BTG Pactual digital

Carteira Recomendada de Ações

Abril/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.

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

Pontos Principais

Um portfólio diversificado para tempos de grande incerteza

Enquanto o Ibovespa caiu 30% em março, o impacto da crise nos preços dos ativos brasileiros ainda não é claro. Com um cenário incerto à nossa frente, decidimos aumentar a qualidade e a defesa de nosso portfólio, além de torná-lo mais diversificado. Agora temos uma combinação de exposição cambial/chinesa, pagadores de dividendos, revendedores resilientes, serviços financeiros e software.

Câmbio, exportações e China: Vale, JBS e Rumo

Com o dólar acima dos R$ 5,00, decidimos expor parte do portfólio à moeda forte. Optamos por permanecer com exportadores que têm uma demanda sólida por seus produtos e que estão particularmente expostos à China. A produtora de minério de ferro Vale (**VALE3**), negociada a 3,5x EV/EBITDA, e a produtora de carne bovina JBS (**JBSS3**) (rendimento de 18% FCF) se encaixam nessa descrição. A operadora ferroviária Rumo (**RAIL3**) deve se beneficiar do aumento das exportações de soja para a China – TIR real de 9%.

Pagadores de dividendos (Taesa, TRPL) e grandes bancos (BB)

Agora, temos parte do portfólio exposta a consistentes e fortes pagadores de dividendos. As receitas das empresas de transmissão, Taesa (**TAEE11**) e TRPL (**TRPL4**), não estão expostas ao risco de volume e possuem dividendos de dois dígitos. Os bancos estão de volta no 10SIM. Os grandes bancos brasileiros são sólidos e especialistas em lidar com crises. O Banco do Brasil (**BBAS3**), com sua carteira de empréstimos corporativos aprimorada, está sendo negociado a 0,8x P/BV 2019.

Varejistas & shoppings resilientes (CBD, Multiplan) e bons negócios (B3, Totvs)

Estamos mantendo a exposição ao varejo por meio de nomes mais resilientes e, com isso, adicionamos a cadeia de supermercados CBD (Companhia Brasileira de Distribuição) e a operadora de shoppings centers Multiplan (**MULT3**). O

primeiro é provavelmente um dos poucos varejistas que experimentam um aumento nas vendas, enquanto o portfólio premium de shoppings do último pode ajudar a enfrentar a crise. Por fim, a fabricante de software Totvs (**TOTS3**) e a Bolsa de Valores B3 (**B3SA3**), com seus modelos de negócios resilientes, completam o 10SIM.

Tabela 1: Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

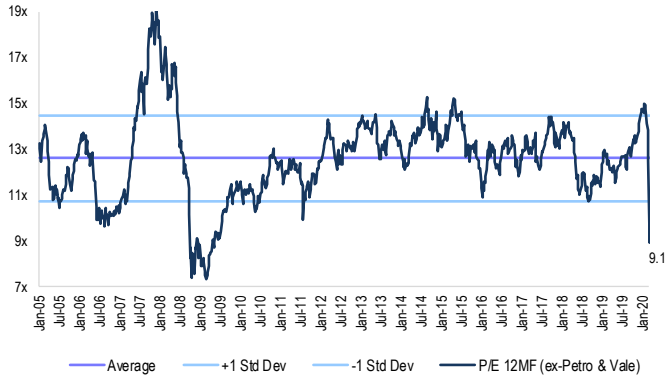
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R$ mn)	P/L 2020
Vale	Metais Básicos	VALE3	15%	221.644	5,4x
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	79.513	3,4x
B3	Financeiras	B3SA3	10%	73.455	17,3x
JBS	Alimentos e Bebidas	JBSS3	10%	54.207	6,3x
Rumo	Infraestrutura	RAIL3	10%	30.635	19,1x
CBD	Varejo	PCAR3	10%	17.779	13,8x
TRPL	Serviços Básicos	TRPL4	5%	13.471	8,9x
Multiplan	Shoppings	MULT3	10%	11.381	32,9x
Taesa	Serviços Básicos	TAEE11	10%	8.977	8,8x
TOTVS	Tecnologia	TOTS3	10%	8.901	22,9x

Fonte: BTG Pactual e Economatica

Tempos incertos, necessidade de diversificação e cautela

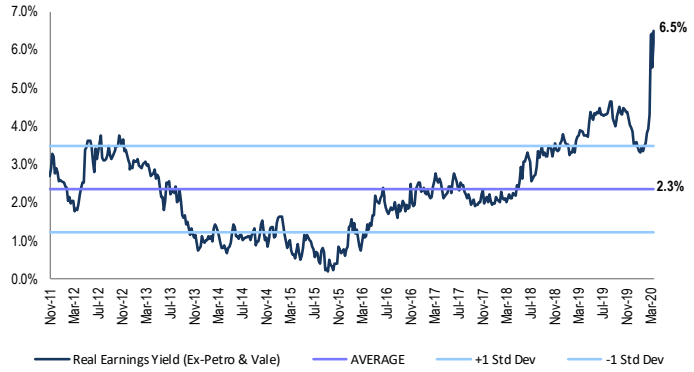
Nesse ponto, é justo dizer que as medidas para combater a pandemia do coronavírus terão um impacto devastador na atividade econômica este ano e possivelmente em parte do próximo ano. A equipe macroeconômica do BTG Pactual cortou sua previsão para o crescimento do PIB em 2020 e agora espera uma contração de 1,5%, embora reconheça que pode ser tão ruim quanto uma queda de 3% a 4%. Em um cenário tão terrível, os lucros das empresas não crescerão mais dois dígitos, como esperado. De fato, eles podem não crescer, nem mesmo em termos nominais (BRL). O colapso de 30% do Ibovespa em março (-40% em USD; S&P 500 -13%) fez com que nosso índice P/L oficial a prazo de 12 meses parecesse atraente à 9,1x (e um favorável prêmio para se manter ações, em 6,5%). No entanto, como nossas estimativas de lucro são revisadas para números mais realistas, provavelmente concluiremos que o P/L provavelmente está muito mais próximo de sua média histórica.

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



Fonte: Economatica e BTG Pactual

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



Fonte: Bloomberg, Tesouro Direto, BTG Pactual

O mercado parece estar precificando estabilidade dos lucros

Embora nossa equipe já tenha feito algumas revisões em nossas previsões dos lucros, o mercado acredita claramente que há muito mais a fazer.

Nesse ponto, nossas estimativas consolidadas dos lucros ainda apontam para um crescimento nominal de 25% em 2020. Dada a forte desaceleração econômica esperada em todo o mundo e no Brasil, é razoável supor que o crescimento dos lucros este ano será muito menor do que o inicialmente esperado por nós, ou seja, antes do surto do novo coronavírus.

Realizamos algumas análises de sensibilidade para estimar o quanto o crescimento dos lucros o mercado está precificando neste momento. Nossa premissa básica é que os valuations consolidadas acabariam convergindo para seus níveis históricos, ou seja, um P/L a prazo de 12 meses de 12,6x.

De acordo com nossas estimativas, a preços atuais de mercado, para voltar à média histórica, os lucros consolidados teriam que permanecer estáveis em termos nominais (BRL) em 2020. Dado que as expectativas de inflação para 2020 são de 3%, um crescimento nominal flat dos lucros provavelmente é consistente com uma contração real de PIB de 2-3%, o que parece razoável.

Tabela 2: P/L de 12 meses projetados sob diferentes estimativas de crescimento

Consolidado

			Crescimento de Lucros vs. 2019					
(R$ bilhões)	Lucro 2020E	Lucro 2019E	Queda de 10%	Queda de 5%	Queda de 3%	Crescimento de 0%	Crescimento de 3%	Crescimento de 5%
Market Cap	2,612	2,612	2,612	2,612	2,612	2,612	2,612	2,612
Lucro	266	211	190	200	205	211	217	222
Preço/Lucro 12m projetados	**9,8**	**12,4**	**13,8**	**13,0**	**12,8**	**12,4**	**12,0**	**11,8**

Ex- Petro & Vale

			Crescimento de Lucros vs. 2019					
(R$ bilhões)	Lucro 2020E	Lucro 2019E	Queda de 10%	Queda de 5%	Queda de 3%	Crescimento de 0%	Crescimento de 3%	Crescimento de 5%
Market Cap	2,206	2,206	2,206	2,206	2,206	2,206	2,206	2,206
Lucro (Ex - Petro & Vale)	233	186	167	177	180	186	192	195
Preço/Lucro 12m projetados	**9,5**	**11,9**	**13,2**	**12,5**	**12,2**	**11,9**	**11,5**	**11,3**

Source: estimativas BTG Pactual

Taxas de juros reais mais altas de longo prazo enviam uma mensagem mais preocupante

Embora o impacto da pandemia do coronavírus no crescimento dos lucros e no crescimento econômico de curto prazo pareça inevitável e, até certo ponto, relativamente fácil de precificar, uma questão muito mais fundamental é se as medidas para reduzir o impacto econômico do lockdown, combinadas com uma grande contração econômica, terão um impacto duradouro nas contas fiscais do Brasil.

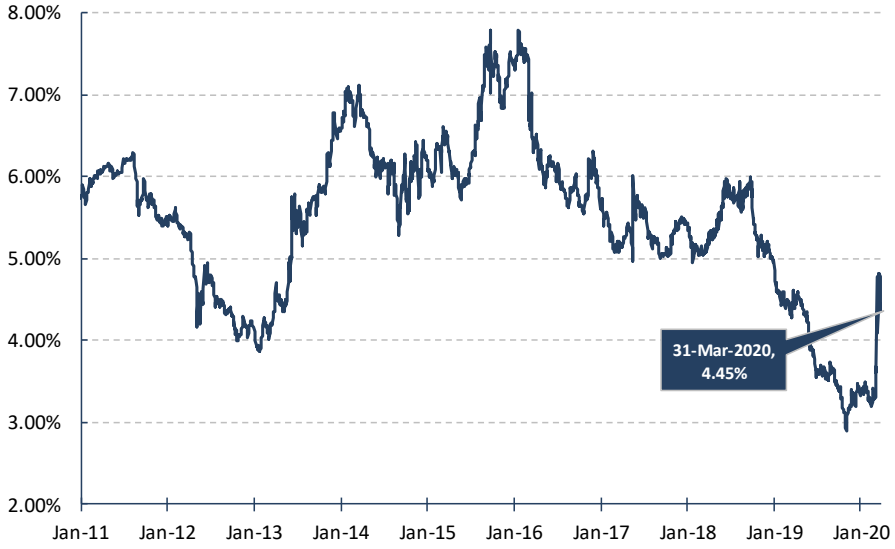
Preocupações de que as contas fiscais possam ter sido fundamentalmente impactadas e menores chances de aprovação das reformas (muito importantes) no curto prazo podem estar por trás do aumento nas taxas de juros reais de longo prazo. Depois de cair de cerca de um patamar de 6,5% quando o presidente Bolsonaro foi eleito, para um mínimo de 3%, as taxas de juros de longo prazo voltaram a 4,5% (gráfico 3).

Alguns podem argumentar que a maioria das medidas anunciadas pelo governo (veja mais detalhes abaixo) são especificamente direcionadas para combater os efeitos do vírus, possuem uma natureza de curto prazo e não têm um impacto particularmente grande nas contas fiscais – o que concordamos. No entanto, há preocupações de que outras medidas, com impactos fiscais duradouros, possam ser propostas e aprovadas como parte do pacote para combater as epidemias.

Além disso, as importantes reformas para consolidar a arrecadação fiscal do país (há três emendas constitucionais em discussão no Congresso que facilitariam muito para os estados, municípios e governo federal gerenciarem seus orçamentos) e a reforma administrativa provavelmente não serão votados este ano.

Um cenário de crescimento econômico ainda decente no longo prazo (cerca de 2%), inflação de 3% e taxas de juros reais de longo prazo de 4,5% indicariam um múltiplo P/L justo de aproximadamente 12,0x, provavelmente não muito diferente do atual P/L consolidado quando as projeções dos lucros forem ajustadas à nova realidade.

Gráfico 3: Evolução do juro real de longo prazo (NTN-B 2035)



Fonte: Economatica e BTG Pactual

O impacto fiscal das medidas anunciadas é relativamente limitado

Nas últimas semanas, o Ministério da Economia, bancos públicos e o Banco Central apresentaram uma série de medidas destinadas a combater a epidemia do coronavírus e seus impactos na economia. O foco das medidas anunciadas é proteger os mais vulneráveis, fornecer liquidez às pequenas e médias empresas e evitar demissões em massa. O pacote total soma R$ 1,8 trilhão, equivalente a 24,5% do PIB do Brasil.

No entanto, do pacote de R$ 1,8 tri, R$ 1,2 tri são medidas anunciadas pelo Banco Central para injetar liquidez no sistema financeiro do Brasil, ou seja, não devem ter nenhum impacto nas contas fiscais do país (tabela 3).

Tabela 3: Medidas anunciadas pelo Banco Central

F	Banco Central	R$ Bilhões 1.216,2	% do PIB 16.6	Budget Fical	Budget Quasi-fical	Impacto Fiscal	Item Fiscal
47	Redução na alíquota do recolhimento compulsório sobre recursos a prazo de 31% para 25%	50,0	0,7			n/a	n/a
48	Melhora na necessidade de as instituições carregarem outros ativos ilíquidos de alta qualidade necessários para o cumprimento do LCR	85,0	1,2			n/a	n/a
49	Redução adicional da alíquota de compulsório sobre depósitos a prazo de 25% para 17%, até dezembro	68,0	0,9			n/a	n/a
50	Novo Depósito a Prazo com Garantias Especiais – NDPGE, permitindo uma expansão da concessão de crédito	200,0	2,7			n/a	n/a
51	Flexibilização de regras da LCA, ampliando o potencial de expansão do crédito	2,2	0,0			n/a	n/a
52	Empréstimo com lastro em debêntures	91,0	1,2			n/a	n/a
53	Ampliação do limite de recompra de Letras Financeiras de emissão própria	-	-			n/a	n/a
54	Empréstimos aos bancos com lastro em Letras Financeiras (LF) garantidas por operações de crédito	670,0	9,1			n/a	n/a
55	Não dedução no capital dos efeitos tributários decorrente de overhedge de investimentos em participações no exterior	-	-			n/a	n/a
56	Retomada de operações de compra com compromisso de venda (repo) de títulos soberanos brasileiros denominados em dólar, com o objetivo de aumentar liquidez	50,0	0,7			n/a	n/a
57	Dispensa para os bancos e cooperativas de aumentarem o provisionamento no caso de repactuação com empresas e domicílios, por 6 meses	-	-			n/a	n/a
58	Redução do Adicional de Conservação de Capital Principal, o adicional de capital principal foi reduzido de 2,5% para 1,25% pelo prazo de 1 ano	-	-			n/a	n/a

Source: Banco Central do Brasil e BTG Pactual

Os bancos públicos Caixa, Banco do Brasil e BNDES irão contribuir com R$ 246 bilhões em uma combinação de diversas expansões de linhas de crédito, incluindo agronegócio, segmento imobiliário, necessidades de capital de giro e adiamento de juros e pagamentos de principal em determinados empréstimos (tabela 4).

Tabela 4: Medidas anunciadas pelos bancos públicos

D	Bancos Públicos	R$ Bilhões 246.0	% do PIB 3.4	Budget Fical	Budget Quasi-fical	Impacto Fiscal	Item Fiscal
27	Suspensão de pagamento do juros e do principal de operações diretas de crédito por 6 meses, com manutenção do prazo total (BNDES)	19,0	0,3			Não	n/a
28	Suspensão de pagamento do juros e do principal de operações indiretas de crédito por 6 meses, com manutenção do prazo total (BNDES)	11,0	0,1			Não	n/a
29	Reforçando a oferta de capital de giro para micro e pequenas empresas, com limite de R$70 milhões (BNDES)	5,0	0,1			Não	n/a
30	Disponibilização de linhas de capital de giro, de investimento e de antecipação de recebíveis (BB)	48,0	0,7			Não	n/a
31	Expansão de crédito agrícola (BB)	25,0	0,3			Não	n/a
32	Expansão de crédito imobiliário (BB)	24,0	0,3			Não	n/a
33	Expansão de linhas de crédito para estados e munícipios para financiar compra de equipamentos e obras na área de saúde (BB)	3,0	0,0			Não	n/a
34	Reforço de linhas de capital de giro para micro e pequenas empresas (Caixa)	60,0	0,8			Não	n/a
35	Auxílio em folhas de pagamento e para os empréstimos para veículos (Caixa)	40,0	0,5			Não	n/a
36	Expansão de crédito agrícola (Caixa)	6,0	0,1			Não	n/a
37	Serão liberados orçamentos para linhas destinadas a santas casas e hospitais filantrópicos que prestam serviço ao SUS, para reestruturação de dívidas e novos recursos (Caixa)	5,0	0,1			Não	n/a
38	Aumento no volume de crédito para estados e municípios, com a possibilidade de uma expansão adicional (Caixa)	-	-			Não	n/a
39	Redução nas taxas de juros nas linhas de crédito e com a possibilidade de suspensão dos pagamentos por até 90 dias para pessoas físicas e para pessoas jurídicas, incluindo crédito habitacional (Caixa)	-	-			Não	n/a
40	Os bancos privados irão extender os vencimentos dos pagamentos das pessoas físicas e empresas (micro, pequenas e médias) por 60 dias	-	-			Não	n/a

Source: BNDES, Banco do Brasil, Caixa e BTG Pactual

Os outros R$ 338 bilhões, ou 4,6% do PIB, são medidas que, de uma forma ou de outra, lidam com o orçamento fiscal do país. No entanto, uma parcela relativamente grande dessas medidas refere-se a pagamentos antecipados ou adiamento

de cobranças de impostos incluídos no orçamento atual e que ainda devem ser executados em 2020. Em outras palavras, essas medidas não estão criando novas despesas ou eliminando receitas futuras. Quando nós ajustamos, ficamos com R$ 164 milhões, ou 2,2% do PIB, em novas despesas de fato.

Tabela 5: Medidas anunciadas para proteger as pessoas com maior vulnerabilidade

A	Proteção para os indivíduos mais vulneráveis	R$ Bilhões 128.4	% do PIB 1.7	Budget Fical	Budget Quasi-fical	Impacto Fiscal	Item Fiscal
1	Antecipação do pagamento da primeira parcela do 13º dos aposentados e pensionistas do INSS para abril	23,0	0,3	•		Não	Despesa
2	Antecipação do pagamento da segunda parcela do 13º dos aposentados e pensionistas do INSS para maio	23,0	0,3	•		Não	Despesa
3	Transferências de recursos em contas do PIS/Pasep para o FGTS a fim de liberar esse recurso para saques (BNDES)	21,5	0,3		•	Não	n/a
4	Auxílio emergencial de R$ 600 para trabalhadores sem carteira assinada, incluindo autônomos, e em contrato intermitente por 3 meses ou pelo tempo que este estado de emergência permaneça. Esse benefício não será acumulado com o seguro social, BPC, Bolsa Família e seguro desemprego	45,0	0,6	•		Sim	Despesa
5	Pagamento adiantado do Abono Salárial em junho	12,8	0,2	•		Não	Despesa
6	Fortalecimento do programa Bolsa Família, alocando recursos para expandir o número de beneficários para 1 milhão de famílias	3,1	0,0	•		Sim	Despesa
7	Reduçao das taxas de juros nas folhas de crédiro e extensão do prazo de pagamento	-	-		•	Não	n/a
8	Simplificação do processo operacional para garantir os benefícios do INSS e fortalecimento do canal de assistência virtual. Atualmente, 90 dos 96 serviços do INSS já podem ser solicitados automaticamente, via app ou telefone.	-	-	•		Não	Despesa

Source: Ministério da Economia e BTG Pactual

Tabela 6: Medidas anunciadas para evitar demissões em massa

B	Proteções aos empregos	R$ Bilhões 109.4	% do PIB 1.5	Budget Fical	Budget Quasi-fical	Impacto Fiscal	Item Fiscal
9	Foi anunciada uma linha de financiamento a juros reduzidos para micro e pequenas empresas . O objetivo é custear a folha de pagamento dessas empresas e garantir empregos. Pela iniciativa, o governo vai arcar com os salários de funcionários no valor de até dois salários mínimos (R$ 2.090) durante dois meses. Durante esse período, a empresa que aceitar o financiamento não poderá demitir seus trabalhadores. A linha de crédito prevê juros de 3,75% ao ano, com zero de spread bancário, ou seja, não haverá lucros para os bancos nesta operação. 85% da operação é subsidiada pelo Tesouro, através do BNDES e os outros 15% através de bancos privados.	40,0	0,5	•		Sim	Despesa
10	Adiamento do pagamento do FGTS por 3 meses	30,0	0,4		•	Não	Receita
11	Adiamento do pagamento do "Simples" por 3 meses (apenas para impostos federais)	22,2	0,3	•		Sim	Receita
12	Auxílio para pessoas com renda de até 2 salários mínimos que tiverem redução de salário e jornada em função da crise do coronavírus. Eles deverão receber mensalmente até 25% do que teriam direito caso solicitassem o seguro-desemprego.	10,0	0,1	•		Sim	Despesa
13	Expansão de crédito para micro e pequenas empresas	5,0	0,1		•	Não	n/a
14	Uma redução de 50% na continuição do "Sistema S"por 3 meses	2,2	0,0		•	Não	Receita
15	Simplificação para empréstimos e renúncia a necessidade de documentação para renegociação	-	-	n/a	n/a	Não	n/a
16	Facilitação de regras aduaneiras de entradas e de matérias-primas	-	-	n/a	n/a	Não	n/a
17	Facilitação temporária para as negociações trabalhistas de modo a reduzir os custos do contrato de trabalho e preservar os vínculos empregatícios, dentro dos limites previstos na Constituição Federal. Adoção das seguintes medidas: teletrabalho, antecipação de férias individuais, decretação de férias coletivas, adoção e ampliação de banco de horas, redução proporcional de salários e jornada de trabalho, antecipação de feriados não religiosos	-	-	•		Não	Receita
18	PGFN suspende prazos e atos de cobrança e facilita a renegociação de dívidas ativas, com extensão de prazo por 90 dias	-	-	•		Não	Receita

Source: Ministério da Economia e BTG Pactual

Tabela 7: Medidas anunciadas para combater a pandemia

C	Lutando contra a pandemia	R$ Bilhões 12.0	% do PIB 0.2	Budget Fical	Budget Quasi-fical	Impacto Fiscal	Item Fiscal
19	Abertura de um orçamento de crédito extraordinário para o Ministério da Saúde	5,0	0,1	•		Sim	Despesa
20	Alocação das verbas do fundo do DPVAT para o SUS	4,5	0,1		•	Não	Despesa
21	Realocação de recursos do Census para o Ministério da Saúde	2,3	0,0	•		Não	Despesa
22	Redução das tarifas de importação de remédios e produtos hospitalares até Dez/20	-	-	•		Sim	Receita
23	Isenção temporária do IPI para produtos domésticos e importados para combater o COVID-19	-	-	•		Sim	Receita
24	Suspensão da prova de vida do INSS por 120 dias	-	-	•		Não	Despesa
25	Declaração de calamidade pública, renunciando ao cumprimento da meta déficit primário para 2020	-	-	•		Não	Ambos
26	Liberação imediata de fundos via SUAS (Sistema Único de Assistência Social), para todos	0,2	0,0	•		Não	Despesa

Source: Ministério da Economia e BTG Pactual

Tabela 8: Medidas anunciadas para auxiliar governos estaduais e municipais

E	Estados e Municípios	R$ Bilhões 88.2	% do PIB 1.2	Budget Fical	Budget Quasi-fical	Impacto Fiscal	Item Fiscal
41	Operações de crédito facilitadas	40,0	0,5	•		Não	Dívida
42	Criação de seguro para perda de arrecadação das transferências da União. A medida vai garantir manutenção dos recursos do FPE para estados e FPM para municípios nos mesmos níveis de 2019. Dessa forma, a União vai complementar em R$ 16 bilhões nos próximos quatro meses os recursos transferidos para estados e municípios, levando em conta a perda de arrecadação prevista em função da crise	16,0	0,2	•		Sim	Despesa
43	Suspensão do pagamento das dívidas dos estados com o governo federal por 6 meses	12,6	0,2	•		Sim	Dívida
44	Renegociação das dívidas dos estados e municípios com os bancos federais	9,6	0,1		•	Não	Dívida
45	Transferência de recursos para a saúde (dobrando o montante originalmente solicitado pelo governos sub-nacionais)	8,0	0,1	•		Sim	Despesa
46	Orçamento de Assistência Social	2,0	0,0	•		Sim	Despesa

Source: Ministério da Economia e BTG Pactual

PIB mais baixo pressionará a dívida pública

Embora, inicialmente, o impacto das medidas anunciadas nas contas fiscais do país seja relativamente contido, esperamos que novas medidas sejam anunciadas nas próximas semanas, aumentando a força das medidas fiscais.

Além disso, mesmo que todas as medidas anunciadas afetem apenas o orçamento de 2020 (o pacote anunciado foi projetado para ser pontual, com seus impactos limitados a 2020), o fato de o PIB contrair este ano e de que 2021 começará a partir de uma base mais baixa, deve aumentar os Índices de Dívida/PIB.

No Brasil, a pandemia do COVID-19, até agora, parece mais bem controlada

Enquanto os casos de COVID-19 atingiram outros países ocidentais mais cedo (o que é, portanto, um dos principais indicadores do surto para o Brasil), a curva brasileira de infecções até agora parece relativamente "sob controle", apesar do recente aumento no número de novos casos relatados ontem. Mais precisamente, na terça-feira, o Ministério da Saúde do Brasil confirmou 5.717 infecções por coronavírus no Brasil (vs. 4.579 na segunda-feira, 4.256 casos no domingo e 3.904 no sábado), enquanto 201 mortes (vs. 159 na segunda-feira, 136 no domingo e 114 no sábado) foram reportadas. A taxa de mortalidade está estável em 3,5% nos últimos dias.

Embora tenhamos visto uma aceleração no número de infecções no Brasil, com 1.378 novos casos relatados ontem (de +323 casos na segunda-feira e +353 casos no domingo), acreditamos que esse salto esteja relacionado ao aumento das capacidades de teste do país. O primeiro pacote de testes de diagnóstico Covid-19 encomendado pela Vale (principal

empresa de mineração do Brasil) chegou ao Brasil ontem à tarde. Na semana passada, antes da chegada dos novos kits, estávamos vendo uma desaceleração sustentável no número de casos.

O Ministério da Saúde do Brasil anunciou na semana passada que o país tem como alvo 23 milhões de testes para detectar o coronavírus (5 milhões desses testes foram encomendados pela Vale).

Olhando para o número de casos: São Paulo (2,34 mil casos), Rio de Janeiro (708 casos), Ceará (390 casos) e Brasília (332 casos) abrigam a maioria das infecções confirmadas.

Tabela 9: Rastreando os casos Covid-19 do Brasil vs. outros países (após o 120º caso confirmado)

Days after 120th	Chile	Brazil	United States	Spain	Italy	South Korea
1	156	121	124	120	140	156
2	181	200	158	165	219	346
3	238	234	221	228	322	556
4	434	291	319	282	400	763
5	537	428	435	401	650	893
6	632	621	541	525	888	1,146
7	746	904	704	674	1,128	1,595
8	1,142	1,128	994	1,231	1,694	1,766
9	1,306	1,546	1,301	1,695	2,036	2,337
10	1,610	1,891	1,630	2,277	2,502	3,526
11	1,909	2,201	2,183	3,146	3,089	4,212
12	2,139	2,433	2,770	5,232	3,858	4,812
13	2,449	2,915	3,613	6,391	4,636	5,328
14	2,738	3,417	4,596	7,988	5,883	5,766
15		3,904	6,344	9,942	7,375	6,284
16		4,256	9,197	11,826	9,172	6,767
17		4,579	13,779	14,769	10,149	7,041
18		5,717	19,367	18,077	12,462	7,382
19			24,192	21,571	15,113	7,513
20			33,592	25,496	17,660	7,755
21			43,781	28,768	21,157	7,869
22			54,856	35,136	24,747	7,979
23			68,211	42,058	27,980	8,086
24			85,435	49,515	31,506	8,086
25			104,126	57,786	35,713	8,162
26			123,578	65,719	41,035	8,320
27			143,491	73,235	47,021	8,413
28			163,844	80,110	53,578	8,565
29			188,530	87,956	59,138	8,565
30				95,923	63,927	8,799
31					69,176	8,897
32					74,386	8,961
33					80,589	9,037
34					86,498	9,137
35					92,472	9,241
36					97,689	9,332
37					101,739	9,478
38					105,792	9,583
39						9,786

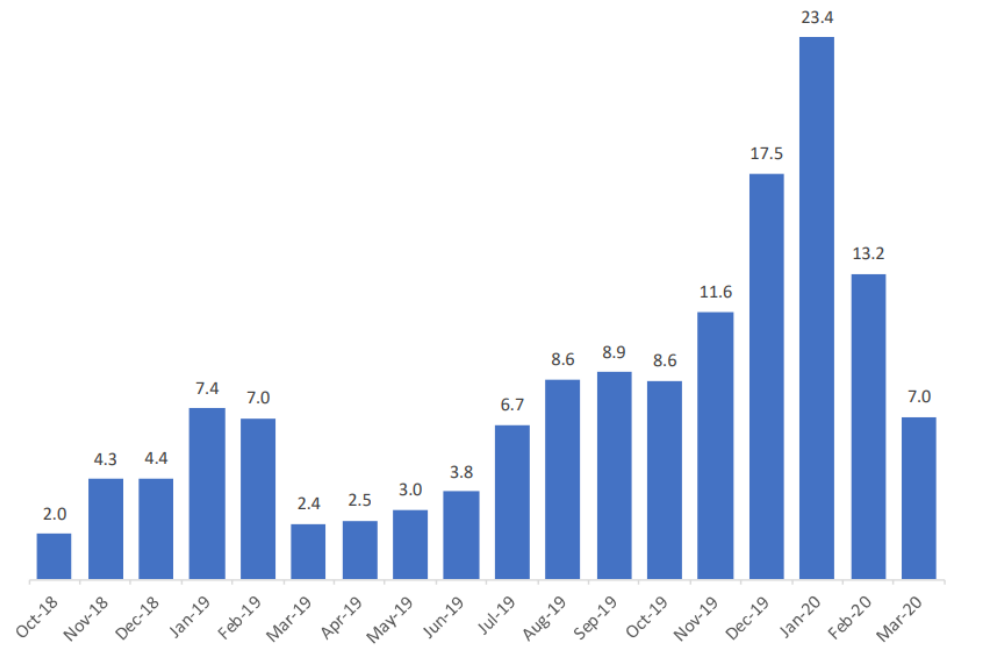
Source: BTG Pactual, Bloomberg and Worldmeters

Os fundos locais ainda registram entradas líquidas de capital, embora muito menos do que antes

Segundo a Anbima, os fundos de ações locais receberam entrada líquida de capital de R$ 23 bilhões em janeiro, R$ 13 bilhões em fevereiro e R$ 7 bilhões em março. Embora o ritmo destas entradas tenha desacelerado fortemente em março, o fluxo de novas entradas líquidas ainda é positivo – ou pelo menos ainda era positivo nos primeiros 20 dias de março.

A Anbima exibe os dados apenas quando o investidor recebe o dinheiro, e a maioria dos fundos de ações tem um período de resgate de 30 dias. O número no gráfico abaixo reflete, principalmente, os pedidos de resgate ocorridos em fevereiro e as entradas ocorridas em março.

Gráfico 4: Fluxos de entrada líquida em fundos de ações locais



Source: Anbima and BTG Pactual

Os fundos de ações globais e de mercados emergentes (GEM) registraram grandes saídas

Refletindo o modo de aversão a risco global causado pelo surto do coronavírus, os fundos ponderados com mandato de alocação em mercados emergentes (GEM) e globais registraram grandes saídas nas últimas semanas. Até meados de fevereiro, os fundos de ações globais e GEM registravam entradas no acumulado do ano no valor de US$ 40 bilhões e US$ 10 bilhões, respectivamente. Mas desde o início da pandemia no mundo ocidental, os fundos globais e GEM registraram saídas de US$ 62 bilhões e US$ 17 bilhões, respectivamente.

Neste momento, não podemos ter certeza de quanto dessas saídas foram do Brasil. Mas, tomando como proxy os níveis de 7,6% e 0,38% que os fundos GEM e globais alocaram em ações brasileiras em fevereiro (últimos dados disponíveis), essas saídas dos fundos globais e GEM representariam uma saída de aproximadamente US$ 1,5 bilhão em ações brasileiras.

Tabela 10: Fluxos semanais - Fundos globais e GEM

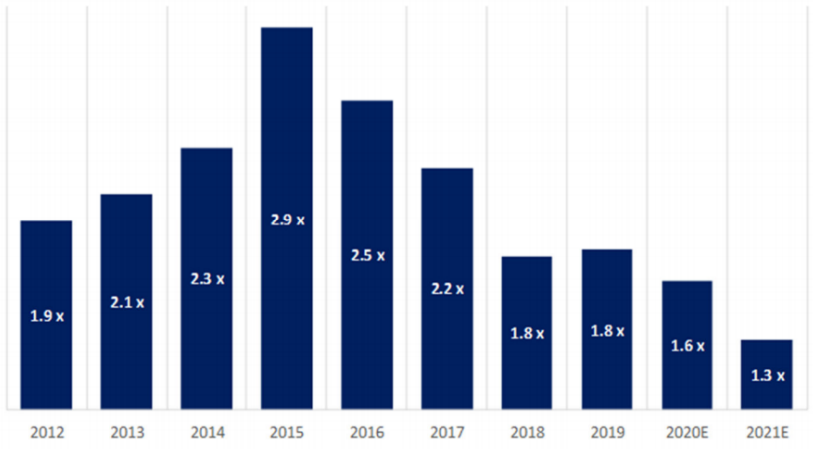
Semana	GEM	Global
2-Jan-20	790	997
9-Jan-20	1.298	3.578
16-Jan-20	1.609	6.747
23-Jan-20	3.27	6.76
30-Jan-20	215	8.42
6-Fev-2020	868	5.526
13-Fev-2020	2.26	7.982
20-Fev-2020	-64	5.964
27-Fev-2020	-1.543	2.468
5-Mar-20	-3.692	-12.892
12-Mar-20	-2.946	-8.486
19-Mar-20	-5.921	-23.721
26-Mar-20	-4.323	-17.315

Source: EPFR

As empresas listadas no Brasil estão menos alavancadas

As empresas listadas no Brasil possuem uma saúde financeira muito melhor para enfrentar uma crise do que há alguns anos, com menor alavancagem e margens líquidas mais altas. Desde 2015, as empresas listadas no Brasil se desalavancaram bastante. Estimamos que elas terminaram 2019 com uma relação Dívida Líquida/EBITDA de 1,8x, abaixo de 2,9x em 2015, e 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 5: Alavancagem das empresas em nossa cobertura (Dívida Líquida/EBITDA)



Source: BTG Pactual estimates

As ações de empresas excessivamente alavancadas tendem a ser mais voláteis

Dito isto, as ações de empresas excessivamente alavancadas tendem a ser mais voláteis, especialmente em tempos de incerteza. Empresas de setores com vendas mais resilientes e previsíveis, como serviços básicos, infraestrutura ou propriedades comerciais, podem lidar confortavelmente com maior alavancagem – esses setores têm índices de Dívida Líquida/EBITDA que variam de 2,2x a 2,5x. Outros setores alavancados, mas cujas vendas podem oscilar mais incluem Papel e Celulose (4,6x) e Companhias Aéreas (2,5x).

Tabela 11: Alavancagem por setor

	2019	2020
Papel & Celulose	4.6x	4.6x
Educação	2.8x	2.2x
Aluguel de carros & Op. Logística	2.8x	2.8x
Serviços Básicos	2.5x	2.4x
Linhas Aéreas & Milhas	2.5x	1.8x
Petróleo & Gás	2.4x	2.3x
Infraestrutura	2.3x	1.8x
Agronegócio	2.3x	1.4x
Propriedas comerciais	2.2x	1.9x
Alimentos & Bebidas	1.5x	1.2x
Bens de Capital	1.1x	1.0x
Varejo	1.0x	0.9x
Metais & Mineração	0.9x	0.8x
Habitação	0.8x	0.8x
Tele & Tech	0.6x	0.5x
Transporte	0.0x	0.2x
Saúde	-0.2x	0.3x

Fonte: estimativas BTG Pactual

Entre as empresas mais alavancadas, destacamos Papel e Celulose (Suzano, 4,9x 2020 e Klabin 4,6x), Cemig (4,0x), CSN (3,5x), BR Foods (3,4x), Cogna (3,2x), Helbor (2,7x) e alguns varejistas (Natura e Marisa 2,9x). Por favor, encontre uma lista completa abaixo.

Tabela 12: Alavancagem das empresas em nossa cobertura (Dívida Líquida/EBITDA)

	Net debt/EBITDA			Net debt/EBITDA	
	2019	2020		2019	2020
SCAR3	6.2 x	4.9 x	CSMG3	1.7 x	1.7 x
SUZB3	5.0 x	4.9 x	MYPK3	1.7 x	1.4 x
OMGE3	4.6 x	3.6 x	RAPT4	1.5 x	1.5 x
CMIG4	4.5 x	4.0 x	SMTO3	1.5 x	1.0 x
ENGI11	4.2 x	4.1 x	CIEL3	1.4 x	1.4 x
COGN3	4.1 x	3.2 x	BRDT3	1.4 x	1.0 x
KLBN11	3.9 x	4.6 x	EMBR3	1.4 x	1.0 x
BRFS3	3.7 x	3.4 x	LAME4	1.4 x	1.1 x
NTCO3	3.7 x	2.9 x	MGLU3	1.4 x	1.2 x
ANIM3	3.7 x	-0.5 x	VVAR3	1.3 x	0.7 x
ALUP11	3.6 x	4.3 x	SBSP3	1.2 x	1.4 x
LLIS3	3.6 x	2.4 x	FLRY3	1.2 x	1.4 x
CSNA3	3.5 x	3.5 x	TUPY3	1.1 x	1.1 x
HBOR3	3.5 x	2.7 x	CYRE3	1.0 x	0.3 x
ECOR3	3.5 x	3.0 x	MRVE3	1.0 x	0.9 x
LCAM3	3.5 x	3.4 x	LOGG3	1.0 x	0.7 x
BEEF3	3.4 x	1.7 x	LREN3	0.9 x	0.9 x
AMAR3	3.3 x	2.9 x	MDIA3	0.9 x	0.7 x
EQTL3	3.3 x	4.4 x	QUAL3	0.9 x	0.6 x
TIET11	3.1 x	2.1 x	VIVT4	0.8 x	0.8 x
UGPA3	3.0 x	2.6 x	YDUQ3	0.8 x	1.8 x
MRFG3	3.0 x	2.7 x	BKBR3	0.8 x	0.3 x
TAEE11	3.0 x	3.7 x	CRFB3	0.7 x	0.4 x
CPFE3	2.8 x	2.5 x	TRPL4	0.6 x	0.4 x
RENT3	2.7 x	2.7 x	TGMA3	0.5 x	0.5 x
JBSS3	2.7 x	2.0 x	ALSO3	0.5 x	0.2 x
USIM5	2.6 x	2.1 x	VALE3	0.5 x	0.5 x
CVCB3	2.6 x	2.1 x	ARZZ3	0.4 x	0.3 x
LIGT3	2.6 x	3.5 x	WEGE3	0.3 x	0.5 x
AALR3	2.6 x	1.9 x	RADL3	0.3 x	0.0 x
CSAN3	2.6 x	1.5 x	DIRR3	0.2 x	0.2 x
BRML3	2.6 x	2.4 x	TIMP3	0.2 x	0.0 x
EGIE3	2.5 x	2.3 x	STBP3	0.0 x	0.2 x
GOLL4	2.5 x	1.8 x	B3SA3	0.0 x	0.0 x
CPLE6	2.4 x	2.2 x	VULC3	0.0 x	-0.3 x
IGTA3	2.4 x	2.1 x	CNTO3	0.0 x	-0.5 x
MULT3	2.4 x	1.9 x	PCAR3	-0.1 x	0.6 x
PETR4	2.4 x	2.3 x	WIZS3	-0.1 x	-0.5 x
MOVI3	2.3 x	2.7 x	SEER3	-0.2 x	-0.4 x
POMO4	2.3 x	1.6 x	ABEV3	-0.4 x	-0.4 x
MEAL3	2.3 x	1.7 x	HYPE3	-0.6 x	-0.5 x
CCRO3	2.1 x	1.6 x	HAPV3	-0.6 x	-0.3 x
SAPR4	2.1 x	1.9 x	TRIS3	-0.7 x	1.9 x
BRPR3	2.1 x	2.6 x	BTOW3	-1.1 x	-1.3 x
EVEN3	2.1 x	1.3 x	ODPV3	-1.3 x	-1.0 x
RAIL3	2.0 x	1.5 x	TCSA3	-1.5 x	21.1 x
VLID3	2.0 x	1.6 x	HGTX3	-1.6 x	-1.9 x
SLCE3	2.0 x	2.4 x	GNDI	-1.8 x	0.2 x
ENBR3	1.9 x	1.4 x	TOTS3	-2.3 x	-2.4 x
DTEX3	1.9 x	1.5 x	TECN3	-3.6 x	0.8 x
GGBR4	1.8 x	1.3 x	LINX3	-3.8 x	-3.9 x
CESP6	1.8 x	0.3 x	EZTC3	-7.8 x	-1.8 x

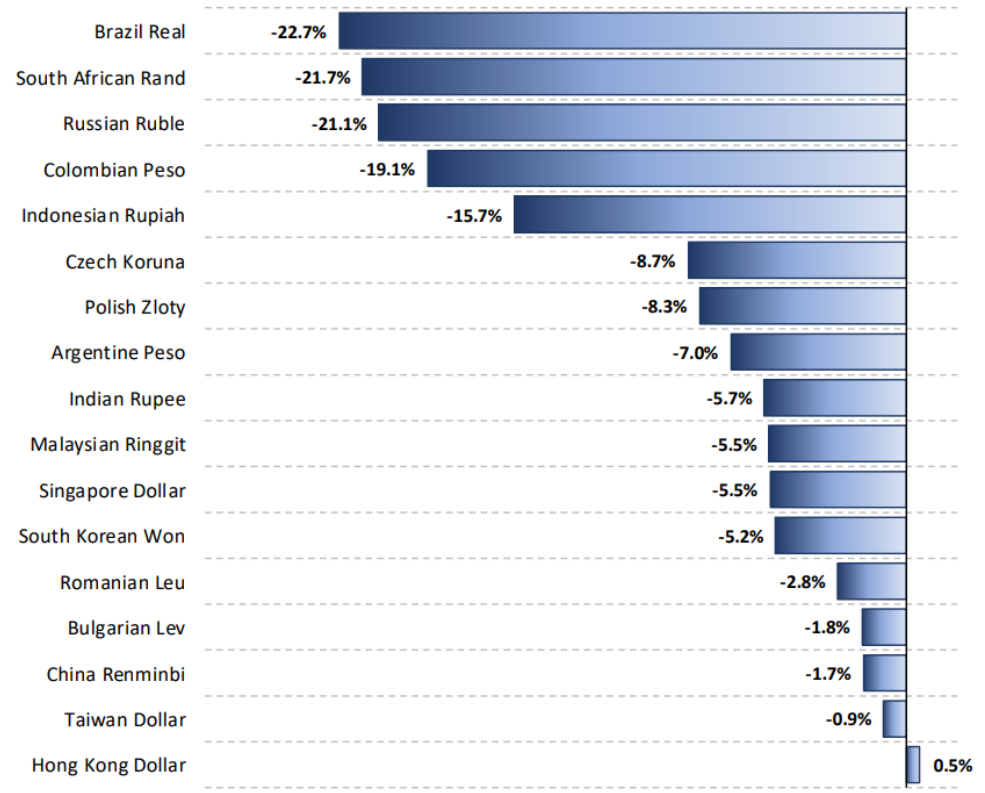
Source: BTG Pactual estimates

Nossas principais opções com exposição a câmbio: Vale, JBS e Minerva

O BRL caiu 23% no acumulado do ano

O novo Coronavírus teve um grande impacto negativo nas moedas emergentes em todo o mundo. O impacto foi particularmente negativo sobre o real, que perdeu 23% de seu valor em relação ao ano anterior, um dos piores desempenhos globalmente entre as moedas emergentes.

Gráfico 6: Retorno spot das moedas de mercados emergentes acumulado no ano (%) - base em USD



Source: Bloomberg and BTG Pactual

Nem todo exportador tende a ganhar no cenário atual

Um real fraco geralmente é muito positivo para os exportadores brasileiros, pois grande parte de suas vendas se dá em dólares americanos, enquanto a maior parte de seus custos está em reais. No entanto, desta vez não é o caso, com vários exportadores prestes a sofrer uma queda acentuada na demanda por seus produtos, devido a esperada desaceleração maciça da atividade econômica global. As empresas de bens de capital (que vendem grande parte de seus produtos na Europa), os fabricantes de aeronaves e os produtores de petróleo devem ver uma grande queda na demanda por seus produtos. Evitaríamos também as ações de papel e celulose por enquanto, já que o setor está relativamente alavancado (4,6x Dívida Líquida/EBITDA) e grande parte de suas vendas também é destinada à Europa.

Vale, JBS e Minerva são as Top Picks em um cenário de BRL mais fraco

Provavelmente faz sentido ganhar exposição a ações particularmente expostas à China. Isso pode parecer estranho inicialmente, pois a China foi a primeira a sofrer com o vírus, mas poderá ser a primeira a se recuperar. A produtora de minério de ferro Vale negocia a 3,0x EV/EBITDA e um rendimento de 20% de FCF, e os preços do minério de ferro têm sido bastante resilientes. Também se destacam as empresas de proteínas, principalmente as produtoras de carne bovina JBS e Minerva (com 21% e 26% de rendimento de FCF). A demanda por seus produtos é relativamente inelástica e o mundo está com falta de carne. Eles também reduziram a alavancagem e melhoraram a liquidez do balanço nos últimos anos.

As linhas aéreas, alguns varejistas, e a M. Dias são os mais afetados

As companhias aéreas Gol e Azul estão entre as mais afetadas por um real mais fraco, já que a maioria de suas vendas é em real, enquanto a maior parte (cerca de 50%) de seus custos de caixa (basicamente combustível) é em dólar. Eles também sofrem com uma redução maciça na demanda por seus serviços. A M. Dias Branco também deve sofrer, pois vende quase todos os seus produtos localmente, mas possui 60% dos custos de caixa em dólares (principalmente trigo). Pelo menos a demanda por seus produtos (massas industrializadas) pode aumentar. Alguns varejistas têm uma parte de seus custos em dólares americanos e podem sofrer pressão de margem. É o caso da Renner (cerca de 25% do CPV) e da C&A (cerca de 28%).

Empresas com dívida em dólar e sem hedge também devem sofrer. É o caso da Oi (53% da dívida em USD), Sabesp (49%) e Cemig (43%), por exemplo.

Procurando por proteção? Nossas principais escolhas para dividendos

Ações com alto rendimento de dividendos: proteção para altos níveis de volatilidade

Com a volatilidade em níveis extremamente altos, os investidores podem estar buscando segurança. No entanto, taxas de juros de curto prazo extremamente baixas reduzem significativamente a atratividade de investimentos com renda fixa. Em nossa opinião, ações com alto pagamento de dividendos ofereceriam aos investidores proteção e melhores rendimentos do que os instrumentos tradicionais de renda fixa.

Com a taxa básica de juros Selic do Brasil em seu nível mais baixo de todos os tempos, a 3,75%, uma seleção de ações poderia pagar aos detentores um rendimento de dividendos mais alto do que investir em instrumentos de renda fixa. Além disso, os dividendos não são tributados (ainda não, pelo menos) no Brasil, enquanto os ganhos com renda fixa pagam imposto de renda variando de 15,0% a 22,5%, dependendo do período de detenção.

Serviços básicos dominam a lista dos principais pagadores: gostamos mais da Taesa e TRPL

Nossas estimativas mostram que as empresas de serviços básicos estão entre as 20 principais ações pagadoras dividendos, alcançando sete posições. Dessas sete, Taesa é a nossa Top Pick, seguida pela Transmissão Paulista (TRPL), AES Tietê e Engie Brasil (cerca de 8,8%). Embora a Copasa esteja no topo da lista, reconhecemos que há riscos para nossas estimativas. Além das empresas deste setor, destacamos Vale, Bradesco, Cyrela e Sulamerica. Os bancos em geral são pagadores de dividendos consistentes (rendimentos variando de 6-7%), bem como as companhias de seguros (cerca de 6-7%), Ambev, Vivo e Cosan (cerca de 6%).

Tabela 13: Dividend Yield – Empresas em nossa cobertura

Company	Dividend Yield		Company	Dividend Yield	
	2020	2021		2020	2021
CSMG3	12.6%	11.8%	ARZZ3	2.9%	3.5%
TAEE11	10.2%	10.1%	ENGI11	2.8%	2.9%
TIET11	9.4%	9.7%	BRML3	2.7%	3.0%
TRPL4	8.8%	9.7%	EQTL3	2.7%	0.0%
EGIE3	8.8%	9.3%	LIGT3	2.6%	3.1%
CPLE6	8.6%	9.1%	SEER3	2.6%	3.2%
MYPK3	7.7%	9.3%	CMIG4	2.5%	0.0%
CYRE3	7.7%	6.8%	TRIS3	2.5%	3.5%
BBDC4	7.7%	6.8%	YDUQ3	2.4%	3.4%
SULA11	7.4%	6.7%	CRFB3	2.4%	2.8%
BRSR6	7.3%	7.6%	CVCB3	2.3%	3.1%
TGMA3	7.2%	8.0%	GGBR4	2.2%	3.5%
VLID3	7.1%	8.3%	SBSP3	2.1%	2.0%
SAPR4	7.0%	7.7%	ALSO3	2.0%	2.5%
SANB11	7.0%	7.6%	CIEL3	2.0%	3.5%
SMTO3	6.9%	6.3%	USIM5	2.0%	3.2%
BBAS3	6.9%	7.5%	IGTA3	1.9%	2.1%
ENBR3	6.9%	8.4%	ALUP11	1.8%	9.4%
VALE3	6.8%	7.1%	MOVI3	1.8%	2.1%
BEEF3	6.7%	6.8%	HBOR3	1.7%	3.2%
DIRR3	6.4%	8.4%	MULT3	1.7%	1.9%
BBSE3	6.3%	6.7%	TOTS3	1.7%	2.6%
MRVE3	6.2%	8.2%	COGN3	1.7%	2.5%
ECOR3	6.0%	8.5%	BKBR3	1.6%	2.4%
ITUB4	6.0%	6.5%	HYPE3	1.5%	1.6%
WIZS3	5.9%	6.4%	RAIL3	1.5%	1.9%
ABEV3	5.8%	6.3%	LREN3	1.3%	1.7%
VIVT4	5.7%	5.5%	LCAM3	1.3%	1.5%
CSAN3	5.6%	8.0%	MDIA3	1.3%	1.7%
EZTC3	5.3%	6.0%	DTEX3	1.2%	1.1%
QUAL3	5.1%	6.5%	LOGG3	1.0%	1.3%
ABCB4	5.1%	6.2%	BIDI11	1.0%	1.7%
VULC3	4.8%	5.5%	WEGE3	1.0%	1.1%
CSNA3	4.6%	4.0%	ANIM3	1.0%	1.6%
SLCE3	4.6%	3.6%	LAME4	1.0%	1.1%
CESP6	4.5%	5.4%	BRPR3	1.0%	1.4%
ODPV3	4.2%	4.0%	RENT3	0.8%	1.1%
PSSA3	4.2%	5.8%	AALR3	0.8%	2.0%
PCAR3	4.2%	4.8%	STBP3	0.8%	1.0%
CCRO3	4.1%	8.3%	VVAR3	0.7%	1.4%
FLRY3	4.0%	4.8%	HAPV3	0.7%	2.0%
JBSS3	4.0%	3.6%	RADL3	0.6%	0.7%
EVEN3	3.9%	6.6%	SCAR3	0.6%	1.0%
KLBN11	3.4%	3.5%	LINX3	0.6%	1.2%
CPFE3	3.4%	3.6%	OMGE3	0.6%	1.0%
RAPT4	3.4%	3.8%	NTCO3	0.3%	0.6%
PETR4	3.3%	3.6%	MGLU3	0.2%	0.2%
TIMP3	3.2%	3.8%	GOLL4	0.0%	0.0%
MEAL3	3.0%	7.3%	BRFS3	0.0%	0.0%
B3SA3	2.9%	3.4%	MRFG3	0.0%	0.0%

Source: BTG Pactual

Carteira Recomendada de Ações (10SIM):

Tabela 3: Alterações na Carteira para o mês de abril

Março				Abril			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Petrobras	Oil & Gas	PETR4	15%	**Banco do Brasil**	Bancos	BBAS3	10%
Vale	Metais Básicos	VALE3	10%	**Vale**	Metais Básicos	VALE3	15%
Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%	**TRPL**	Serviços Básicos	TRPL4	5%
JBS	Alimentos e Bebidas	JBSS3	10%	**JBS**	Alimentos e Bebidas	JBSS3	10%
B3	Financeiras	B3SA3	10%	**B3**	Financeiras	B3SA3	10%
Localiza	Aluguél de Carros	RENT3	10%	**Multiplan**	Shoppings	MULT3	10%
Cosan	Agronegócio	CSAN3	10%	**Taesa**	Serviços Básicos	TAEE11	10%
TOTVS	Tecnologia	TOTS3	10%	**TOTVS**	Tecnologia	TOTS3	10%
Sabesp	Saneamento Básico	SBSP3	10%	**CBD**	Varejo	PCAR3	10%
Oi	Telecom	OIBR3	5%	**Rumo**	Infraestrutura	RAIL3	10%

Fonte: BTG Pactual

Um resumo das escolhas de abril: um portfólio diversificado para tempos incertos

Com um cenário de grande incerteza à nossa frente, decidimos aumentar ainda mais a qualidade e a defesa de nosso portfólio, além de torná-lo mais diversificado. Estamos basicamente procurando: i) empresas com um forte histórico de entrega de resultados superiores; ii) empresas com balanços patrimoniais fortes; iii) exposição cambial via exportadores com boa demanda por seus produtos e particularmente expostos à China; iv) bons e consistentes pagadores de dividendos, com altos rendimentos; v) grandes bancos; e vi) modelos de negócios resilientes.

Para isso, fizemos vários ajustes em nosso portfólio 10SIM neste mês e mudamos seis ações.

Com o BRL acima de 5, acreditamos que faz sentido ter pelo menos parte do portfólio exposto a um USD forte. No entanto, nem todos os exportadores se beneficiarão da mesma forma desta vez. Vários deles podem sofrer uma queda acentuada na demanda por seus produtos devido ao esperado abrandamento maciço da atividade econômica global. Decidimos permanecer com exportadores que têm uma demanda sólida por seus produtos e que estão particularmente expostos à China. A produtora de minério de ferro Vale, negociando a 3,5x EV/EBITDA e um rendimento de 15% FCF, e a produtora de carne bovina JBS (negociando a 21% de rendimento FCF) se encaixam nessa descrição.

Embora a operadora ferroviária Rumo não seja exportadora, ela deve se beneficiar muito do aumento das exportações de soja para a China. A produção de soja do estado de Mato Grosso é muito resistente e os volumes transportados estão melhorando constantemente. Além disso, tendo em vista que a economia chinesa está saindo do modo de bloqueio, o principal cliente da soja brasileira está retomando seu ritmo regular de demanda. Vemos um aumento relevante para a empresa, pois as ações ainda produzem uma TIR atraente de 9% a preços atuais.

Também decidimos expor parte da carteira a fortes e consistentes pagadoras de dividendos. As receitas das empresas de transmissão não estão expostas ao risco de volume e estão entre os maiores pagadores de dividendos do mercado brasileiro. A Taesa e a Transmissão Paulista têm dividend yield de dois dígitos e uma TIR real implícita de 8%, que se compara bastante favoravelmente às taxas de juros de longo prazo no Brasil.

Também decidimos adicionar os bancos de volta ao 10SIM. Os grandes bancos brasileiros são sólidos e especialistas em lidar com crises. O fato de o sistema estar substancialmente concentrado em alguns players gigantes ajuda em situações como essa. Esperamos que os grandes bancos brasileiros sejam fundamentais para ajudar o governo a manter a economia funcionando. Decidimos adicionar o Banco do Brasil ao 10SIM este mês, pois a carteira de empréstimos corporativos do banco melhorou materialmente nos últimos anos (tem grande exposição ao agronegócio e à folha de pagamento) e está sendo negociada a 0,8x 2019 P/BV.

Estamos mantendo a exposição aos varejistas. No entanto, decidimos escolher nomes que acreditamos serem mais resilientes ao novo cenário. Estamos adicionando a cadeia de supermercados CBD e a principal operadora de shopping centers Multiplan. O primeiro é provavelmente um dos poucos varejistas que experimentam um aumento nas vendas, enquanto o portfólio premium de shoppings do último pode ajudar a enfrentar a crise.

Por fim, mas não menos importante, a fabricante de software Totvs e a bolsa de valores B3, com seus modelos de negócios resilientes, completam nosso portfólio.

Ações na Carteira:

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R$ mn)	P/L 2020
Vale	Metais Básicos	VALE3	15%	221.644	5,4x
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	79.513	3,4x
B3	Financeiras	B3SA3	10%	73.455	17,3x
JBS	Alimentos e Bebidas	JBSS3	10%	54.207	6,3x
Rumo	Infraestrutura	RAIL3	10%	30.635	19,1x
CBD	Varejo	PCAR3	10%	17.779	13,8x
TRPL	Serviços Básicos	TRPL4	5%	13.471	8,9x
Multiplan	Shoppings	MULT3	10%	11.381	32,9x
Taesa	Serviços Básicos	TAEE11	10%	8.977	8,8x
TOTVS	Tecnologia	TOTS3	10%	8.901	22,9x

Fonte: BTG Pactual e Economática

Banco do Brasil (BBAS3):

Os grandes bancos no Brasil podem ter várias falhas. Seus aplicativos não são os melhores, o crédito e as taxas são indiscutivelmente caros, enquanto os canais de serviço são demorados e muitas vezes cheios de papelada. Mas há uma coisa que ninguém pode negar: eles são sólidos! São bancos verdadeiramente universais e bem diversificados. A liquidez é outra força (busca por segurança), com mais de 90% do financiamento de investidores locais (em BRL) e predominantemente de varejo. O índice de Capital Nível I é de 14% e é rentável: os grandes bancos privados Itaú, Bradesco e Santander entregaram 21% de ROE em 2019!

O Brasil não é para iniciantes, uma vez que, ao longo dos anos, os bancos enfrentaram hiperinflação, congelamento de preços e o Plano Collor, que sequestrou contas de poupança. Eles sobreviveram à crise do Lehman Brothers em 2008 e à maior crise corporativa da história do Brasil em 2015-16 sem muitas contusões.

Nas crises anteriores, o Banco Central cortou os requisitos de reserva para aumentar a liquidez do sistema. Desta vez, o BC incluiu novos instrumentos (por exemplo, flexibilizando as regras para emissão de crédito, notas financeiras e

empréstimos lastreados em debêntures) para fornecer liquidez e capital suficientes para o sistema financeiro. Como resultado, as medidas do BC poderiam injetar até ~R$ 2,7 trilhões, ou 36,6% do PIB (~R$ 2 trilhões já anunciados e R$ 700 milhões no pipeline) vs. ~R$ 200 bilhões, 5,9% do PIB, em 2008. Poderíamos ver, de fato, o Banco Central comprando empréstimos diretamente de bancos/fundos se o Congresso aprovar uma nova regra para aumentar o poder do Banco Central durante períodos de calamidade.

Apesar de seu histórico de bom desempenho durante a crise, as ações de grandes bancos sofreram muito. De fato, o Banco do Brasil caiu mais no acumulado do ano mais do que a maioria, o que parece exagerado. A preços atuais, vemos o BB sendo negociado em 0,8x BV mais recente e 4,5x P/L 19 (Lucro do ano passado).

O BB melhorou bastante sua carteira de empréstimos corporativos nos últimos anos, e sua grande exposição ao setor de agronegócios "mais seguro" e ao crédito consignado (grande base de funcionários do setor público) significa que o banco espera que seu portfólio se comporte relativamente bem na atual crise. Também sinalizamos que o banco tem menor exposição a um setor de serviços mais arriscado quando comparado a seus pares privados.

TOTVS (TOTS3):

A Totvs possui um modelo de negócios resiliente, com receitas recorrentes de ~76%. No entanto, as vendas da Totvs estão diretamente relacionadas ao desempenho da economia geral (ela vende seus serviços em diferentes setores e regiões). Uma desaceleração econômica e demissões podem afetar negativamente as vendas recorrentes da Totvs, da mesma forma que aconteceu na recessão 2015/2016 – não uma redução drástica, mas uma desaceleração no crescimento. As linhas de receita não recorrentes (vendas e serviços de licenças) estão mais expostas a impactos, à medida que os clientes fecham suas portas. Em nossa opinião, o fato de as vendas da Totvs estarem espalhadas em diferentes setores e geografias é positivo. A ação caiu 46% desde o pico de fevereiro e agora está sendo negociado a 23x P/E 2020 e 3,1x EV/Vendas - níveis bastante atraentes em nossa visão.

CBD (PCAR4):

Os varejistas de alimentos estão posicionados como players mais resilientes durante a crise provocada pelo COVID-19, tendo experimentado um grande aumento de tráfego e volumes nas últimas semanas, à medida que os consumidores antecipam compras e as lojas permanecem abertas. Como resultado, vemos uma tendência melhor para a CBD em 2020, beneficiando-se também da conversão de lojas de hipermercado no formato cash-and-carry (atacado), fechando lojas não lucrativas, bem como da expansão e reforma das lojas da bandeira Pão de Açúcar, o que deve acelerar a recuperação dos fundamentos da empresa. Enquanto isso, em relação à reestruturação do Casino (acionista controlador da CBD na América Latina), apesar da exposição resultante da CBD a mercados fora do Brasil (Colômbia, Argentina e Uruguai), a empresa adquiriu 97% da Éxito, e a melhora da governança corporativa da nova holding na América Latina (agora controlada pela CBD e listada no Novo Mercado) deve ser positiva para as ações.

JBS (JBSS3):

A JBS continua sendo nossa Top Pick no setor de alimentos. Em um mundo com escassez de carne após o surto da peste suína africana, e com a demanda de proteínas demonstrando ser altamente inelástica ao preço e bastante resistente,

acreditamos que a JBS oferece uma proposta convincente para investidores que não têm visibilidade de receita e lucro em outros lugares. A recente depreciação do BRL e o forte momento na maioria de suas divisões devem permitir à JBS manter os resultados operacionais crescendo em 2020, enquanto os valuations estão mais uma vez em níveis baratos, sendo negociadas a um múltiplo de 4,9x EV/EBITDA 2020 (abaixo de seu histórico de 6,5x), com o FCFE de dois dígitos (18% 2020E) sinalizando uma história de transição atraente para os acionistas. Também acreditamos que o desconto de longo prazo relacionado à governança corporativa/administração da JBS desaparecerá gradualmente à medida que (i) a administração se profissionaliza, (ii) a empresa se esforça mais para aprimorar a governança corporativa e (iii) busca uma estrutura de capital mais razoável e um custo mais baixo de dívida. A listagem nos EUA deve ser outro fator para esse processo de reclassificação, enquanto as oportunidades de crescimento inorgânico podem ser uma opção de valor agregado agora que as preocupações com o balanço patrimonial foram praticamente eliminadas.

VALE (VALE3):

Embora geralmente seja uma má ideia comprar ações de commodities durante uma recessão, vemos algumas características defensivas na Vale, que acreditamos que poderiam atenuar a desvantagem (ou garantir um desempenho relativamente superior) em meio à crise do coronavírus. Existem várias razões para acreditar que a China está ressurgindo do vírus e os negócios estão normalizando, o que acreditamos ser o aspecto crítico do nosso relativo otimismo para o caso (a Vale é, em última análise, uma peça da China). Os fundamentos do minério de ferro continuam se mantendo bem com a normalização da China e os desafios da oferta, já que os preços permanecem na faixa de US$ 80-90/t (mesmo que esperemos que os preços caiam mais à frente). Nesses níveis, tudo indica que a Vale poderia entregar acima de US$ 15 bilhões em EBITDA em 2020, colocando a empresa em um rendimento acima de 15% (considerando as saídas de Brumadinho). A alavancagem reduzida da Vale, dívida líquida de ~0,5x em relação ao EBITDA, e o balanço defensivo também devem ajudar a empresa a enfrentar a tempestade. A preços atuais, vemos as ações precificando uma reversão permanente da curva de minério de ferro para ~US$ 59/t, que consideramos exagerados, e vemos a Vale sendo negociada em ~3,5x EBITDA 20.

MULTIPLAN (MULT3):

A Multiplan é reconhecida por possuir ativos de altíssima qualidade na maioria das cidades onde atua. Atualizações recentes em seu pipeline de expansão nos deixaram mais confiantes em uma adição significativa de ABL. Além disso, a empresa tem sido muito ativa na compra de participações minoritárias de seus parceiros em shopping centers, alocando uma quantidade significativa de capital a retornos atraentes.

Mais importante, acreditamos que a Multiplan deve ser a menos impactada pelo surto de Covid19 (a empresa possui uma porcentagem menor de receita de estacionamento do que seus pares e o variável dos aluguéis também é quase insignificantes em comparação aos aluguéis fixos). Portanto, acreditamos que a Multiplan é um porto mais seguro em meio a um cenário incerto.

De acordo com nossas previsões (veja abaixo um resumo de nossas estimativas), as ações da Multiplan estão sendo negociadas a 14x P / FFO '21E, a uma TIR real de 8,5% (o que achamos muito atraente, à luz do portfólio AAA da Multiplan) shopping centers). Portanto, a Multiplan é a nossa escolha favorita para uma visão mais desafiadora.

B3 (B3SA3):

Com um bom grau de confiança, a B3 apresentará o melhor trimestre de todos os tempos no 1T20. No trimestre, o volume médio diário de negociação de ações é de R$ 29 bilhões, um aumento de 48% t/t. E os volumes futuros também subiram devido a uma maior volatilidade em ações, taxas de juros e câmbio. Portanto, não é uma surpresa total para nós que o B3 venha performando melhor que os demais no acumulado do ano. O IBOV caiu 37% e o B3 caiu apenas 15%.

TAESA (TAEE11) & TRPL (TRPL4):

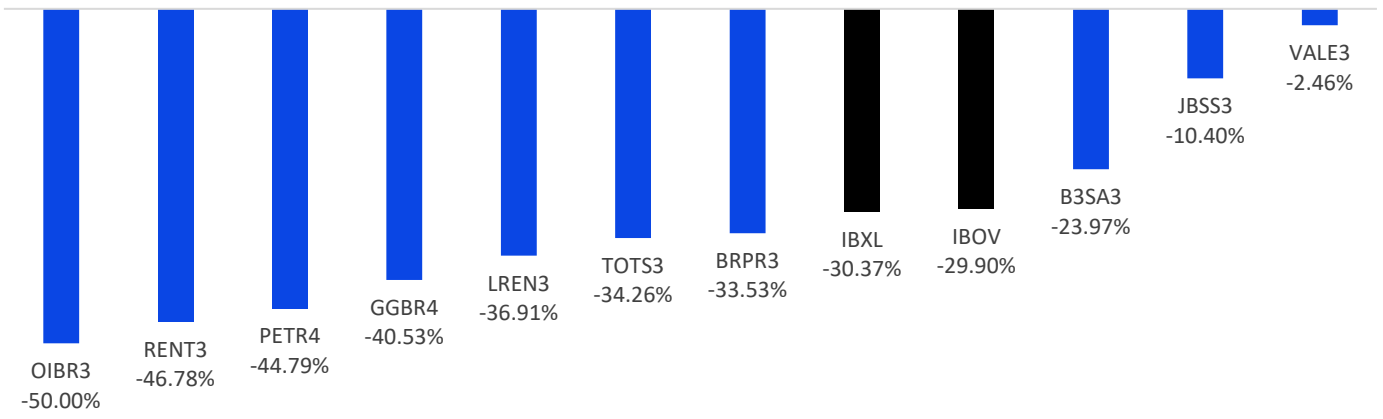
Sem dúvida, o segmento de transmissão é o menos afetado pelo recente surto de Covid-19, pois as receitas de transmissão não estão expostas a nenhum risco de volume. Obviamente, histórias semelhantes a títulos foram afetadas pelo aumento das taxas de juros de longo prazo. Mas, mesmo levando isso em consideração, vemos os dois nomes sendo negociados a uma TIR real implícita próxima a 8%, ainda um desconto de 400 bps em comparação aos títulos do tesouro do Brasil. Também as vemos como bons nomes de para se manter, visto que têm gerado dividendos de dois dígitos. O que vemos como risco para os dois nomes é que eles possuem ativos em construção que podem ser afetados por atrasos potenciais do atual bloqueio.

RUMO (RAIL3):

Rumo continua sendo um dos nossos nomes preferidos para um ambiente de mercado tão volátil. Os negócios da empresa estão se mostrando defensivos e não relacionados à maior parte da desaceleração das atividades atualmente em vigor no país. A produção de soja do estado de Mato Grosso está sendo muito resistente e os volumes transportados estão melhorando constantemente, à medida que a Rumo implementa seu plano de expansão de capacidade. Além disso, enquanto a economia chinesa vai saindo do modo de bloqueio, o principal cliente da soja brasileira vai retomando seu ritmo regular de demanda. Nesse sentido, esperamos que a história de crescimento da Rumo seja desconectada da potencial contração do PIB brasileiro. Em termos de valuation, apesar do desempenho positivo recente, ainda vemos um crescimento relevante para a empresa, pois as ações ainda geram uma TIR atraente de 9% a preços atuais.

Rentabilidade Histórica:

Gráfico 11: Performance por ação em março de 2020:



Fonte: BTG Pactual e Economatica

Performance Histórica:

Em março, nossa Carteira Recomendada de Ações se desvalorizou 30,7%, abaixo do Ibovespa (-29,9%) e do IBX-50 (-30,4%). 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 146,0%, ante 18,6% do Ibovespa e 35,9% do IBX-50.

Gráfico 12: Performance Histórica (desde outubro de 2009)

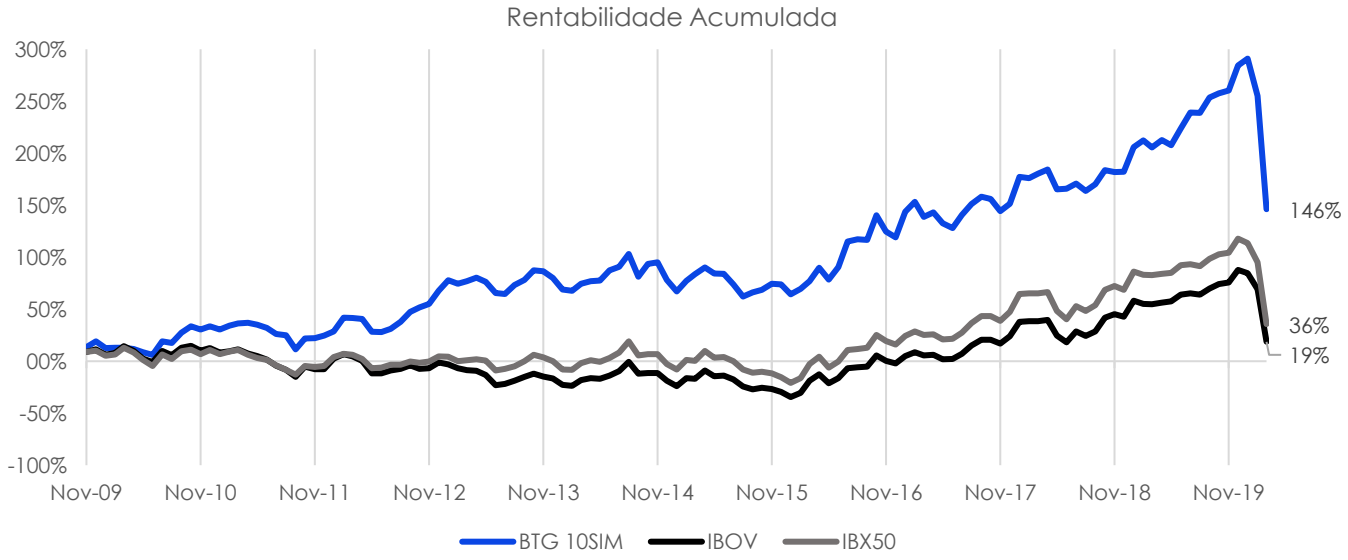


Tabela 4: Performance Histórica (desde outubro de 2009)

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	No ano	IBOV	Carteira Acum.	IBOV Acum.
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%	88,0%
2020	1,7%	-9,2%	-30,7%										-36,0%	-36,9%	146,1%	18,6%

Fonte: BTG Pactual e Economatica

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 pessoas 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 filiadas 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, consequentemente, 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