: Santander.

## Desempenho Mensal



Fonte: Santander

## Desempenho Anual



Fonte: Santander

# Glossário

- **Benchmark:** índice que serve como parâmetro para comparar/avaliar um investimento. Exemplos: CDI, índice Ibovespa.
- **Beta:** Medida de sensibilidade dos retornos diários da Carteira à variação do *benchmark* (no caso da Carteira Ibovespa, o índice Ibovespa).
- **Capex (Capital Expenditure):** somatória de todos os custos relacionados à aquisição de ativos, equipamentos e instalações que visam a melhoria de um produto, serviço ou da empresa em si. São contabilizados investimentos que irão gerar algum valor futuro à companhia.
- **Dívida Líquida:** Corresponde à dívida bruta menos o caixa e equivalentes de caixa da companhia. Normalmente é associada à algum índice de alavancagem como, por exemplo, Dívida Líquida / EBITDA.
- **Dividend Yield:** apresentado em termos percentuais, calculado a partir dos dividendos esperados por ação, dividido pelo preço atual da ação. Geralmente apresentado em base anual.
- **EBITDA:** é a sigla em inglês para *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, que traduzido significa Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (LAJIDA).
- **EV/EBITDA:** o índice representa o valor da companhia (*Enterprise Value* = valor de mercado + dívida líquida) dividido pelo EBITDA. Quanto maior o EV/EBITDA, mais valorizada a companhia em tese estará, ou seja, mais “cara”.
- **Fluxo de Caixa Livre para o Acionista:** métrica do valor que pode ser distribuído aos acionistas da empresa como dividendos ou recompras de ações - depois que todas as despesas, investimentos, pagamentos de dívida e ajustes de capital de giro são atendidos.
- **Follow-on:** processo no qual uma empresa que já tem capital aberto volta ao mercado para ofertar mais ações. O *follow-on* pode ser primário (oferta de novas ações) ou secundário (venda de ações existentes).
- **Guidance:** é a informação anunciada pela empresa como indicativo ou estimativa de desempenho futuro. O *guidance* pode ser sobre receita, despesas, lucro, entre outros.
- **Preço-alvo:** É calculado através da metodologia do fluxo de caixa descontado e é utilizado para definir o potencial de valorização, ou desvalorização, da ação. Em outras palavras, serve para definir se uma ação está cara ou barata. Geralmente o preço-alvo indica uma previsão do preço da ação feito pelo analista setorial para o fim do ano corrente.
- **Preço/Lucro:** o Índice P/L é calculado utilizando o preço da ação dividido pela sua expectativa de lucro por ação para um determinado período ou ano. Quanto maior o P/L, mais valorizada a companhia em tese estará, ou seja, mais “cara”.
- **P/VPA:** Múltiplo que indica quanto os acionistas aceitam pagar, no momento, pelo patrimônio líquido da companhia. É obtido através da divisão entre o preço da ação e o seu Valor Patrimonial por Ação (VPA).
- **ROE/ROAE:** ROE é a sigla para o termo em inglês *Return on Equity*, que significa Retorno sobre o Patrimônio Líquido. É calculado pela divisão entre o lucro líquido de uma empresa e seu patrimônio líquido. Já o ROAE é calculado com a média do patrimônio líquido de um determinado período - métrica comumente utilizada por instituições financeiras.
- **ROIC:** Indicador que diz respeito ao retorno sobre o capital total investido, ou seja, o capital próprio da empresa somado ao capital de terceiros (empréstimos, financiamentos e debêntures). Para seu cálculo, divide-se o valor do lucro operacional líquido após os impostos pelo capital total investido da empresa (capital próprio + capital de terceiros).
- **Valuation:** processo de estimativa do valor de um negócio, usando modelos quantitativos para analisar sua situação financeira e perspectivas de crescimento.

## CONSULTAS, INFORMAÇÕES E TRANSAÇÕES



APLICATIVO  
SANTANDER  
CORRETORA



APLICATIVO  
SANTANDER



SANTANDER  
CORRETORA  
.COM.BR

**Central de Atendimento:** Capitais e regiões metropolitanas: **4004 3535**; Demais Localidades: **0800 702 3535**; e para pessoas com deficiência auditiva e de fala: **0800 723 5007** (das 9 às 18:30h, de segunda a sexta-feira, exceto feriados). **SAC:** Reclamações, cancelamentos e informações: **0800 762 7777**; para pessoas com deficiência auditiva ou de fala: **0800 771 0401**; No exterior, ligue a cobrar para: **+55 11 3012 3336** (atendimento 24h por dia, todos os dias). **Ouvidoria:** Se não ficar satisfeito com a solução apresentada: **0800 726 0322**; para pessoas com deficiência auditiva ou de fala: **0800 771 0301** (disponível das 8h às 20h, de segunda a sexta-feira exceto feriados).

O presente relatório foi preparado pela Santander Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S/A. e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários). Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão, veracidade das informações aqui contidas. Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos.

As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equivocadas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem. Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem nossa opinião na data de sua emissão e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório.

O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 20").

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

A fim de atender à exigência regulatória prevista na Resolução CVM 20, segue declaração do analista:

Eu, Fernando Antonio Hadba, analista de valores mobiliários credenciado nos termos da Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritor e responsável por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander, em relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaro que as recomendações refletem única e exclusivamente a minha opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estou vinculado, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaro o que segue:

- Têm interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.
- Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.
- Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) objeto do presente relatório de análise.
- Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.
- Prestaram, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander.

Este relatório foi preparado pelo analista responsável do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso.

Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro.

Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.

