



# Carteira Recomendada de Ações

---

Março/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

### A grande parte do ajuste de preço já ocorreu, posicionados para uma reviravolta

A epidemia do Coronavírus causou uma forte queda nos mercados nos últimos dias. O S&P 500 caiu 12,8% em relação ao seu pico há algumas semanas enquanto que o Ibovespa caiu 8,4% em BRL e 12,6% em USD em fevereiro. Após a realização de lucro, o índice voltou a ser negociado a menos de um desvio padrão acima da média, à 13,6x lucro (a média histórica é de 12,6x). Consideramos este patamar como um nível atraente, mesmo que seja difícil dizer que este patamar seja o “pisso” deste movimento de correção.

Após a liquidação massiva vista em fevereiro, seria justo supor que em muitas situações a maior parte da liquidação já ocorreu. A maioria dos setores que seriam potencialmente mais impactados pelo surto do vírus (como companhias aéreas, produtores de carne, exportadores de commodities, operadores de terminais portuários) caíram mais do que o índice Ibovespa.

### Alterações para o mês: adicionamos CSAN3 e SBSP3 no lugar de GGBR4 e BRPR3

Para o mês de março realizamos algumas alterações na carteira com o objetivo de reduzir o risco do portfólio. Estamos adicionando a Cosan (**CSAN3**), substituindo a Gerda, que continua a executar perfeitamente seus negócios de distribuição de combustível ao passo que vem operando seus negócios de energia de maneira inteligente. Também estamos substituindo a BR Properties pela Sabesp (**SBSP3**). Como a Sabesp está exposta a um evento específico, a aprovação do novo marco legal do saneamento e consequentemente o potencial de privatização da empresa, seu desempenho não deve ser correlacionado com o mercado.

Por fim, mantivemos exposição à empresa de infraestrutura de mercado financeiro B3 (**B3SA3**), à mineradora Vale (**VALE3**), à locadora de veículos Localiza (**RENT3**), à varejista Lojas Renner (**LREN3**), à petrolífera Petrobras (**PETR4**), à fabricante de softwares TOTVS (**TOTS3**), à processadora de carne JBS (**JBSS3**) e, finalmente, à operadora de telecomunicações Oi (**OIBR3**).

**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](mailto:fundamentalista@btgpactual.com)

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

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	P/L 2020
Petrobras	Oil & Gas	PETR4	15%	344.010	11,4x
Vale	Metais Básicos	VALE3	10%	227.234	6,3x
Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%	42.306	27,9x
JBS	Alimentos e Bebidas	JBSS3	10%	60.496	7,9x
B3	Financeiras	B3SA3	10%	98.199	24,1x
Localiza	Aluguél de Carros	RENT3	10%	37.431	33,0x
Cosan	Agronegócio	CSAN3	10%	28.599	10,3x
TOTVS	Tecnologia	TOTS3	10%	13.541	37,0x
Sabesp	Saneamento Básico	SBSP3	10%	40.156	28,6x
Oi	Telecom	OIBR3	5%	6.002	n/a

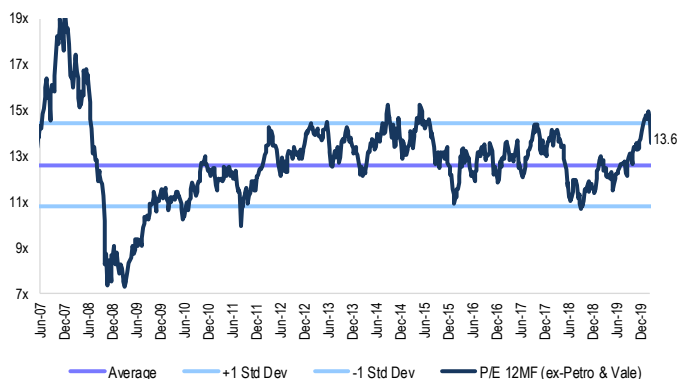
Fonte: BTG Pactual e Economática

## A grande parte do ajuste de preço já ocorreu, posicionados para uma reviravolta

A epidemia do Coronavírus causou uma forte queda nos mercados nos últimos dias. O S&P 500 caiu 12,8% em relação ao seu pico há algumas semanas enquanto que o Ibovespa caiu 8,4% em BRL e 12,6% em USD em fevereiro. Após a realização de lucro, o índice voltou a ser negociado a menos de um desvio padrão acima da média, à 13,6x lucro (a média histórica é de 12,6x). Consideramos este patamar como um nível atraente, mesmo que seja difícil dizer que este patamar de preço seja o “piso” do movimento de correção. É verdade que a economia global provavelmente crescerá menos do que o inicialmente esperado em 2020, como resultado dos impactos do Coronavírus, que provavelmente também terá um impacto negativo na atividade econômica do Brasil.

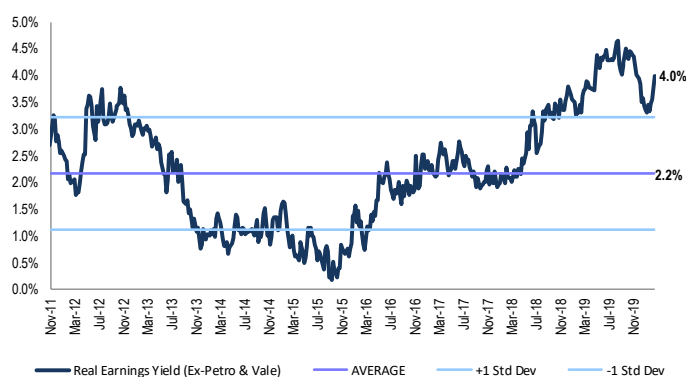
Neste ponto, nossa equipe de análise macroeconômica está modelando um crescimento do PIB do Brasil para 2020 em 2,2%, enquanto nós esperamos que os lucros das empresas brasileiras expostas principalmente no mercado interno subam 18% a/a em 2020. É inegável que uma atividade econômica mais fraca possa afetar nossa previsão de crescimento dos lucros para o ano, mas não esperamos um impacto drástico com base nas informações atualmente disponíveis.

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



Fonte: Economática e BTG Pactual

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



Fonte: Bloomberg, Tesouro Direto, BTG Pactual

## Risco de crescimento lento: agitação social e pressão política

O impacto do Coronavírus na atividade econômica brasileira pode não ser tão pronunciado. Em primeiro lugar, acreditamos nisso pelo fato da nossa economia não ser tão fortemente conectada à economia global e, segundo, porque o vírus pode se espalhar de maneira diferente em países do Hemisfério Sul como o Brasil, onde agora é verão.

Mas mesmo que o impacto não seja tão grande, o potencial impacto negativo do Coronavírus na atividade econômica do Brasil soma-se a um início do ano mais fraco do que o esperado – quando o ano começou, nossa previsão de crescimento do PIB para 2020 era de 2,5% e, mesmo antes do vírus, reduzimos para 2,2%. Algumas leituras de vendas e produção de automóveis, produção industrial e vendas no varejo também ficaram mais fracas do que o esperado (veja nosso mapa de calor da atividade econômica abaixo).

Tabela 2: Atividade Econômica do Brasil – Mapa de Calor

	Mar-19	Apr-19	May-19	Jun-19	Jul-19	Aug-19	Sep-19	Oct-19	Nov-19	Dec-19	Jan-20	Feb-20	
Soft data	Retail confidence - expectation (FGV)	3.9%	3.2%	2.3%	1.9%	1.9%	2.4%	2.5%	2.5%	2.4%	2.3%	2.5%	3.0%
	Construction confidence - expectation (FGV)	1.1%	0.9%	0.5%	0.6%	0.9%	1.5%	1.9%	2.0%	2.0%	2.3%	2.8%	2.9%
	Industry confidence - cur. situation (FGV)	2.1%	2.3%	2.2%	2.2%	1.9%	1.8%	1.8%	1.9%	2.0%	2.3%	2.5%	2.9%
	Industry confidence (FGV)	2.1%	2.1%	1.9%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.6%	1.9%	2.4%	2.8%
	Industry confidence - expectation (FGV)	2.0%	1.8%	1.5%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%	1.6%	2.3%	2.8%
	Services confidence - expectation (FGV)	2.7%	2.0%	1.3%	1.3%	1.5%	1.7%	2.0%	1.8%	2.1%	2.1%	2.5%	2.5%
	Consumer confidence - expectation (FGV)	4.2%	3.4%	2.5%	2.3%	2.3%	2.6%	2.7%	2.7%	2.6%	2.7%	2.7%	2.3%
	Retail confidence (FGV)	2.6%	2.1%	1.7%	1.4%	1.4%	1.7%	1.9%	2.0%	1.9%	1.9%	2.0%	2.2%
	Services confidence (FGV)	1.6%	1.3%	0.9%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%	1.4%	1.6%	1.7%	1.9%	1.8%
	Construction confidence (FGV)	0.0%	-0.1%	-0.3%	-0.3%	-0.1%	0.3%	0.6%	0.7%	0.8%	1.1%	1.4%	1.6%
	Retail confidence - cur. situation (FGV)	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%	1.2%	1.3%	1.5%	1.5%	1.6%	1.5%	1.5%
	Consumer confidence (FGV)	2.2%	1.8%	1.2%	0.9%	0.9%	1.2%	1.4%	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%	1.4%
	Services confidence - cur. situation (FGV)	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%	0.6%	0.8%	0.9%	1.1%	1.2%	1.4%	1.3%	1.2%
	Construction confidence - cur. situation (FGV)	-0.4%	-0.5%	-0.6%	-0.5%	-0.5%	-0.2%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%
	Consumer confidence - cur. situation (FGV)	0.3%	0.3%	0.1%	0.0%	-0.1%	0.2%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%
Industry capacity utilization (FGV)	-1.5%	-1.5%	-1.4%	-1.2%	-1.1%	-0.9%	-0.8%	-0.8%	-0.8%	-0.9%	-0.9%	-0.7%	
Hard data	New payroll jobs (CAGED)	1.5%	1.8%	1.0%	1.8%	1.9%	2.3%	2.6%	2.8%	3.1%	3.3%		
	Cardboard expedition (ABPO)	0.6%	1.0%	4.4%	2.4%	2.2%	-1.8%	0.9%	1.3%	2.4%	3.3%	4.2%	
	Heavy vehicles traffic (ABCR)	2.7%	2.1%	6.2%	5.4%	6.0%	0.7%	2.8%	3.1%	3.6%	3.1%	2.1%	
	Auto sales (Fenabrave)	3.5%	3.3%	3.1%	3.5%	3.7%	2.6%	2.7%	2.3%	2.8%	2.8%	2.5%	
	Supermarket sales (ABRAS)	1.4%	1.6%	1.6%	2.5%	2.4%	3.0%	2.8%	3.1%	3.0%	2.7%		
	Employment growth (IBGE)	2.0%	2.5%	3.0%	3.4%	3.5%	3.3%	2.8%	2.5%	2.3%	2.5%	2.7%	
	Manufacturing production (IBGE)	1.4%	1.6%	2.9%	2.9%	2.7%	0.7%	1.6%	2.3%	2.6%	2.5%		
	Broad retail sales (IBGE)	1.7%	1.3%	1.9%	2.1%	2.9%	2.0%	2.1%	2.0%	2.3%	2.2%		
	Core retail sales (IBGE)	1.3%	0.9%	0.7%	0.7%	1.4%	1.5%	1.8%	1.9%	2.1%	2.2%		
	Construction supplies (IBGE)	1.9%	1.8%	2.9%	3.0%	3.3%	1.6%	2.3%	1.9%	2.2%	1.9%		
	Auto production (Anfavea)	1.8%	2.1%	2.4%	2.5%	2.8%	1.5%	2.2%	2.2%	2.3%	1.8%	1.2%	
	Industrial production (IBGE)	0.9%	0.6%	1.6%	1.6%	1.7%	0.3%	1.4%	2.0%	2.0%	1.7%		
	Household credit growth (CB)	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.7%	1.0%	1.3%	1.4%	1.6%	1.6%	1.5%	
	Real wage bill growth (IBGE)	1.7%	1.6%	1.5%	1.3%	1.1%	1.0%	0.9%	1.0%	1.2%	1.4%	1.3%	
	Services output (IBGE)	0.8%	0.3%	0.5%	0.3%	0.8%	-0.3%	0.6%	0.8%	1.4%	1.4%		
Real wage growth (IBGE)	1.8%	1.5%	1.2%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	1.1%	1.3%	1.4%	1.2%		
Corporate credit growth (CB)	0.5%	0.5%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%		
Mining production (IBGE)	0.1%	-2.0%	-2.5%	-2.6%	-1.5%	-0.3%	0.7%	0.8%	0.2%	-0.6%			

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

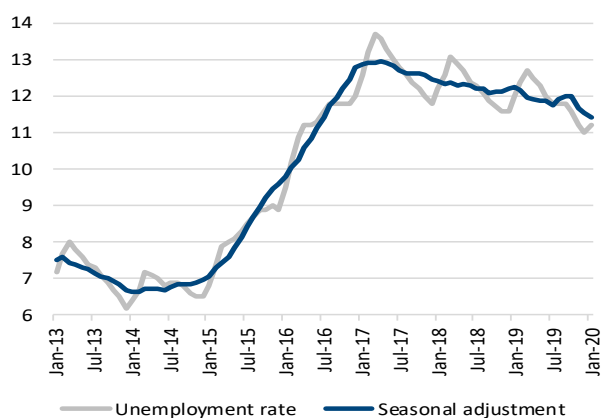
## O emprego está indo bem

Por outro lado, a taxa de desemprego continua caindo, de forma lenta, mas segura. O desemprego terminou o mês de janeiro em 11,2%, continuando uma tendência positiva iniciada em meados de 2016. Talvez ainda mais importante seja o fato de que o principal fator de melhoria vem do emprego formal (recente), melhorando a qualidade do emprego.

Também é interessante ressaltar que o crescimento dos salários nominais acelerou para 4,0% a/a em janeiro, acima dos 3,7% a/a no trimestre anterior. A massa salarial aumentou 2,2% a/a em termos reais, um pouco menos que no trimestre anterior devido ao recente aumento pontual da inflação.

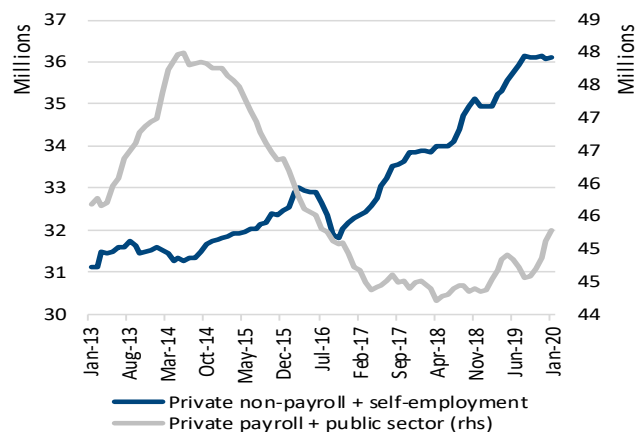
Por fim, os níveis de confiança são outro ponto positivo, dado que a maioria das leituras permanece relativamente positiva (embora todas as leituras tenham sido feitas antes do surto do novo Coronavírus).

Gráfico 3: Taxa de Desemprego (%)



Fonte: IBGE e BTG Pactual

Gráfico 4: População Empregada (ajustada sazonalmente)



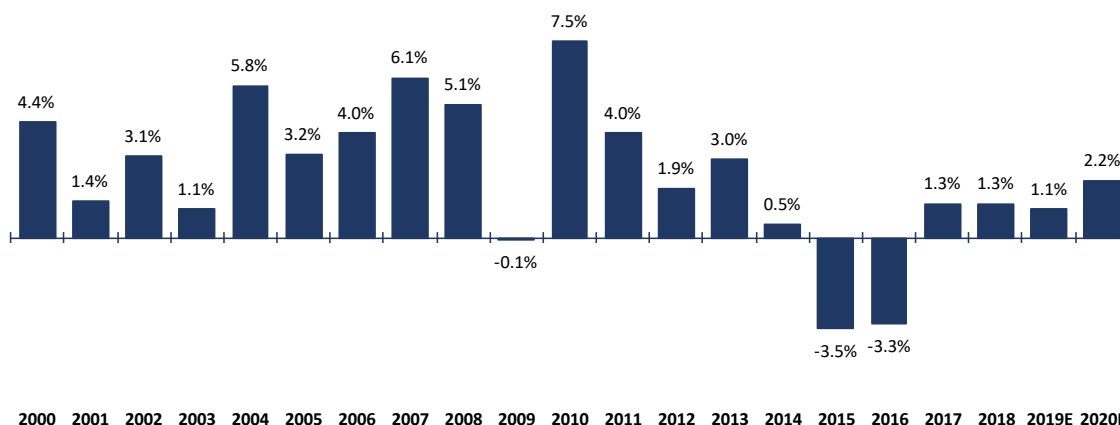
Fonte: IBGE e BTG Pactual

## Mais um ano de crescimento lento pode elevar a pressão política no governo

Estamos menos preocupados com o impacto de um crescimento econômico mais lento do que o esperado nos lucros das empresas, e muito mais com as implicações políticas de mais um ano de crescimento moderado. O PIB do Brasil contraiu 6,8% em 2015 e 2016 combinados (média de 3,4% ao ano) e cresceu aproximadamente 1,2% ao ano em média no período 2017-2019.

Até o final de 2020, mesmo que a economia cresça 2% este ano, o PIB do Brasil ainda estaria abaixo dos níveis vistos em 2014 (em termos reais). Essa situação tem um impacto perverso na população de baixa renda, principalmente naquelas localizadas em áreas próximas às grandes cidades. Quanto mais tempo demorar para começar uma recuperação econômica mais forte, maiores são as chances de insatisfação e agitação social.

Gráfico 5: PIB do Brasil



Fonte: IBGE e BTG Pactual

Os políticos estão cientes dessa situação e se sentirão cada vez mais desconfortáveis com a aproximação das eleições municipais em outubro. Nossa preocupação é que esses políticos possam decidir que as agendas populistas podem ser mais recompensadoras politicamente (pelo menos no curto prazo) do que continuar com iniciativas para reformar o Estado brasileiro.

Nesse sentido, provavelmente seria um desafio para o governo convencer o congresso a aprovar reforma administrativa – espera-se que uma proposta seja enviada ao congresso em breve. Embora as novas regras sejam válidas apenas para os novos funcionários públicos, a resistência às novas regras provavelmente seria significativa.

Aprovar uma Reforma Tributária completa que simplifique o extremamente complexo sistema tributário do Brasil também pode ser difícil de ser entregue. As duas propostas discutidas no congresso (uma no Senado e outra na Câmara) são muito amplas e a obtenção de consenso exigiria uma coordenação política raramente vista neste governo.

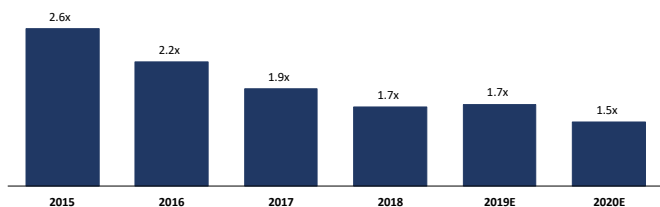
Uma aceleração acentuada do crescimento econômico daria a esse governo um apelo popular, provavelmente o suficiente para criar um interesse político em avançar com as reformas. Um crescimento econômico lento pode funcionar na direção oposta.

## As empresas listadas no Brasil estão em uma posição forte

Embora não esperamos um impacto econômico prolongado do Coronavírus, é inegável que as empresas brasileiras listadas na bolsa estão em uma condição muito melhor para enfrentar uma crise do que há alguns anos atrás.

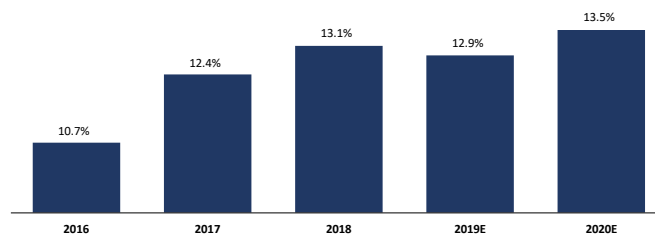
Desde 2015, as empresas listadas no Brasil se desalavancaram fortemente. Estimamos que elas terminaram 2019 com uma relação dívida líquida/EBITDA de 1,7x, abaixo dos 2,6x de 2015 – esperamos que a desalavancagem continue em 2020. Da mesma forma, agora elas são muito mais lucrativas do que alguns anos atrás – de acordo com nossos modelos, as margens líquidas aumentaram para 12,9% em 2019, ante 10,7% em 2016.

**Gráfico 6: Empresas brasileiras listadas na Bolsa – Dívida Líquida/EBITDA**



Fonte: Companhias e BTG Pactual

**Gráfico 7: Empresas brasileiras listadas na Bolsa – Margem Líquida (%)**



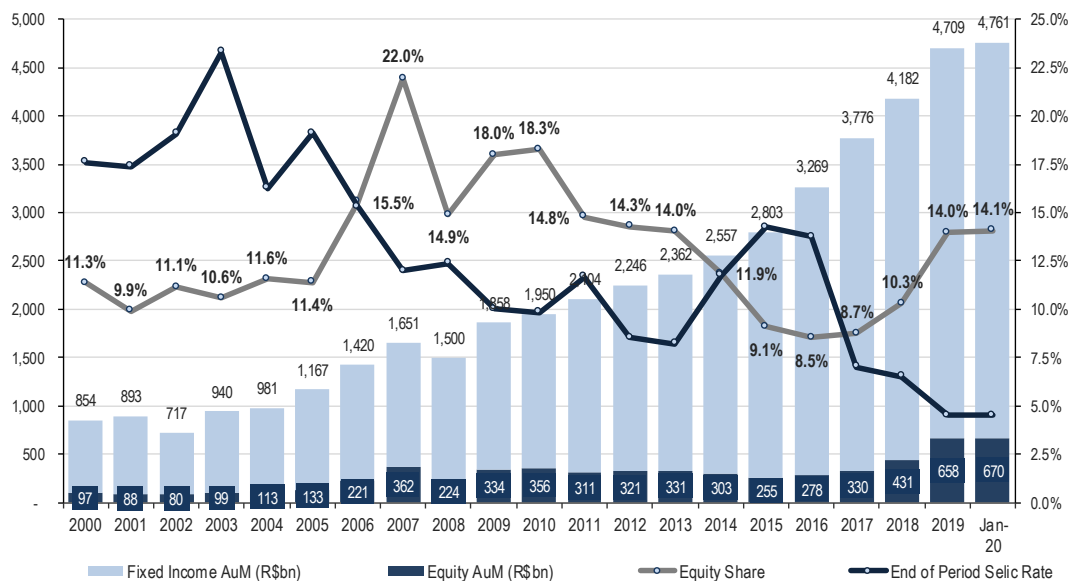
Fonte: Companhias e BTG Pactual

## Investidores locais devem continuar a favorecer as ações

A atual turbulência nos mercados globais e no Brasil pode reduzir temporariamente o apetite dos investidores locais por ações. Dito isto, com as taxas de juros em níveis historicamente baixos (4,25% a.a.) e com alocações em ações ainda em níveis baixos (14%), acreditamos que os locais eventualmente aumentarão a quantidade de ações em suas carteiras.

Em 2019, a quantidade de dinheiro investido em ações por fundos mútuos locais aumentou R\$ 226 bilhões. Em nossa opinião, é razoável esperar que a exposição a ações de investidores locais aumente para 20% nos próximos dois anos (a alocação de ações de investidores locais atingiu um pico de 22% em 2007). Uma alocação de 20% significaria um acréscimo de R\$ 280 bilhões em fluxos locais.

**Gráfico 8: Alocação dos investidores locais**



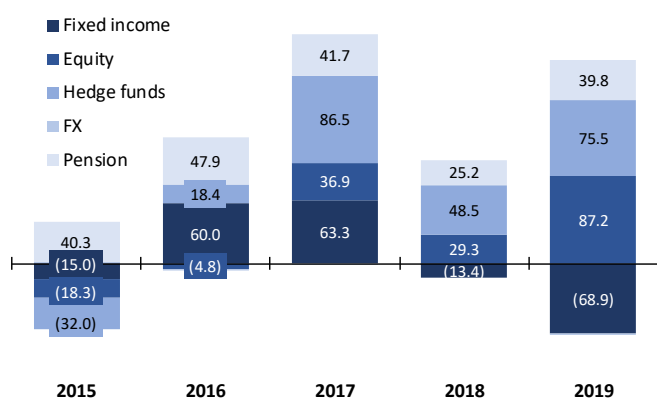
Fonte: Anbima

## Fundos de ações levantando toneladas de dinheiro

Os fundos de ações locais receberam uma entrada líquida de capital de R\$ 87 bilhões em 2019 (recorde histórico), depois de levantar um montante líquido de R\$ 29 bilhões em 2018 e R\$ 37 bilhões em 2017, sendo que o ritmo está se acelerando em 2020. Em janeiro e fevereiro, os fundos de ações locais receberam uma entrada líquida de R\$ 23 bilhões e R\$ 9 bilhões, respectivamente – 34% de toda a captação de 2019.

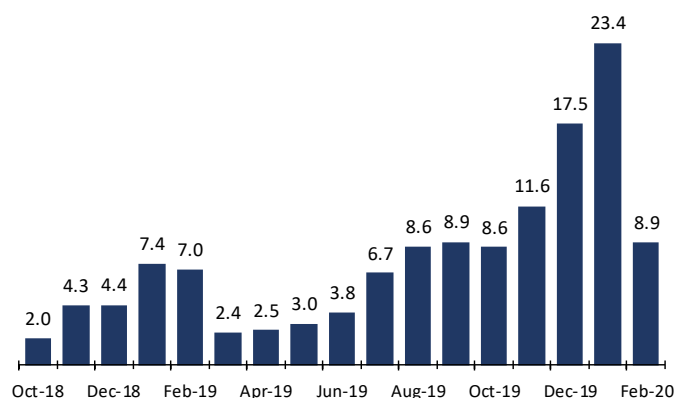
Os fundos multimercados, que tradicionalmente recebem mais capital do que os fundos de ações, captaram R\$ 55 bilhões em 2019 (e R\$ 18 bilhões no acumulado de 2020), mostrando claramente que os investidores estão aumentando sua exposição a ações.

Gráfico 9: Captação líquida por tipo de fundo (local)



Fonte: Anbima

Gráfico 10: Captação de fundos de ações locais



Fonte: Anbima



## Carteira Recomendada de Ações (10SIM):

Tabela 3: Alterações na Carteira para o mês de março

Fevereiro				Março			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
<b>Petrobras</b>	Oil & Gas	PETR4	15%	<b>Petrobras</b>	Oil & Gas	PETR4	15%
<b>Vale</b>	Metais Básicos	VALE3	15%	<b>Vale</b>	Metais Básicos	VALE3	10%
<b>Lojas Renner</b>	Varejo	LREN3	10%	<b>Lojas Renner</b>	Varejo	LREN3	10%
<b>JBS</b>	Alimentos e Bebidas	JBSS3	10%	<b>JBS</b>	Alimentos e Bebidas	JBSS3	10%
<b>B3</b>	Financeiras	B3SA3	10%	<b>B3</b>	Financeiras	B3SA3	10%
<b>Localiza</b>	Aluguél de Carros	RENT3	10%	<b>Localiza</b>	Aluguél de Carros	RENT3	10%
<b>Gerdau</b>	Metais Básicos	GGBR4	10%	<b>Cosan</b>	Agronegócio	CSAN3	10%
<b>TOTVS</b>	Tecnologia	TOTS3	10%	<b>TOTVS</b>	Tecnologia	TOTS3	10%
<b>BR Properties</b>	Properties	BRPR3	5%	<b>Sabesp</b>	Saneamento Básico	SBSP3	10%
<b>Oi</b>	Telecom	OIBR3	5%	<b>Oi</b>	Telecom	OIBR3	5%

Fonte: BTG Pactual

### Um resumo das escolhas de março: posicionados para uma reviravolta do mercado

Nesse momento, após a forte liquidação nos últimos dias, a tentativa de vender ações de empresas que potencialmente seriam impactadas pelo novo Coronavírus pode ser tarde demais. A maioria dos suspeitos de sempre vendeu mais do que o índice.

As companhias aéreas estão entre as primeiras a sofrer – a Gol caiu 26,6% em fevereiro e a Azul 26,0%. Seria justo supor que a maior parte do movimento de venda já ocorreu, enquanto que alguns podem até dizer que o ajuste foi excessivo. A Gol, por exemplo, realiza a maior parte de seus voos no mercado interno. A menos que tenhamos um grande surto do Coronavírus no Brasil, suas operações não devem sofrer tanto – certamente pior do que uma demanda potencialmente mais baixa, é a fraqueza do BRL (real) que tem um grande impacto nos custos de combustível da Gol.

Os produtores de carne, com seus negócios globais, também sofreram no mês passado. A JBS, nossa principal escolha do setor, derreteu 19% no mês passado. Suas vendas para a China representam 8% de suas vendas consolidadas. Ela pode sofrer com uma desaceleração econômica global, mas aparenta que esse movimento já foi precificado com esta última correção. As ações estão sendo negociadas com um rendimento de FCF de 14% e à 5,5x EV/EBITDA 2021 (vs. sua média histórica de 6,5x). Estamos mantendo a JBS em nossa carteira, assim como a Minerva, uma pequena produtora de carne bovina, em nossa carteira de Small Caps.

Naturalmente, espera-se que os exportadores globais de commodities sofram com o contexto atual, e eles sofreram. A Petrobras caiu 12% em fevereiro enquanto que a Vale caiu 13%. As ações da Petrobras caíram em linha com os preços do petróleo – o Brent encerrou fevereiro em US\$ 50,5, ante US\$ 58,2 no final de janeiro. A menos que a epidemia tenha um impacto muito mais pronunciado na economia global, os preços do petróleo parecem ter se ajustado muito, e com isso mantemos a petrolífera em nossa carteira.

Muitos podem argumentar que a melhor maneira de a China reacender sua economia é através de investimentos em infraestrutura, ou seja, mais aço e mais minério de ferro. Se esse for o caso, a Vale certamente deve se beneficiar. A companhia está negociando com um rendimento de FCF de 15% e à 3,5x EV/EBITDA, mantida em nossa carteira.

Estamos substituindo a siderúrgica Gerdau, apesar de suas ações também terem caído bastante (-17%), pela produtora de etanol e distribuidora de combustíveis Cosan, que caiu 9% em fevereiro. Este é um dos nossos dois movimentos para reduzir o risco do portfólio. A Cosan tem realizado uma execução perfeita no negócio de distribuição de combustíveis (Raízen & Comgás) enquanto que está operando seus negócios de energia (açúcar e etanol) de maneira inteligente. No preço atual, vemos as ações negociando com um rendimento de FCF de 7%.

Também decidimos substituir a Brasil Properties (queda de 13% em fevereiro) pela empresa paulista de água e esgoto, Sabesp (queda de 4,4%). Como a Sabesp está exposta a um evento específico, a aprovação do novo marco legal do saneamento e conseqüentemente o potencial de privatização da empresa, seu desempenho não deve ser correlacionado com o mercado. Acreditamos que há grandes chances de que a nova lei do saneamento seja aprovada nos próximos meses. De qualquer forma, no nível atual, vemos a Sabesp sendo negociada com 8% de FCF yield.

Mantemos o restante do portfólio inalterado em março, com exposição a ações relacionadas ao consumo via Lojas Renner e Localiza, enquanto que mantivemos exposição à fabricante de software Totvs, que possui um modelo de negócios resiliente e exposição ao rápido crescimento indústria digital de serviços financeiros, e à bolsa de valores B3, que deve continuar se beneficiando do crescimento de volumes e dos resultados.

Encerramos nossa seleção com a operadora de telecomunicações (e alvo de M&A) Oi. Nossa confiança na recuperação da empresa foi renovada depois que concluiu a venda de sua participação na operadora angolana Unitel por R\$ 4 bilhões e anunciou um empréstimo-ponte de R \$ 2,5 bilhões.

## Ações na Carteira:

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	P/L 2020
<b>Petrobras</b>	Oil & Gas	PETR4	15%	344.010	11,4x
<b>Vale</b>	Metais Básicos	VALE3	10%	227.234	6,3x
<b>Lojas Renner</b>	Varejo	LREN3	10%	42.306	27,9x
<b>JBS</b>	Alimentos e Bebidas	JBSS3	10%	60.496	7,9x
<b>B3</b>	Financeiras	B3SA3	10%	98.199	24,1x
<b>Localiza</b>	Aluguél de Carros	RENT3	10%	37.431	33,0x
<b>Cosan</b>	Agronegócio	CSAN3	10%	28.599	10,3x
<b>TOTVS</b>	Tecnologia	TOTS3	10%	13.541	37,0x
<b>Sabesp</b>	Saneamento Básico	SBSP3	10%	40.156	28,6x
<b>Oi</b>	Telecom	OIBR3	5%	6.002	n/a

Fonte: BTG Pactual e Económica

## OI (OIBR3):

As coisas estão finalmente avançando na empresa. Nos primeiros meses à frente das operações, a nova administração anunciou uma série de transações que, de acordo com nossas estimativas, devem ser suficientes para cobrir totalmente o gap de financiamento da Oi nos próximos dois anos: (1) na semana passada, a Oi finalmente anunciou a venda de sua participação na operadora de telecomunicações angolana Unitel por US\$ 1 bilhão; (2) a subsidiária Oi Móvel SA assinou a escritura de emissão de uma única série de debêntures garantidas não conversíveis em ações de até R\$ 2,5 bilhões. O empréstimo garante à Oi uma flexibilidade adicional para negociar a venda de ativos. Embora inegavelmente caro (USD +

12,66% ao ano no primeiro ano), o empréstimo pode ser pago antecipadamente; (3) no dia 23 de dezembro, a empresa informou que o Departamento de Previdência Complementar (Previc) do Brasil autorizou o plano de previdência Sistel a efetuar o pagamento de alguns patrocinadores (Oi e algumas subsidiárias) no valor de R\$ 669 milhões em 36 parcelas de R\$ 18,6 milhões, ou seja, R\$ 223 milhões por ano, com a primeira parcela tendo sido paga em dezembro; e (4) em dezembro, a Oi vendeu um edifício em Santa Catarina por R\$ 79 milhões. A empresa também deverá concluir as vendas de suas torres (~R\$ 500 milhões, 1T20), data centers (~R\$ 500 milhões, 2T20) e redes de fibra em São Paulo (~R\$ 1,0-1,5 bilhão, 2S20). Com a crise de liquidez resolvida, a administração pode finalmente concentrar seus esforços nas operações da Oi no Brasil. Desconsiderando o segmento de telefonia móvel da companhia, a Oi parece promissora. As operadoras de telecomunicações de infraestrutura tendem a negociar a múltiplos mais altos (acordos recentes mostram que os negócios de fibra de infraestrutura de telecomunicações podem valer ~10x EV/EBITDA), enquanto que a Oi tem conseguido implementar sua estratégia FTTH com sucesso.

### 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\$ 85 por ação, dos quais R\$ 22 são provenientes das iniciativas do TechFin.

### Cosan (CSAN3):

---

Estamos adicionando a Cosan em nosso portfólio pois acreditamos que ela pode oferecer um posicionamento defensivo em meio a um cenário de maior volatilidade. O portfólio diversificado da empresa mostrou uma excelente execução e resiliência, mesmo em cenários muito adversos nos últimos anos e, em nossa opinião, deve continuar a ter um desempenho superior nos próximos meses. Na Raízen Energia, os estoques de açúcar e etanol no final do último trimestre estavam 30% e 15% acima de nossas previsões, respectivamente, o que provou ser uma decisão correta, em nossa opinião, e permitirá à empresa monetizar maiores volumes de vendas a preços mais altos durante a troca de safra. Prevemos um dos 4Ts mais fortes já registrados para os negócios de açúcar e etanol da companhia. Paralelamente, a Raízen Combustíveis no Brasil continua sendo nosso nome preferido no setor e deve continuar a se beneficiar de sua abordagem histórica baseada em produtos para o negócio de distribuição de combustíveis, permitindo que a empresa publique margens mais sustentáveis sem perder muito mercado, apesar do aumento da concorrência.

### 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. Embora o surto do Coronavírus tenha pressionado bastante as ações de produtores/exportadores de proteína recentemente, por temores de que o acesso à China seja prejudicado devido a

restrições de logística e demanda à medida que o governo toma medidas para impedir a propagação do vírus, continuamos acreditando que esses impactos tendem a ter vida curta para produtos básicos como alimentos (dados divulgados recentemente sobre as exportações brasileiras de proteínas continuam sugerindo volumes e preços saudáveis). Além disso, o desempenho inferior das ações voltou a colocar o valuation em níveis baratos, com a empresa negociando a um múltiplo normalizado de 5,5x E/V EBITDA 2021 (abaixo do seu histórico de 6,5x, apesar da diminuição de risco da tese), enquanto o FCFE de dois dígitos (14% 2020E ), por si só, sinaliza um carregamento atraente para os acionistas. Também acreditamos que o desconto de longo prazo relacionado à governança corporativa/administração da JBS 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. A listagem nos EUA deve ser outro fator para esse processo de reavaliação, enquanto que as oportunidades de crescimento inorgânico podem ser uma opção interessante, agora que as preocupações com o balanço patrimonial foram praticamente eliminadas.

### **VALE (VALE3):**

---

Estamos mantendo a empresa ao nosso portfólio pois atualmente vemos um risco/retorno assimétrico. A empresa passou por uma reforma radical desde Brumadinho em termos de governança, segurança e risco operacional, e a administração tem sido extremamente focada na reparação, o que realmente aplaudimos. Isso ajudou a tese da empresa, enquanto muitos dos fatores negativos nas projeções sobre o preço das ações no período pós-tragédia estão desaparecendo lentamente (medo de aumento de provisões, aumento de royalties/taxa de participação especial, possíveis explosões de barragens, instabilidade operacional). Até agora, os impactos do Coronavírus no minério de ferro foram limitados, mas ainda é um desafio prever o que acontecerá a longo prazo. Nos preços atuais, vemos as ações precificando uma reversão permanente da curva de minério de ferro para ~US\$ 60/t, o que consideramos exagerado. Com os preços do minério de ferro atualmente ainda na faixa de US\$ 80-90/ton, a empresa está acumulando caixa (rendimentos próximos a 15%) e vemos a retomada da distribuição de dividendos apenas como uma questão de tempo (primeiro semestre). Atualmente, vemos a Vale negociando a ~3,5x EBITDA 2020, que acreditamos ser um dos nomes mais baratos em todo o Ibovespa.

### **PETROBRAS (PETR4):**

---

Estamos mantendo a Petrobras em nossa carteira apesar da recente queda nos preços do petróleo, que agora estão em ~USD 50,5/bbl, ou queda de ~15% em pouco mais de uma semana. Embora reconhecemos que ainda é muito cedo para uma avaliação mais precisa de quanto mais impacto o novo Coronavírus pode afetar a demanda global de petróleo, acreditamos que os riscos parecem distorcidos. Reiteramos nossa visão da companhia como uma das melhores teses de recuperação em nossa cobertura, com uma combinação convincente de (i) redução de riscos por meio de seu programa de desinvestimento que deve continuar a desalavancar a empresa, (ii) maiores retornos por melhor alocação de capital e foco em seu segmento de E&P e (iii) maiores pagamentos de dividendos a partir de 2021. Com isso em mente, esperamos que a empresa continue entregando na maioria das frentes que pode controlar e prevemos uma CAGR de produção de 5% até 2024. Por fim, esperamos que a Petrobras comece a receber ofertas vinculativas para 4 de suas refinarias à venda no 1S20, adicionando espaço para uma potencial valorização no curto prazo.

### **B3 (B3SA3):**

---

Desde a conclusão do processo de arbitragem no final de 2019, a volatilidade das ações da B3 aumentou substancialmente. As discussões sobre competição ressurgiram e a CVM divulgou uma audiência pública para concluir os ajustes no regulamento, buscando deixar as regras do jogo mais claras e permitir a concorrência. Acreditamos que a concorrência chegará em algum momento, mas sinalizamos que as barreiras de entrada permanecem grandes, com impacto limitado nos resultados dos próximos anos. Além disso, lembramos que o mercado financeiro do Brasil passou por um longo período de exclusão. E esse ciclo está apenas revertendo agora, o que libera uma forte dinâmica de crescimento de lucro e volumes.

### **LOCALIZA (RENT3):**

---

As taxas de crescimento do negócio de alugueis de carros têm sido nada mais, nada menos do que estelares (especialmente as da Localiza, cujos volumes de alugueis 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.

### **SABESP (SBSP3):**

---

Apesar do recente rali observado em todas as ações do nosso universo de cobertura em serviços básicos, ainda vemos a Sabesp com uma interessante dinâmica de risco-retorno. Após a aprovação do projeto de lei nº 4.162, também conhecido como o Novo Marco Legal do Saneamento Básico, pela Câmara dos Deputados, e notícias recentes destacando um acordo entre os senadores sobre o não adiamento do prazo de aprovação do novo marco regulatório para além de março, esperamos uma tendência positiva para a Sabesp. Naturalmente, ainda não está claro o que o Governo de São Paulo planejou para a Sabesp, no entanto, nosso preço-alvo de R\$ 57/ação não inclui nenhuma vantagem da privatização. Dito isso, mesmo em uma estrutura HoldCo, dependendo do parceiro contratado, poderíamos esperar pelo menos uma melhoria marginal na governança corporativa. Por isso, acreditamos que a Sabesp ainda oferece uma dinâmica de risco-retorno decente. O potencial para o estado de São Paulo captar recursos por meio de um processo de privatização também é muito maior do que se optar por uma estrutura da HoldCo. Claro, não existem muitos players com capital para emitir um cheque (potencial) de R\$ 60 bilhões para a Sabesp, mas recentemente vimos vários players demonstrando grande interesse em adquirir uma participação na empresa. Atualmente, vemos a Sabesp sendo negociada a 0,93x EV/RAB (R\$ 59/ação), enquanto nosso cenário otimista (privatização) implicaria 1,4x EV/RAB (R\$ 85/ação).

### **LOJAS RENNER (LREN3):**

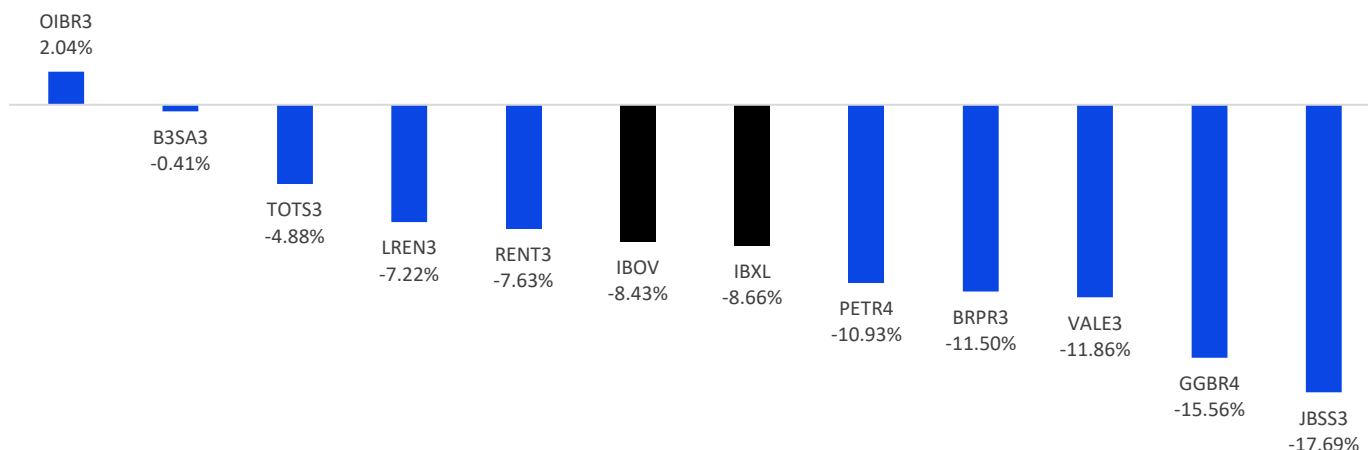
---

O histórico consistente da Lojas Renner 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 29x P/L para 2020 e 27x P/L para 2021, o que não é uma barganha, mas é uma boa alternativa de exposição ao setor de varejo. Esperamos também que a empresa tenha um CAGR do seu lucro líquido de 17% nos próximos cinco anos.

## Rentabilidade Histórica:

Gráfico 11: Performance por ação em fevereiro de 2020:

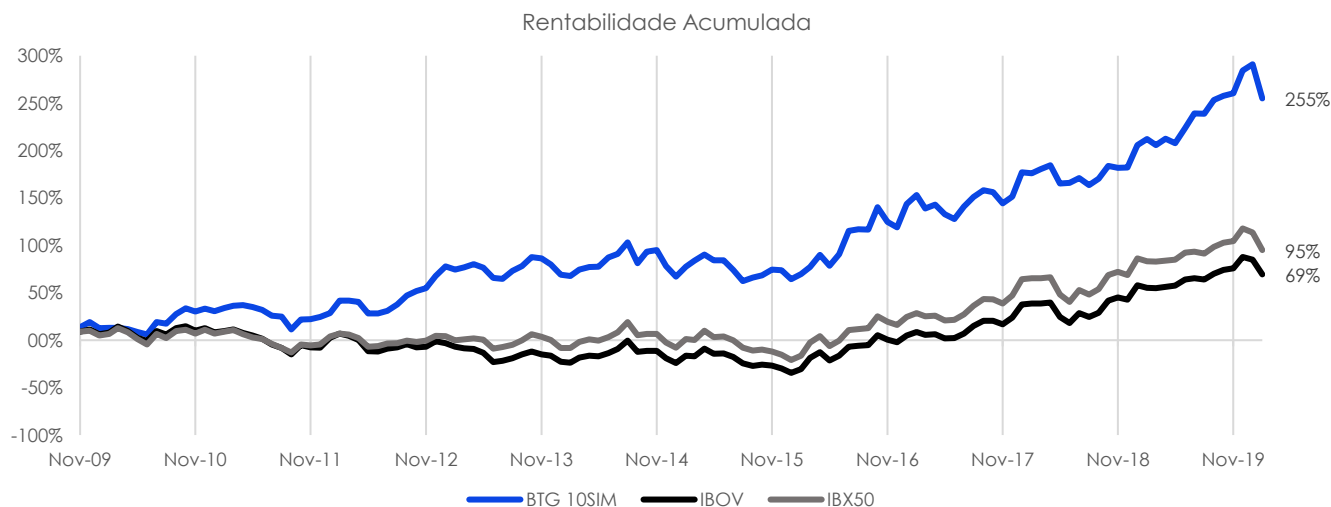


Fonte: BTG Pactual e Economica

## Performance Histórica:

Em fevereiro, nossa Carteira Recomendada de Ações se desvalorizou -9,2%, abaixo do Ibovespa (-8,4%) e do IBRX-50 (-8,7%). 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 255,0%, ante 69,3% do Ibovespa e 95,1% do IBX-50.

Gráfico 12: Performance Histórica (desde outubro de 2009)



**Tabela 4: 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.
<b>2009</b>										0,2%	13,3%	4,8%	19,1%	11,5%	19,1%	11,5%
<b>2010</b>	-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%
<b>2011</b>	-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%
<b>2012</b>	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%
<b>2013</b>	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%
<b>2014</b>	-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%
<b>2015</b>	-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%
<b>2016</b>	-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%
<b>2017</b>	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%
<b>2018</b>	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%
<b>2019</b>	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%	88,0%
<b>2020</b>	1,7%	-9,2%											-7,7%	-9,9%	255,1%	69,4%

Fonte: BTG Pactual e Economática

## Informações Importantes:

- Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do 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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)*