



Carteira Recomendada de Ações

Janeiro/2020

Carteira Recomendada de Ações

Objetivo da Carteira

A carteira tem como objetivo capturar as melhores oportunidades e performances do mercado de ações sugerindo cerca de 10 papéis a cada mês. O processo de seleção dos ativos é realizado pelo time de estrategistas do Research do Banco BTG Pactual, com base em uma análise conjunta ao time de analistas, sem considerar necessariamente índices de referência ou liquidez.

Pontos Principais

Retomada da atividade econômica será o principal *driver* de força para os mercados em 2020

Esperamos que as ações brasileiras continuem em sua tendência de alta em 2020, depois de um forte desempenho por quatro anos consecutivos – o Ibovespa subiu 159% em BRL de 2016 a 2019 (149% em USD). Porém, apesar desse forte desempenho, calculamos que a próxima etapa do rali está apenas começando e será impulsionada por uma recuperação econômica mais rápida – projetamos um crescimento de 2,5% para o PIB do Brasil em 2020.

Nossa carteira continua exposta basicamente às empresas líquidas e de alta qualidade que se beneficiam diretamente da retomada do crescimento econômico do Brasil e de uma redução das taxas de juros reais de longo prazo. Companhias relacionadas ao setor de consumo, infraestrutura e imobiliário devem continuar com um bom desempenho em 2020, considerando que a demanda por crédito aumente, que a taxa de desemprego caia e que as taxas de juros permaneçam baixas. Nosso portfólio ganha exposição em ações relacionadas ao consumidor via Renner e Localiza e, no lado da infraestrutura/imobiliário, temos Rumo, Gerdau e BR Properties. Mantemos baixa exposição a exportadores de commodities (via JBS).

Alterações para o mês – adicionamos PETR4 e BBAS3

Para o mês de janeiro, estamos adicionando Petrobras (**PETR4**) no lugar de CPFL. Em 2020, esperamos que a gigante petroleira permaneça focada no segmento de extração e produção (E&P), na venda de ativos não essenciais e em reduzir a alavancagem – a companhia planeja vender cerca de 50% da capacidade de refino do Brasil, com potencial de arrecadar entre US\$ 14-20 bilhões.

BTG Pactual - Equity Research & Strategy:

Carlos Sequeira, CFA

New York – BTG Pactual US Capital LLC

Osni Carfi

São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

BTG Pactual Digital – Equity Research & Strategy:

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

fundamentalista@btgpactual.com

Paralelamente, adicionamos Banco do Brasil (**BBAS3**) no lugar do Itaú. No geral, os bancos devem se beneficiar diretamente de uma economia em rápido crescimento, somado ao fato de que o Banco do Brasil negocia à um valuation atrativo ao mesmo tempo em que acreditamos que a diferença do ROE da empresa para outros players privados diminuirá.

Por fim, mantivemos exposição à siderúrgica Gerdau (**GGBR4**), à administradora de propriedades comerciais BR Properties (**BRPR3**), à locadora de veículos Localiza (**RENT3**), à varejista Lojas Renner (**LREN3**), à operadora ferroviária Rumo (**RAIL3**), à fabricante de softwares TOTVS (**TOTS3**), à processadora de carne JBS (**JBSS3**) e, finalmente, à operadora de telecomunicações Oi (**OIBR3**).

Tabela 1: Carteira Recomendada de Ações (10SIM) para Janeiro de 2020

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	P/L 2019
Petrobras	Oil & Gas	PETR4	15%	407.219	12,9x
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	15%	147.223	6,4x
Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%	44.582	27,3x
JBS	Alimentos e Bebidas	JBSS3	10%	68.758	7,4x
Rumo	Infraestrutura	RAIL3	10%	40.690	25,4x
Localiza	Aluguél de Carros	RENT3	10%	35.821	29,2x
Gerdau	Metais Básicos	GGBR4	10%	32.297	11,3x
TOTVS	Tecnologia	TOTS3	10%	12.308	33,4x
BR Properties	Properties	BRPR3	5%	7.066	26,6x
Oi	Telecom	OIBR3	5%	5.177	n/a

Fonte: BTG Pactual e Economatica

Retomada da atividade econômica deve puxar o mercado em 2020

Esperamos que as ações brasileiras continuem em sua tendência de alta em 2020, depois de um forte desempenho por quatro anos consecutivos – o Ibovespa subiu 159% em BRL de 2016 a 2019 (149% em USD), com um retorno médio anual de 26,8%. Porém, apesar desse forte desempenho, calculamos que a próxima etapa do rali está apenas começando e será impulsionada por uma recuperação econômica mais rápida - projetamos um crescimento de 2,5% para o PIB do Brasil em 2020.

Neste momento, os sinais de que a atividade econômica está ganhando tração são evidentes. Os números do PIB do 3T19 reforçaram nossa visão de que a demanda doméstica está apresentando um bom desempenho. Os investimentos e o consumo das famílias avançaram no trimestre (+2,0% tri/tri e 0,8% tri/tri, respectivamente) e esperamos que eles sejam os principais motores do crescimento econômico em 2020, impulsionados pelo crescimento do emprego, expansão do crédito e por mais uma rodada de reformas econômicas.

Um cenário externo incerto e uma desaceleração no consumo e nos investimentos do governo – todos impedindo um melhor desempenho econômico – provavelmente continuarão sendo os principais empecilhos para o crescimento econômico no próximo ano.

Tabela 2: Atividade Econômica do Brasil – Mapa de Calor

	Dec-18	Jan-19	Feb-19	Mar-19	Apr-19	May-19	Jun-19	Jul-19	Aug-19	Sep-19	Oct-19	Nov-19
New payroll jobs (CAGED)	2.6%	2.1%	2.3%	1.5%	1.8%	1.0%	1.7%	1.8%	2.3%	2.3%	3.2%	3.5%
Heavy vehicles traffic (ABCR)	2.2%	2.3%	3.4%	2.7%	2.1%	6.2%	5.4%	6.0%	0.7%	2.8%	3.1%	3.6%
Supermarket sales (ABRAS)	2.5%	2.6%	2.3%	1.4%	1.6%	1.6%	2.5%	2.4%	3.0%	2.9%	3.1%	
Employment growth (IBGE)	2.0%	1.8%	1.7%	2.0%	2.5%	3.0%	3.4%	3.5%	3.3%	2.8%	2.5%	
Auto sales (Fenabreve)	3.8%	3.3%	3.8%	3.5%	3.3%	3.1%	3.5%	3.7%	2.6%	2.7%	2.3%	2.8%
Manufacturing production (IBGE)	1.1%	0.6%	1.4%	1.4%	1.6%	2.8%	2.9%	2.7%	0.7%	1.6%	2.3%	
Auto production (Anfavea)	1.1%	0.6%	1.5%	1.8%	2.1%	2.4%	2.5%	2.8%	1.5%	2.2%	2.2%	2.3%
Construction supplies (IBGE)	1.7%	1.2%	2.0%	1.9%	1.9%	2.9%	3.0%	3.2%	1.6%	2.2%	2.0%	
Industrial production (IBGE)	1.3%	0.8%	1.4%	0.9%	0.6%	1.6%	1.6%	1.7%	0.3%	1.3%	1.9%	
Broad retail sales (IBGE)	2.2%	2.0%	1.6%	1.6%	1.2%	1.9%	2.1%	2.8%	2.0%	1.9%	1.9%	
Core retail sales (IBGE)	1.7%	1.7%	1.4%	1.3%	0.9%	0.7%	0.7%	1.4%	1.4%	1.6%	1.7%	
Household credit growth (CB)	-0.2%	0.0%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.7%	1.0%	1.2%	1.4%	
Cardboard expedition (ABPO)	1.2%	0.4%	0.9%	0.6%	1.0%	4.4%	2.4%	2.2%	-1.8%	0.9%	1.3%	2.4%
Real wage bill growth (IBGE)	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%	1.7%	1.5%	1.3%	1.2%	1.0%	0.9%	1.0%	
Real wage growth (IBGE)	1.5%	1.6%	1.8%	1.7%	1.5%	1.1%	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%	1.0%	
Services output (IBGE)	0.8%	0.8%	1.3%	0.8%	0.3%	0.5%	0.3%	0.8%	-0.3%	0.6%	0.8%	
Mining production (IBGE)	2.5%	2.4%	1.6%	0.1%	-2.0%	-2.5%	-2.6%	-1.5%	-0.3%	0.6%	0.8%	
Corporate credit growth (CB)	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	

Fonte: IBGE, FGV, Banco Central, Ministério da Fazenda, Fenabreve, Anfavea, ABRAS, ABCR, ABPO e BTG Pactual

Nova rodada de reformas prevista para 2020

Em 2019, o governo e o Congresso concentraram seus esforços na aprovação da tão aguardada reforma da Previdência, com uma economia estimada em mais de R\$ 800 bilhões nos próximos 10 anos. Para 2020, eles já estão trabalhando em uma série de emendas constitucionais adicionais para consolidar as contas fiscais do Brasil e revisar a administração pública – no início de novembro, o governo enviou ao Congresso três emendas constitucionais que, combinadas, dão aos municípios, estados e ao governo federal as ferramentas para que finalmente comece a equilibrar suas contas fiscais.

A agenda de reformas também inclui uma reforma tributária extremamente necessária, porém mais difícil de implementar. Mais do que reduzir a carga tributária, a reforma simplifica o complexo sistema tributário brasileiro, a fim de reduzir os custos de pagamento de impostos e litígios relacionados a impostos, aumentando, consequentemente, a produtividade das empresas.

Lucro crescendo bem e valorizações ainda atraentes

O forte desempenho do Ibovespa nos últimos anos foi impulsionado pelo também forte crescimento dos lucros das empresas listadas no período. Enquanto que o Ibovespa se valorizou 15% em 2018 e um 31% no acumulado de 2019, o lucro das empresas brasileiras (desconsiderando Petrobras e Vale) cresceu 25% em 2018 e espera-se que cresça um adicional de 13% em 2019, além de outros 20% em 2020. Olhando para o lucro das empresas que basicamente vendem apenas para o mercado doméstico, uma métrica que preferimos analisar, cresceu 17% em 2018 e espera-se que cresça um adicional de 20% em 2019 e de 18% em 2020 (veja as tabelas 1 e 2).

Tabela 3: Resultados Consolidados e Crescimento (ex-Petro & Vale)

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
Receita Líquida	1.050.672	1.104.853	1.150.165	1.302.566	1.410.752	1.522.607
Crescimento (%)		5,2%	4,1%	13,3%	8,3%	7,9%
Lucro Líquido	107.540	116.190	130.812	163.145	184.877	222.205
Crescimento (%)		8,0%	12,6%	24,7%	13,3%	20,2%

Fonte: Empresas e BTG Pactual est.

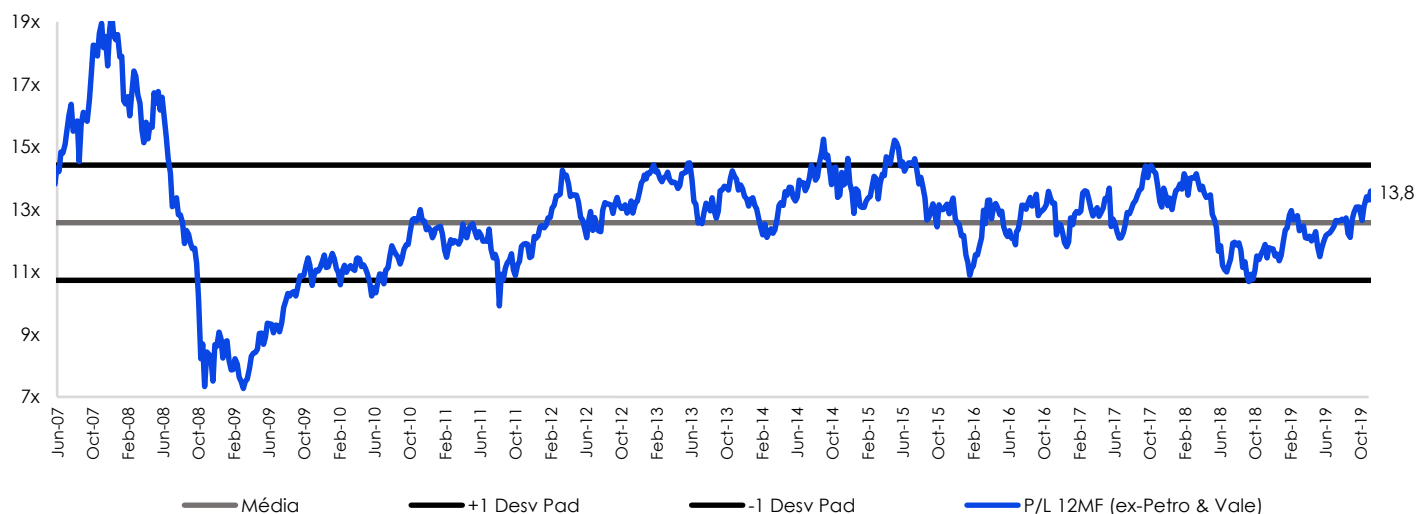
Tabela 4: Resultados Consolidados e Crescimento – Empresas Domésticas

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
Receita Líquida	741.042	805.257	842.760	936.887	1.025.458	1.118.212
Crescimento (%)		8,7%	4,7%	11,2%	9,5%	9,0%
Lucro Líquido	113.764	114.377	123.629	145.107	173.627	205.449
Crescimento (%)		0,5%	8,1%	17,4%	19,7%	18,3%

Fonte: Empresas e BTG Pactual est.

O crescimento do lucro das empresas explica o motivo pelo qual o Ibovespa está negociando a um prêmio pequeno quando comparado com sua média histórica, apesar da forte performance nos últimos anos – P/L de 13,8x contra uma média histórica de 12,6x (gráfico 1).

Gráfico 1: Brasil P/L 12-meses projetados (Ex- Petro & Vale)



Fonte: Economatica e BTG Pactual

Juros reais mais baixos impulsionarão o *valuation* das companhias

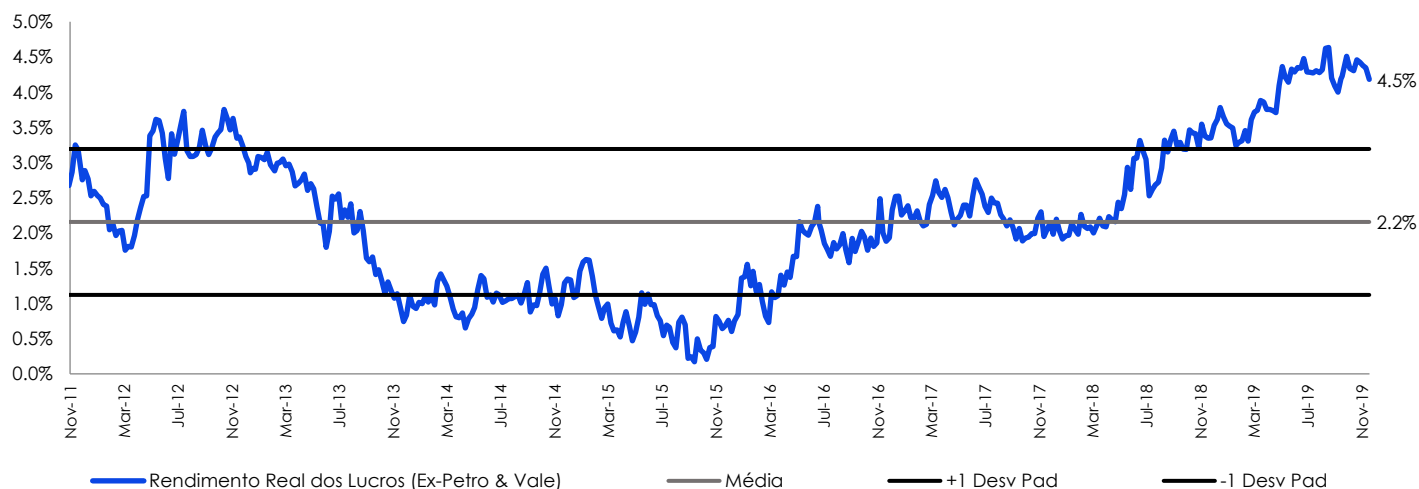
A precificação histórica dos ativos brasileiros (calculada utilizando o P/L projetado para 12 meses à frente) foi construída em cima de um contexto econômico com juros reais muito mais elevados. Assim, um patamar de juros reais muito abaixo dos níveis observados no passado, e de forma sustentável, se traduzirá em preços mais altos quando comparados com o passado.

Desde a eleição do presidente Bolsonaro, os juros reais de longo prazo vêm caindo de forma consistente, de 6% para aproximadamente 3%, como um reflexo do compromisso fiscal por parte do governo em aprovar as reformas estruturais, assim como a busca por uma relação de dívida-PIB mais saudável.

Olhando para o comprometimento do governo com a agenda de reformas estruturais, vimos a aprovação da Reforma da Previdência com uma economia estimada em mais de R\$ 800 bilhões nos próximos 10 anos. Com isso, essa busca pelo compromisso fiscal do país (que nada mais é do que acertar e organizar as contas públicas) continua com um novo pacote de reformas constitucionais que foram enviadas há pouco tempo para o Congresso Nacional, incluindo: (1) a Reforma Administrativa; (2) a mudanças na Regra de Ouro; e (3) o Novo Pacto Federativo, redesenhando os direitos e as obrigações do governo federal, estados e municípios.

O compromisso, tanto por parte do Governo como do Congresso, em reorganizar a balança fiscal do país, formaram um contexto de credibilidade que permitiu que os juros caíssem para os níveis atuais, por meio de uma política monetária mais flexível por parte do Banco Central.

Gráfico 2: Rendimento dos Lucros (L/P – taxa de juros real de 10 anos)



Fonte: Bloomberg, Tesouro Direto, BTG Pactual

Nosso cenário otimista (base) sinaliza um bom potencial de valorização

Nós fizemos esse exercício justamente com o intuito de conseguirmos estimar o potencial de valorização teórico que Ibovespa pode ter sob uma ótica de análise top-down (quando analisamos primeiro o contexto macroeconômico, ou seja, “top”, e depois analisamos o a parte micro, ou “down”).

Nosso cenário base pode parecer muito otimista para algumas pessoas, mas gostamos das chances. Estamos utilizando um ROE de 16%, em linha com a média reportada pelas empresas entre 2018 e 2019, e abaixo do que estamos projetando para 2019-20 (veja o gráfico 4).

Estamos assumindo que o prêmio de risco das empresas (calculado, como demonstramos acima, pela inversão do múltiplo P/L menos a taxa de juro real de 10 anos) caia de 4,5% para 3,0%, para um patamar que ainda estaria um desvio-padrão acima da média histórica de 2,2% (veja o gráfico 3).

Neste cenário, assumimos uma taxa de juro real de longo prazo nos níveis atuais de 3,0%, baseada nos esforços do governo em colocar o país em linha com o compromisso fiscal, na aprovação da reforma da Previdência e na possibilidade de que as adicionais reformas sejam aprovadas, o que consolidaria a situação fiscal de longo prazo do Brasil.

Somado a isso, assumimos um crescimento sustentável do PIB de 2,0%. No curto prazo, a aceleração da atividade econômica brasileira sinaliza para um crescimento entre 2,0% a 2,5% do PIB em 2020, mas conseguir entregar esse crescimento de forma sustentável no longo prazo exige um esforço adicional de modernização da nossa economia (uma Reforma Tributária mais ampla, uma economia mais aberta, avanços na nossa infraestrutura, entre outras medidas). Factível? Sim, porém um grande desafio.

Dessa forma, nesse cenário, chegamos a um P/L alvo para o Ibovespa de 16,4x, o qual coloca o índice em um patamar de 131 mil pontos e representa um potencial de valorização de cerca de 15,0%.

Tabela 5: Ibovespa alvo – sensibilidade com diferentes cenários

	Cenário 1	Cenário 2	Cenário 3	Cenário 4	Cenário 5
ROE	14,0%	15,0%	16,0%	16,0%	17,0%
Ke	12,0%	11,0%	9,5%	9,5%	9,0%
Inflação	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Juro Real	4,5%	4,0%	3,0%	3,0%	2,5%
Juros	8,0%	7,5%	6,5%	6,5%	6,0%
Prêmio	4,0%	3,5%	3,0%	3,0%	3,0%
Crescimento	5,0%	5,5%	5,5%	6,0%	6,5%
Inflação	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Crescimento Real	1,5%	2,0%	2,0%	2,5%	3,0%
P/L Alvo	9,2x	11,5x	16,4x	17,9x	24,7x
P/L Atual	13,8x	13,8x	13,8x	13,8x	13,8x
IBOV	112.390	112.390	112.390	112.390	112.390
IBOV Alvo	74.794	93.782	133.616	145.432	201.210
Upside	-33,5%	-16,6%	18,9%	29,4%	79,0%

Fonte: BTG Pactual est.

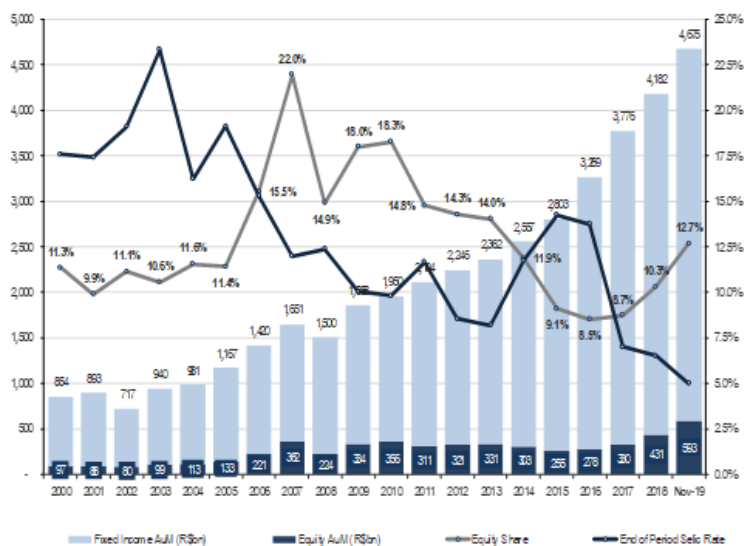
Investidores locais continuam como os protagonistas do mercado

Estamos vendo um aumento contínuo e consistente nas alocações em ações brasileiras por investidores locais. Com as taxas de juros em queda, os investidores locais estão transferindo seu dinheiro para as ações.

Em novembro, a alocação de capital por investidores locais atingiu 12,7%, vindo de 8,9% em agosto de 2018. Apesar do aumento, os níveis de alocação ainda estão abaixo da média de 14% de 2011 a 2014 (pré-recessão) e muito abaixo do pico de 22% de 2007.

Os investidores estrangeiros, no entanto, têm sido muito mais cautelosos. Desde a eleição do presidente Bolsonaro, e refletindo um modo global de aversão a risco, eles não aumentaram muito sua exposição às ações brasileiras. Um crescimento econômico mais forte poderia finalmente direcionar os fluxos estrangeiros para o Brasil, sendo a situação dos mercados globais será fundamental para determinar o apetite dos investidores estrangeiros por uma exposição ao risco de mercados emergentes.

Gráfico 3: Alocações dos Investidores Locais



Fonte: Anbima

Tabela 6: Alocações de fundos GEM e Globais

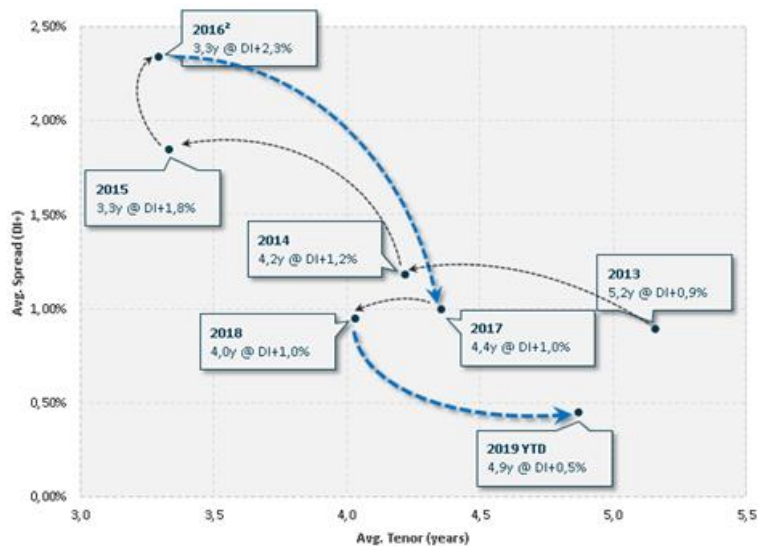
	G.E.M.	Global
Dec-09	16.7%	2.40%
Dec-10	15.9%	1.97%
Dec-11	16.4%	2.24%
Dec-12	11.9%	1.31%
Dec-13	11.0%	1.07%
Dec-14	9.1%	1.07%
Dec-15	6.0%	0.52%
Dec-16	8.6%	0.93%
Dec-17	7.2%	0.60%
Mar-18	7.5%	0.62%
Sep-18	6.4%	0.37%
Jan-19	8.3%	0.64%
Apr-19	7.6%	0.45%
Aug-19	8.3%	0.54%
Sep-19	8.4%	0.51%
Oct-19	8.5%	0.47%
Nov-19	8.1%	0.43%

Fonte: EPFR

Mercado de crédito ganhando força

A queda na taxa Selic, em um movimento que começou em meados de 2016, somado a normalização do mercado de crédito privado, reduziu o custo de financiamento das empresas brasileiras. A Selic caiu mais 200 bps no acumulado do ano, depois de cair 50 bps em 2018 e 675 bps em 2017, com spreads mais baixos do que em 2014 e durações mais longas de emissão. A média dos spreads dos emissores com classificação AA- ou superior, que saltaram para DI + 2,3% em 2016 com duração média de 3,3 anos, agora estão em DI + 0,5% com duração de 4,9 anos.

Gráfico 4: Debêntures de empresas domésticas – spread médio vs duração média da emissão

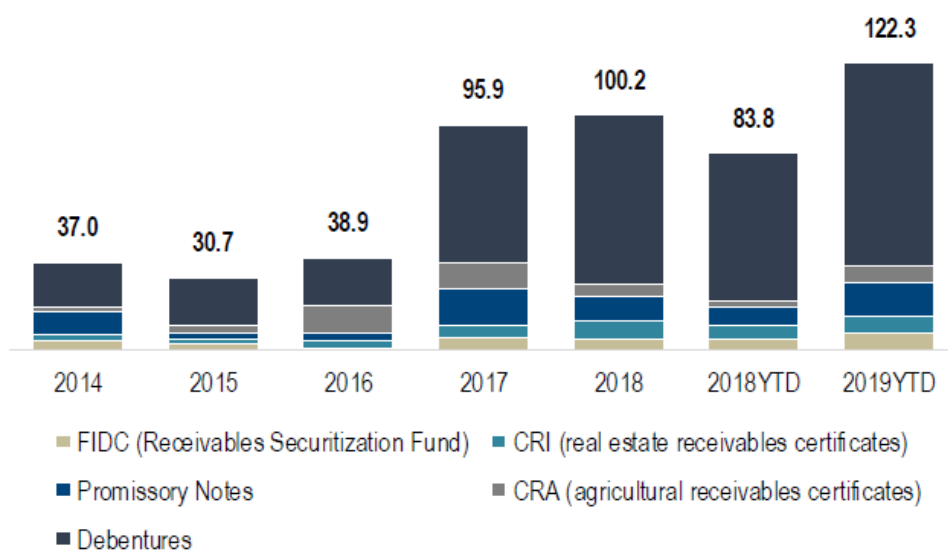


Fonte: Anbima, BTG Pactual (¹issuers/issuances rated AA- or higher on Brazilian national scale, ²Excluding issuances by NCF Participacoes and B3)

Realizamos um exercício comparando o mercado de crédito de hoje e do início de 2019 para um emissor de alta qualidade e com uma alavancagem líquida de 3x EBITDA. Concluimos que, nas condições atuais de crédito, mantendo todas as outras variáveis constantes, os lucros melhorariam em 17%.

Com uma menor oferta de crédito bancário e os investidores buscando retornos mais altos, a demanda por dívida corporativa está aumentando. As emissões, que totalizaram apenas R\$ 31 bilhões em 2015, saltaram para R\$ 96 bilhões em 2017 e para R\$ 100 bilhões em 2018. Este ano, as emissões nos primeiros nove meses do ano já atingiram um recorde histórico de R\$ 122 bilhões. Os mercados de capitais internacionais, fechados para emissores brasileiros há dois anos, reabriram suas portas, com as empresas brasileiras captando US\$ 25 bilhões em títulos e US\$ 9 bilhões em transações de ações no acumulado do ano.

Gráfico 5: Mercado de Crédito Local (R\$ bn)



Fonte: Anbima e BTG Pactual

Principais riscos: economia global e política dos EUA

Os principais riscos para a nossa tendência de alta dos mercados brasileiros vêm do exterior. A tensão criada pela disputa comercial na China, as difíceis condições econômicas na Argentina (um dos nossos principais parceiros comerciais) e uma desaceleração potencialmente mais forte na economia global podem afetar o crescimento econômico do Brasil.

Ainda, as eleições presidenciais dos EUA em 2020 podem ser outra fonte de instabilidade do mercado no próximo ano, uma vez que condições macroeconômicas globais potencialmente mais difíceis e um ambiente político incerto dos EUA podem reduzir o apetite dos investidores por riscos de mercado emergentes.

Carteira Recomendada de Ações (10SIM):

Tabela 7: Alterações na Carteira para o mês de janeiro

Dezembro				Janeiro			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Itau Unibanco	Bancos	ITUB4	15%	Petrobras	Oil & Gas	PETR4	15%
JBS	Alimentos e Bebidas	JBSS3	10%	Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	15%
Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%	Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%
CPFL	Serviços Básicos	CPFE3	10%	JBS	Alimentos e Bebidas	JBSS3	10%
Rumo	Infraestrutura	RAIL3	10%	Rumo	Infraestrutura	RAIL3	10%
Localiza	Aluguél de Carros	RENT3	10%	Localiza	Aluguél de Carros	RENT3	10%
Gerdau	Metais Básicos	GGBR4	10%	Gerdau	Metais Básicos	GGBR4	10%
BR Properties	Properties	BRPR3	10%	TOTVS	Tecnologia	TOTS3	10%
TOTVS	Tecnologia	TOTS3	10%	BR Properties	Properties	BRPR3	5%
Oi	Telecom	OIBR3	5%	Oi	Telecom	OIBR3	5%

Fonte: BTG Pactual

Um resumo das escolhas de janeiro: recuperação econômica deve desencadear a próxima onda de valorização em 2020

Nosso portfólio continua exposto principalmente a empresas líquidas e de alta qualidade que se beneficiam diretamente da recuperação econômica do Brasil e da redução das taxas de juros reais de longo prazo.

Companhias relacionadas ao setor de consumo, infraestrutura e imobiliário devem continuar com um bom desempenho em 2020, considerando que a demanda por crédito aumente, que a taxa de desemprego caia e que as taxas de juros permaneçam baixas. Nosso portfólio ganha exposição em ações relacionadas ao consumo via Renner e Localiza e, no lado da infraestrutura/imobiliário, temos a Rumo, a Gerdau e a BR Properties. Mantemos baixa exposição a exportadores de commodities (via JBS).

Nosso portfólio também conta com o Banco do Brasil, que substituí o Itaú neste mês, refletindo nossa convicção de que o crescimento do PIB acelerará nos próximos trimestres e que os bancos são beneficiários diretos de um crescimento econômico mais rápido. A recuperação do crescimento do crédito já começou e está sendo liderada pelos grandes bancos do Brasil. Decidimos substituir o Itaú pelo Banco do Brasil, pois esperamos que a diferença de ROE entre o BB e seus pares privados diminua em 2020.

A gigante de petróleo e gás, Petrobras, é outro nome que incluímos em nossa carteira de ações em janeiro, substituindo a CPFL. Em 2019, a empresa progrediu de maneira importante em seu objetivo de focar em E&P e reduzir a alavancagem, vendendo o equivalente a US\$ 16 bilhões (principalmente ativos de refino), reduzindo a alavancagem para 1,8x da dívida líquida em relação ao EBITDA, de 2,3x no final de 2018. Em 2020, vemos a empresa continuando com esse processo, vendendo aproximadamente 50% da capacidade de refino do Brasil – com potencial para arrecadar entre US\$ 14-20 bilhões. Talvez até tão importante, vender parte do segmento de refino ajudaria a reduzir a percepção de risco sobre a tese de investimento da companhia.

A fabricante de software Totvs também faz parte de nosso portfólio, dando-nos exposição à recuperação da economia brasileira (atende empresas que representam 25% do PIB do país) e ao setor de serviços financeiros digitais (em rápido crescimento). Por fim, nossa seleção é complementada pela operadora de telecomunicações (e alvo de M&A) Oi.

Ações do Portfólio:

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	P/L 2019
Petrobras	Oil & Gas	PETR4	15%	407.219	12,9x
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	15%	147.223	6,4x
Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%	44.582	27,3x
JBS	Alimentos e Bebidas	JBSS3	10%	68.758	7,4x
Rumo	Infraestrutura	RAIL3	10%	40.690	25,4x
Localiza	Aluguél de Carros	RENT3	10%	35.821	29,2x
Gerdau	Metais Básicos	GGBR4	10%	32.297	11,3x
TOTVS	Tecnologia	TOTS3	10%	12.308	33,4x
BR Properties	Properties	BRPR3	5%	7.066	26,6x
Oi	Telecom	OIBR3	5%	5.177	n/a

Fonte: BTG Pactual e Económica

OI (OIBR3):

Com a reestruturação avançando conforme o planejado, a dívida da Oi sofrerá grande redução, trazendo uma relevante melhora para os acionistas. Mesmo sob nossas estimativas mais conservadoras para o valor presente de sua dívida líquida reestruturada, ainda vemos um grande potencial de valorização para as ações da companhia. Nosso preço-alvo é baseado em um múltiplo EV/EBITDA justo de 5,5x (média do setor latino-americano).

TOTVS (TOTS3):

Embora ainda consideramos uma recuperação econômica como o grande impulsionador para as principais linhas de receita da Totvs nos próximos anos, também estamos confiantes no potencial das vendas cruzadas das suas plataformas de CRM e Analytics, bem como no sucesso das iniciativas do TechFin, que incluem: (i) prestação de serviços e produtos de crédito para pequenas e médias empresas; (ii) oferecer serviços financeiros, como empréstimos consignados e adiantamento de salário para funcionários (10 milhões de pessoas) das companhias que usam suas soluções de RH; (iii) oferecer soluções de pagamento a clientes do varejo por meio de parcerias com adquirentes estabelecidos e (iv) soluções financeiras para estudantes (3,5 milhões) e médicos (10 mil). Nosso preço-alvo, mensurado via fluxo de caixa descontado, é de R\$ 70 por ação, dos quais R\$ 15 são provenientes das iniciativas do TechFin.

Gerdau (GGBR4):

Estamos mantendo a Gerdau em nosso portfólio na expectativa de uma crescente demanda por aços longos, decorrente de um mercado imobiliário em expansão. Com os novos lançamentos no Brasil disparando desde meados de 2018, a fase de construção desses projetos está começando e deve apoiar a demanda pelos produtos de aços longos da Gerdau nos próximos meses/anos. A empresa trabalha com taxas operacionais na faixa de 65 a 70%, portanto, vemos que há um espaço mais do que suficiente para a companhia aumentar as vendas, além de diluir custos fixos e elevar a alavancagem operacional. Além disso, também esperamos que esse cenário favorável de demanda ajude os esforços da empresa para aumentar os preços, especialmente com as equações de paridade de importação (próximas do par). Em suma, acreditamos que a Gerdau poderia facilmente atingir um EBITDA de ~R\$ 7,0 bilhões em 2020, o que significaria que a empresa negocia atualmente em ~ 5,7x EBITDA 2020, o que consideramos barato.

JBS (JBSS3):

Continuamos a vê-la como nossa *Top Pick* para o setor de proteína e acreditamos que a JBS seja a melhor alternativa após o surto da gripe suína africana na China. Apesar de uma sólida performance em 2019, não acreditamos que a empresa esteja precificada de forma justa, com um FCF yield de dois dígitos (~13% nos últimos 12 meses) o que implica é uma boa tese de carregamento para os acionistas enquanto que a 6,1x EV/EBITDA 2021 ela continua abaixo de seus pares. Dito isso, notamos que o principal destaque para o *upside* positivo da JBS continua dependendo da nossa crença de que o desconto relacionado aos problemas de governança corporativa diminuirá gradualmente – através de (i) profissionalização do time de gestores, (ii) maiores esforços para melhorar a governança corporativa e (iii) uma gestão de capital mais adequada, melhorando a estrutura de capital e reduzindo o custo da dívida da companhia. O fato de a companhia ser listada também nos EUA deve ser um fator positivo dado que os resultados do terceiro trimestre devem adicionar um sentimento positivo para o papel.

RUMO (RAIL3):

Continua sendo nossa *Top Pick* do setor de Transportes. A empresa possui a maior perspectiva de crescimento de EBITDA no longo prazo em toda a nossa cobertura de ativos. Acreditamos que os volumes irão melhorar nos próximos meses, fruto das fortes exportações de milho. Além disso, enxergamos um cenário positivo para a companhia, como resultado de seus novos projetos (como o Sorriso) e da capacidade de execução de sua gestão atual. Por fim, vemos as ações ganhando força com a renovação das concessões da Malha Paulista aprovada pelo Tribunal de Contas da União e com indicativos de que o quarto trimestre será muito bom para a empresa.

PETROBRAS (PETR4):

Apesar de uma decepcionante curva de produção de curto prazo anunciada no mais recente Plano Estratégico, acreditamos que a curva de capex da PBR para o período 2020-24 foi uma surpresa positiva, principalmente por duas razões: (i) sugere que os investimentos necessários no recém adquirido campo de Búzios (Cessão Onerosa) devem ser menores do que nossas expectativas iniciais, indicando que a empresa pode optar por alugar mais em oposição aos FPSOs próprios; (ii) nossas estimativas preliminares indicam que a nova curva de capex prepara o terreno para o pagamento de dividendos mais altos até 2021, de acordo com a meta da empresa. Com isso em mente, continuamos apostando na valorização das ações, à medida que os investidores ganham confiança no potencial de redução de riscos da Petrobras, sustentado por uma gestão que vem entregando acima do esperado em todas as frentes. Além disso, a recente pressão de alta nos preços do petróleo oferece um impulso positivo adicional, suportado por um valuation ainda barato (4,8x 2020 EBITDA).

BANCO DO BRASIL (BBAS3):

Em termos setoriais, e devido ao seu grande tamanho/peso no índice, vender os grandes bancos foi a estratégia vencedora em 2019. Olhando para trás, é mais fácil entender o porquê isso aconteceu. A economia cresceu abaixo do esperado e a taxa Selic caiu muito mais do que qualquer um poderia ter previsto no início do ano. Além disso, vimos a CSLL aumentando para os bancos, os investidores se preocupando cada vez mais com a interrupção da tecnologia/fintechs, um limite para as taxas de juros a descoberto, etc.

Embora não discordemos de muitos que se mantêm vendidos no setor, tendemos a acreditar que pode ser arriscado demais reduzir fazer isso no início do ano. Por quê? Bem, em termos relativos, o setor parece barato e desprezado. A atividade econômica está finalmente se recuperando, impulsionada pelo setor privado, e com uma economia mais forte no próximo ano, isso pode até implicar uma recuperação nas taxas de longo prazo (melhor para bancos versus outros setores). Também acreditamos que "investidores estrangeiros" finalmente chegarão. E, geralmente, quando chegam, compram o índice (ou seja, bancos).

Provavelmente, a grande questão que muitos gestores tem hoje é sobre o que fazer com os bancos em 2020? O crescimento dos lucros será baixo, o Banco Central continuará estimulando mudanças e a concorrência com novos entrantes/empresas de tecnologia se intensificará. Embora continuamos confiantes de que os ROEs dos bancos não caem em ritmo acelerado, o que por si só poderia justificar uma nova classificação, não descartamos a possibilidade de as ações do banco serem uma armadilha de valor.

Mesmo que os ROEs demorem mais a cair, uma percepção de risco mais alta ou a crença de que os ROEs cairão em algum momento podem permitir um desempenho superior. Ainda assim, vemos uma boa assimetria neste momento e, por isso, não estaríamos vendidos no setor. Temos preferências estruturais para o Itaú e o Bradesco no setor, mas na realidade achamos que isso é mais uma perspectiva do setor do que uma empresa em específico. Dado que todos os bancos possuem mais ou menos a mesma estratégia (tornando-se mais digitais, mudança de mix, mais eficiência etc.), em teoria, todas as quatro ações de grandes bancos funcionariam.

Mas se o argumento de possuir ações bancárias se deve ao valuation, o BB se destaca. Embora tenhamos nossas preocupações de médio prazo com a entidade estatal, acreditamos que o BB tem outras “coisas boas” além do valuation. O terceiro trimestre mostrou uma dinâmica melhor, com maior poder de ganhos. A comunicação melhorou e o acordo que fizeram com o UBS no IB nos dá uma boa ideia de como seria um acordo no ramo de gerenciamento de ativos muito mais importante. Além disso, no curto prazo, a diferença do ROE entre o BB e os players privados provavelmente diminuirá um pouco, o que também ajuda.

LOCALIZA (RENT3):

As taxas de crescimento do negócio de aluguéis de carros têm sido nada mais, nada menos do que estelares (especialmente a Localiza, cujos volume de aluguéis de carro tiveram crescimento composto anual de 30% desde 2015 e acelerando ano após ano desde então), mesmo com um cenário de crescimento baixo do PIB. Com a recuperação da demanda corporativa, onde a penetração ainda é baixa no Brasil e com potencial para ganhos de participação de mercado, esperamos que o crescimento forte se mantenha por mais tempo. Dada a característica de intensidade de capital e crescimento forte, a Localiza é uma das companhias no nosso universo de cobertura com grande eficiência em geração de caixa e que mais se beneficiará em um ambiente com custos de capital em declínio.

BR PROPERTIES (BRPR3):

Quanto a BR Properties, seus escritórios corporativos nos principais distritos comerciais de São Paulo, estão prontos para aumentar os aluguéis nos próximos anos devido às baixas taxas (em declínio) de vacância, à medida que a demanda por escritórios se recupera (os spreads de leasing nas principais regiões já estão crescendo 10-20% em termos reais). Também esperamos uma ocupação maior nas torres corporativas AAA do Rio devido a um movimento de busca por qualidade que já está acontecendo. A empresa está bem posicionada para se beneficiar de uma recuperação nos aluguéis de seus ativos em São Paulo e de uma maior ocupação de seu espaço de escritório AAA no Rio (~ 75% de sua vaga no Rio é nas torres Ventura AAA). Em vista desse cenário positivo para escritórios nos principais mercados do Brasil, acreditamos que a BR Properties esteja bem posicionada para capturar ganhos com a retomada dos aluguéis de seus ativos em São Paulo (30% da ABL total composta por escritórios AAA na cidade + 101.865m² de AAA ABL em São Paulo que será adicionado ao portfólio com a entrega das torres do Parque da Cidade no 2S21, o que representa 26% da ABL da empresa hoje), enquanto que poderá aumentar a ocupação em seus escritórios AAA no Rio (após a venda dos escritórios B no Rio, ~75% da vacância da BR Properties no Rio está nas torres Ventura AAA). Após sua recente oferta de ações, a BR Properties está preparada para uma nova rodada de aquisições/desenvolvimento de seu projeto de logística greenfield em Cajamar.

Consequentemente, acreditamos que a BR Properties esteja preparada para aumentar seu FFO/ação de forma significativa (CAGR de FFO/ação de 97% de 2018-2021E) dado que: a receita líquida deve crescer muito + boa gestão de passivos executada pela administração nos últimos trimestres + baixas taxas de juros. No geral,

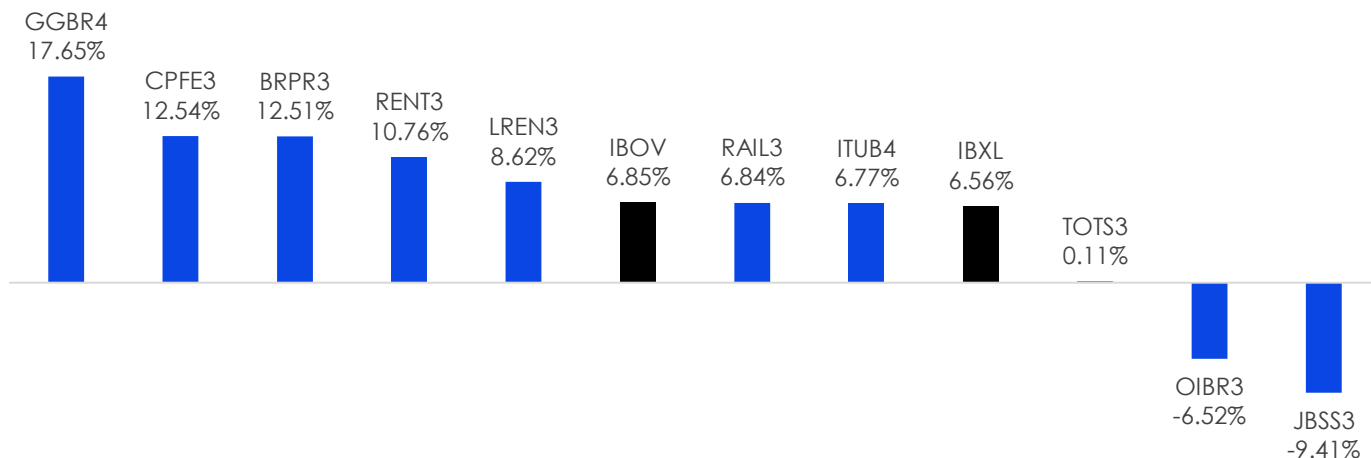
acreditamos que a companhia seja um ótimo player no mercado de propriedades comerciais e esteja pronta para capturar ganhos com as baixas taxas dos juros reais de longo prazo (fluxo de caixa estável, longo e ajustado pela inflação, o que faz da companhia uma boa proxy para títulos indexados à inflação).

LOJAS RENNER (LREN3):

O histórico consistente da LREN por um longo período revela a disciplina de execução da gestão e nos deixa mais confortáveis com os desafios à frente, como o novo modelo “push-and-pull” para itens principais e maior participação do e-commerce nas vendas. Posicionada para o crescimento nos próximos anos e colhendo os benefícios de uma estratégia de cadeia de distribuição assertiva, combinada com a abordagem multicanal, a Renner é o player mais bem posicionado no fragmentado segmento de vestuário de varejo (com 6% de participação de mercado), abrindo o caminho para uma maior consolidação do setor no futuro. A companhia é negociada a 31x P/L para 2020 e 24x P/L para 2021, o que não é uma barganha, mas é uma boa alternativa de exposição ao setor de varejo.

Rentabilidade Histórica:

Gráfico 6: Performance por ação em dezembro de 2019:



Fonte: BTG Pactual e Economática

Performance Histórica:

Em dezembro, nossa Carteira Recomendada de Ações se valorizou +6,65%, abaixo do Ibovespa (+6,85%) e do IBRX-50 (+6,56%). Desde outubro de 2009, quando o nosso *head* global de análise e estratégia, Carlos Sequeira, assumiu o gerenciamento da Carteira, a rentabilidade acumulada é de 284,4%, ante 87,8% do Ibovespa e 117,9% do IBX-50.

Gráfico 7: Performance Histórica (desde outubro de 2009)

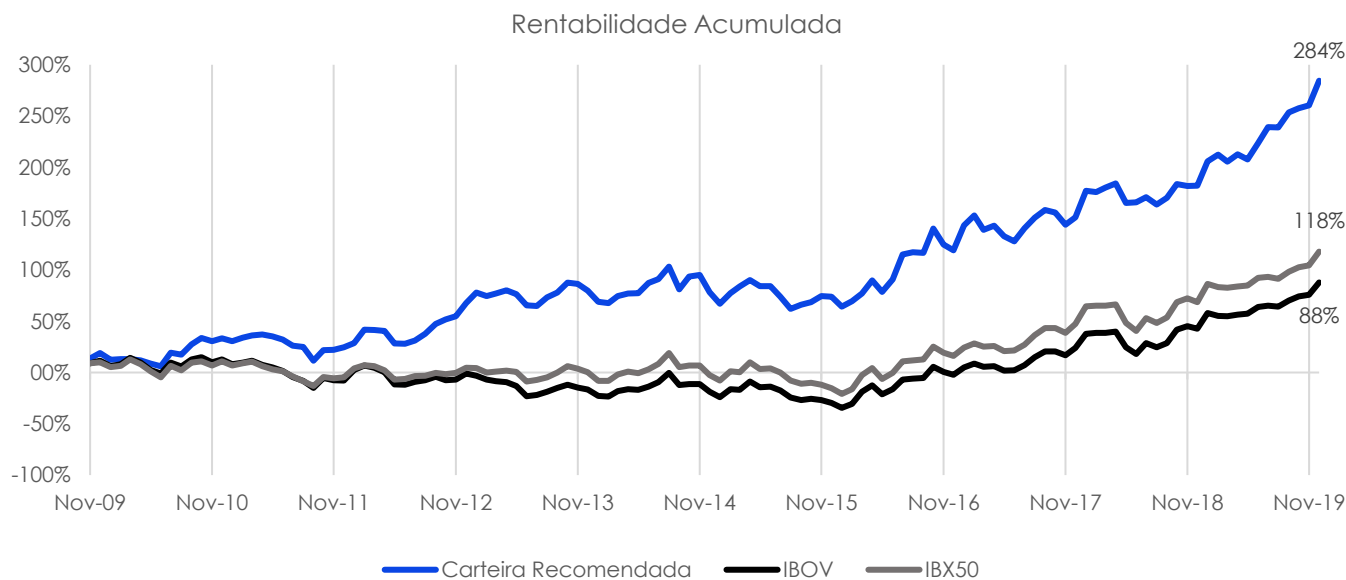


Tabela 8: Performance Histórica (desde outubro de 2009)

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	No ano	IBOV	Carteira Acum.	IBOV Acum.
2009										0,2%	13,3%	4,8%	19,1%	11,5%	19,1%	11,5%
2010	-5,5%	0,3%	0,1%	-1,1%	-2,8%	-2,4%	12,3%	-1,4%	8,6%	4,8%	-2,4%	2,3%	12,0%	1,0%	33,4%	12,7%
2011	-2,2%	2,7%	1,6%	0,6%	-1,4%	-2,2%	-4,6%	-1,0%	-10,8%	9,5%	0,2%	2,1%	-6,5%	-18,1%	24,7%	-7,7%
2012	3,2%	10,3%	-0,2%	-0,8%	-8,7%	-0,1%	2,3%	5,1%	6,9%	3,0%	2,1%	8,1%	34,4%	7,4%	67,6%	-0,9%
2013	6,1%	-1,9%	1,4%	1,9%	-2,1%	-6,1%	-0,5%	5,1%	2,8%	5,3%	-0,6%	-3,5%	7,3%	-15,5%	79,9%	-16,3%
2014	-6,1%	-0,7%	4,0%	1,5%	0,2%	5,6%	1,9%	6,4%	-10,8%	6,8%	0,8%	-8,6%	-0,9%	-2,9%	78,3%	-18,7%
2015	-6,3%	6,2%	3,6%	3,5%	-3,1%	-0,1%	-5,5%	-6,8%	2,4%	1,5%	3,6%	-0,4%	-2,4%	-13,3%	73,9%	-29,5%
2016	-5,5%	3,2%	4,4%	7,2%	-6,0%	6,8%	12,9%	0,9%	-0,2%	10,9%	-6,5%	-2,5%	26,0%	38,9%	119,1%	-2,1%
2017	11,2%	3,9%	-5,6%	1,7%	-4,2%	-2,1%	5,7%	4,3%	2,9%	-0,9%	-4,6%	2,9%	14,7%	26,9%	151,4%	24,2%
2018	10,2%	-0,4%	1,6%	1,5%	-6,7%	0,1%	1,9%	-2,7%	2,5%	5,0%	-0,7%	0,2%	12,3%	15,0%	182,3%	42,9%
2019	8,3%	2,1%	-2,1%	2,3%	-1,6%	5,2%	4,8%	-0,1%	4,3%	1,2%	0,8%	6,7%	36,2%	31,6%	284,6%	76,0%

Fonte: BTG Pactual e Economática

Informações Importantes:

- Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital.
- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Padrão:

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: *Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.*

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx