



Carteira Recomendada de Ações

Maio/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

Uma forte recuperação dos mercados; continuamos cautelosos e a favor de diversificação

Os mercados globais, incluindo o Brasil, valorizaram-se em abril, retomando parte das perdas observadas em março, com medidas monetárias e fiscais sem precedentes tomadas pelos bancos centrais e governos em todo o mundo, e com a redução nas taxas de infecção e mortes em algumas regiões criticamente afetadas tendo um papel importante. No entanto, achamos que pode ser muito cedo para comemorar. As economias, em geral, estão sendo duramente atingidas, o que já antecipa que a velocidade da recuperação será desafiadora e não podemos descartar a segunda (e até terceira) onda de infecção. No Brasil, você pode adicionar instabilidade política ao mix, criando um cenário ainda mais incerto.

Corte profundo nas estimativas de lucro; *valuations* dispararam

Nossa equipe reduziu em 35% e 15% suas estimativas consolidadas de lucros (ex-Petro & Vale) para 2020 e 2021. Agora, modelamos para que os lucros caiam 24% a/a em 2020 e aumentem 45% em 2021. A combinação de um corte agressivo dos lucros e a alta de abril fizeram com que o P/L projetado de 12 meses (ex-Petro & Vale) atingisse 14x (vs. a média de 12,6x). O P/L de 2021 parece mais atraente em 12x, mas a visibilidade é baixa. O *valuation* justo do Ibovespa será definido pelos níveis das taxas reais de longo prazo. No nível atual, o potencial de valorização parece limitado.

Estamos mantendo uma carteira defensiva e diversificada; entraram Vivo e Equatorial

Após o movimento de alta de abril e com *valuations* que não parecem barato, considerando o cenário incerto que temos pela frente, decidimos manter um portfólio defensivo e diversificado em maio. Estamos fazendo apenas duas alterações em nosso portfólio este mês. Estamos adicionando a Vivo (operadora de telecomunicações) e a Equatorial (serviços básicos), substituindo a MULT3 e a TRPL4.

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

Carteira com exportadoras, pagadoras de dividendos, serviços financeiros, varejistas resilientes, e de software

Mantemos as exportadoras Vale e JBS, a operadora ferroviária Rumo, a pagadora de dividendos Taesa, o Banco do Brasil, a Bolsa de valores B3, a fabricante de software Totvs e a cadeia de supermercados CBD (Grupo Pão de Açúcar).

Tabela 1: Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	P/L 2020E
Vale	Metais Básicos	VALE3	15%	230.128	5,4x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	18.502	14,6x
JBS	Alimentos e Bebidas	JBSS3	10%	63.535	7,3x
B3	Financeiras	B3SA3	10%	78.611	21,0x
Telefônica Brasil	Telecom	VIVT4	10%	77.516	19,3x
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	81.252	4,3x
TOTVS	Tecnologia	TOTS3	10%	11.279	29,3x
Grupo Pão de Açúcar	Varejo	PCAR3	10%	17.747	19,9x
Rumo	Infraestrutura	RAIL3	10%	30.853	43,8x
Taesa	Serviços Básicos	TAE11	5%	9.433	9,4x

Fonte: BTG Pactual e Economática

Uma forte recuperação dos mercados no mês de abril; continuamos cautelosos e a favor de diversificação

Os mercados globais, incluindo o Brasil, recuperaram-se em parte em abril, retomando parte das perdas observadas em março. O S&P 500 subiu 12,7% em abril e agora está 14% abaixo do seu pico, enquanto o Ibovespa subiu 10,3% em BRL (5,2% em USD) e está 33% abaixo do pico em BRL.

As medidas monetárias e fiscais tomadas, quase que simultaneamente, pelos bancos centrais e governos em todo o mundo certamente explicam parte da recuperação dos preços dos ativos globalmente. Além disso, a redução nas taxas de infecção e mortes em algumas regiões criticamente afetadas (como Itália, Espanha e Nova York), combinadas com notícias sobre o progresso dos tratamentos, tiveram um papel importante na indicação de que o pior já passou.

No entanto, achamos que provavelmente é muito cedo para se comemorar – por várias razões. As economias, em geral, estão sendo atingidas com força. No Brasil, especificamente, agora, esperamos que o PIB contraia 4% em 2020 e, em uma pesquisa recente realizada com mais de 100 gestores de ativos locais, 40% pensam que o declínio pode exceder 5%. Talvez seja mais preocupante, é difícil prever a velocidade da recuperação e se veremos ou não a segunda e a terceira ondas de infecção quando a economia for reaberta.

No Brasil, embora a epidemia ainda não tenha atingido um pico e o isolamento em muitas áreas não tenha sido tão rigoroso quanto deveria, várias regiões já estão pensando em reaberturas, arriscando uma propagação mais rápida da doença e um colapso do sistema de saúde do país.

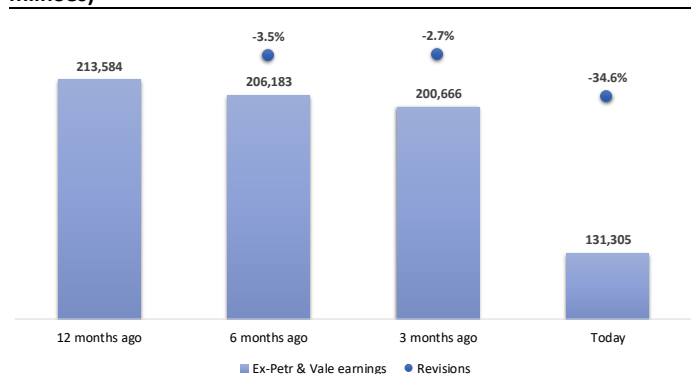
Para complicar ainda mais as coisas, no Brasil, o cenário político ficou muito mais instável. Dois dos ministros mais populares (se não os mais populares) deixaram o governo em abril, enquanto que as disputas internas sobre como e

quanto gastar para combater o impacto da epidemia na economia trouxeram ainda mais instabilidade política. Para recuperar a proeminência no debate no Congresso, o governo está trabalhando em uma nova coalizão que poderia ajudar sua agenda a avançar.

Corte profundo nas estimativas de lucro; ainda pode ter mais por vir

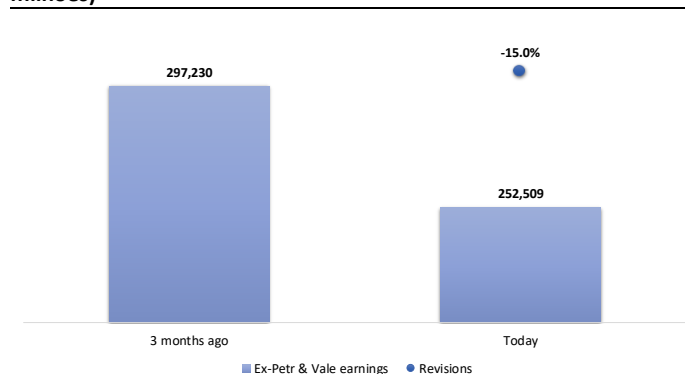
Naturalmente, as revisões dos resultados foram de uma magnitude raramente vista. Nossa equipe reduziu suas expectativas consolidadas de lucro (ex-Petrobras e Vale) para 2020 e 2021 em 35% e 15%, respectivamente, em comparação com nossas estimativas pré-crise. Os resultados das empresas que basicamente vendem no mercado interno foram cortados em 23% e 14% para 2020 e 2021.

Gráfico 1: Revisão de resultados de 2020 - ex-Petro & Vale - (R\$ milhões)



Fonte: Estimativas BTG Pactual

Gráfico 2: Revisões de resultados de 2021 - ex-Petro & Vale - (R\$ milhões)



Fonte: Estimativas BTG Pactual

Em nossos modelos atuais estamos considerando que os lucros consolidados ex-Petro & Vale caiam 24% em 2020 e subam 46% em 2021. No caso de empresas que vendem no mercado interno, modelamos agora que os lucros consolidados caiam 12% em 2020, e que subam 20% em 2021.

Tabela 2: Lucro consolidado das empresas listadas no Brasil (R\$ milhões)

	2017	2018	2019	2020	2021
Consolidado	157,811	212,789	207,809	156,702	256,620
<i>Crescimento</i>		34,8%	-2,3%	-24,6%	63,8%
Ex Petro & Vale	140,674	161,897	184,443	141,035	205,420
<i>Crescimento</i>		15,1%	13,9%	-23,5%	45,7%
Doméstico	132,260	149,280	176,583	155,814	187,332
<i>Crescimento</i>		12,9%	18,3%	-11,8%	20,2%

Fonte: Relatório das empresas e estimativas do BTG Pactual

Embora os cortes em nossas estimativas de resultados tenham sido agressivos nas últimas semanas, antecipamos que nossos analistas ainda não concluíram todas as suas revisões. Acreditamos que os cortes devem continuar nas próximas semanas.

Além disso, a visibilidade da velocidade e da magnitude da recuperação é muito baixa neste momento. Não ficaríamos surpresos ao ver uma recuperação mais lenta do que a modelada originalmente e, portanto, mais cortes nas nossas estimativas de ganhos consolidados para 2021.

Os valuations dispararam e agora estão em valores acima da média

A combinação de cortes agressivos na estimativa de ganhos e a recuperação das ações em abril fizeram com que o P/L de 12 meses projetados, ex-Petrobras e Vale, subisse. Agora estamos vendo ações brasileiras sendo negociadas a 13,9x em um P/L de 12 meses projetados, quase um desvio padrão acima da média histórica (de 12,6x). Um cálculo rápido, de forma aproximada, com o objetivo de estimar cortes adicionais de lucros, aponta para um múltiplo ainda maior de 14,9x, mais do que um desvio padrão acima da média.

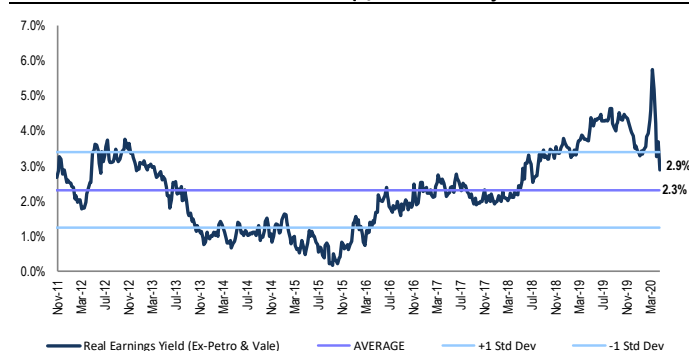
Naturalmente, as estimativas de resultados para 2020 serão severamente afetadas pela desaceleração econômica causada pela pandemia. Pode-se argumentar que olhar para múltiplos de 2021 faria mais sentido, mesmo que a projeção para 2021 seja um desafio. De acordo com nossas estimativas, o P/L projetado para 2021 está agora em 12,0x, um pouco abaixo da média histórica.

Gráfico 3: Brasil P/L 12-meses projetados (Ex - Petro & Vale)



Fonte: Estimativas BTG Pactual

Gráfico 4: Rendimento dos Lucros (L/P – taxa de juros real de 10 anos)



Fonte: Estimativas BTG Pactual

A situação fiscal e a taxa de juros reais de longo prazo irão definir o valuation justo do Ibovespa

Embora o impacto da pandemia do coronavírus no crescimento econômico e nos ganhos de curto prazo seja inevitável, uma questão muito mais fundamental é: as medidas para reduzir o impacto econômico do bloqueio, combinadas com uma grande contração econômica, terão um impacto duradouro nas contas fiscais do Brasil?

Preocupações de que as contas fiscais possam ser impactadas mais fundamentalmente e menores chances de que as principais reformas sejam aprovadas no curto prazo podem impedir que as taxas de juros reais de longo prazo retornem ao nível pré-crise – títulos do governo de longo prazo estão indicando taxas de juros de longo prazo de 4,3%, comparado a 3,0% antes da crise (gráfico 5).

Gráfico 1: Evolução da taxa de juros real de longo prazo (NTN-B 2035)

Fonte: Secretária do Tesouro Nacional

Pode-se argumentar que a maioria das medidas anunciadas pelo governo (veja mais detalhes abaixo) são: (i) direcionadas especificamente para combater os efeitos do vírus; (ii) são de curto prazo; e (iii) não têm um impacto particularmente grande nas contas fiscais, o que concordamos.

No entanto, desde que publicamos nossa última carteira, há um mês, novas medidas foram aprovadas e o tamanho do pacote fiscal aumentou – nossa equipe econômica agora estima que o pacote de ajuda fiscal alcance R\$ 611 bilhões (ou 8,6% do PIB), acima dos R\$ 338 bilhões (ou 4,6% do PIB) estimados há um mês.

Em abril, a Câmara aprovou um pacote adicional para ajudar estados e municípios que, se implementados, poderiam custar ao governo outros R\$ 222 bilhões. O governo recusou e conseguiu elaborar uma proposta diferente no Senado que limitaria as despesas adicionais a R\$ 113 bilhões (R\$ 60 bilhões para compensar os prejuízos fiscais do ICMS/ISS dos estados e municípios e R\$ 53 bilhões na suspensão do pagamento da dívida com o Governo federal).

Também incluiu uma proibição de aumentos salariais para funcionários públicos que poderiam economizar entre R\$ 75-80 bilhões, de acordo com nossas estimativas preliminares. A proposta, que ainda precisa ser votada no Senado, terá que retornar à Câmara dos Deputados para mais uma rodada de debate.

O P/L alvo do Ibovespa utilizando diferentes premissas de taxa de longo prazo

Antes da crise, nossas estimativas para um P/L alvo para o Ibovespa considerariam as seguintes principais premissas: taxas de juros reais de longo prazo de 3%, crescimento real do PIB de 2,0%, inflação de 3,5%, prêmio para ter ações de 3% e ROE de 15%. De acordo com essas premissas, atingiríamos P/L alvo para o Ibovespa de 15,9x e um potencial de alta de mais de 30%, considerando o atual P/L projetado de 2021 do Ibovespa de 12,0x.

No entanto, se assumirmos agora uma taxa de juros real de longo prazo de 4,3% (o nível atual) e uma inflação de 3%, mantendo as outras variáveis inalteradas, chegaríamos a um P/L alvo de 12,6x. Isso apontaria para um alvo do Ibovespa de, aproximadamente, 85.000 e um potencial de valorização de apenas 5%.

Tabela 1: P/L alvo do Ibovespa sob diferentes premissas

	Pós-crise	Pré-crise
ROE	15.0%	15.0%
Ke	10.3%	9.5%
Inflação	3.0%	3.5%
Juro real	4.3%	3.0%
Juros	7.3%	6.5%
Prêmio	3.0%	3.0%
Crescimento	5.0%	5.5%
Inflação	3.0%	3.5%
Crescimento real	2.0%	2.0%
P/L alvo	12.6x	15.9x
Atual P/L para 2021	12.0x	12.0x
IBOV	80.506	80.506
P/L alvo	12.6x	15.9x
Upside	5.4%	32.8%

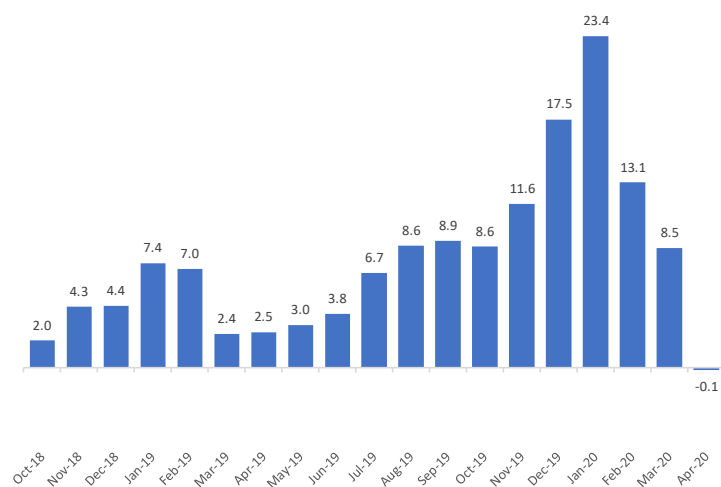
Fonte: Estimativas BTG Pactual

Captação líquida dos fundos locais de ações “secou”

Após 18 meses consecutivos de novas captações líquidas de capital, observamos uma pequena saída (no valor de R\$ 143 milhões) de fundos de ações locais em abril (até 27 de abril), de acordo com a Anbima.

A Anbima exhibe 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 março e as entradas ocorridas em abril.

Gráfico 2: Fluxos de entrada líquida em fundos de ações locais



Fonte: Anbima e BTG Pactual

Os fundos de renda fixa e multimercado registraram grandes saídas (R\$ 45 bilhões e R\$ 14 bilhões em abril, respectivamente). Os fundos multimercados passaram a sofrer após o surto de coronavírus, mas ainda registram R\$ 8,5 bilhões em entradas no acumulado do ano, enquanto os de renda fixa vêm sofrendo desde a forte contração das taxas de juros (nos últimos doze meses, os fundos de renda fixa registraram saídas na ordem de R\$ 114,6 bilhões).

Tabela 2: Entradas por tipo de fundo (R\$ milhões)

Entradas por tipo de fundo (R\$ milhões)	Últimos 12 meses	Acumulado do ano	Abril
Fundos de Renda Fixa	-157.689	-107.282	-45.065
Fundos de Ações	114.562	45.115	-143
Fundos Multimercados	60.320	8.498	-13.556

Fonte: Anbima e BTG Pactual

Medidas econômicas para combater pandemia agora ultrapassam R\$ 2,1 trilhões

Nas últimas semanas, o Ministério da Economia, os bancos públicos e o Banco Central apresentaram uma série de medidas destinadas a combater a epidemia de 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.

Depois que algumas medidas foram ampliadas em abril e novas foram anunciadas, o pacote total agora ultrapassa R\$ 2,1 trilhões, equivalente a quase 30% do PIB do Brasil. Do pacote de R\$ 2,1 trilhões, R\$ 1,2 trilhão 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.

Os bancos públicos Caixa, Banco do Brasil e BNDES contribuirão com R\$ 246 bilhões em uma combinação de expansão de várias linhas de crédito, incluindo para o agronegócio, para o setor imobiliário e para necessidades de capital de giro, e adiamento de pagamentos de juros e principal de certos empréstimos.

Os outros R\$ 611 bilhões, ou 8,6% do PIB, são medidas que, de uma forma ou de outra, lidam com o orçamento fiscal do país – há um mês, antes que as medidas existentes fossem consumidas e novas medidas anunciassem que esse número era de R\$ 338 bilhões, ou 4,6% do PIB.

Uma parcela relativamente grande desse pacote de ajuda fiscal, na verdade, refere-se a pagamentos antecipados ou adiamento de cobranças de impostos incluídas no orçamento atual e que ainda devem ser executadas em 2020. Em outras palavras, essas medidas não estão criando despesas ou eliminando receitas futuras.

Quando nós ajustamos, ficamos com R\$ 347 bilhões, ou 4,9% do PIB (acima dos R\$ 164 bilhões ou 2,2% do PIB de um mês atrás), que são, de fato, novas despesas.

Tabela 3: Divisão das medidas econômicas de combate ao COVID-19

Descrição	R\$ bilhões	% do PIB
TOTAL (Fiscal + Bancos Públicos + Banco Central)	2.131,5	29,9
TOTAL (Fiscal + Bancos Públicos)	915,3	12,8
TOTAL (Fiscal)	610,8	8,6

Source: BTG Pactual

No Brasil, a pandemia de COVID ainda não atingiu seu pico

A curva brasileira de infecções e mortes parece mais bem controlada quando comparada a outros países ocidentais atingidos antes pelo COVID-19 (como Espanha, Itália e EUA), mas parece pior do que vários outros países da América Latina (como Chile, Colômbia e Argentina).

Mais precisamente, no dia 47 da pandemia (ou seja, 47 dias após a primeira morte), o Brasil registrou 6.750 mortes (a partir de sábado), ou 32 por 1 milhão de habitantes, enquanto os EUA registraram, no mesmo ponto da crise, 32.712 mortes, ou 99 por 1 milhão de habitantes – veja as linhas em amarelo na tabela 6 para comparar a curva brasileira de mortes com outros países. Por outro lado, Chile, Colômbia e Argentina agora têm 13, 6 e 5 mortes por 1 milhão de habitantes, respectivamente.

No sábado, o Ministério da Saúde registrou 96.559 infecções por Covid-19 (vs. 91.589 no dia anterior, +5% d/d) e 6.750 mortes (vs. 6.329 no dia anterior, +7% d/d), implicando uma taxa de mortalidade de 7%. Tanto o aumento diário de infecções quanto de mortes (como de costume) desaceleraram levemente no final de semana (ver gráficos 7 e 8), mas o Ministério da Saúde do Brasil já reconheceu algum tipo de problema de contagem em dias não úteis.

Em termos de exposição geográfica, São Paulo (31.174 casos; 2.586 óbitos), Rio de Janeiro (10.546 casos; 971 óbitos), Ceará (8.309 casos; 638 óbitos), Pernambuco (8.145 casos; 628 óbitos) e Amazonas (6.062 casos; 501 mortes) abrigam a maioria das infecções e mortes confirmadas.

Mais importante, o surto no Brasil parece imprevisível, pois a curva de casos/mortes parece muito subestimada. O país não publica estatísticas diárias com o número de testes do Covid-19 realizados, mas várias partes interessadas acreditam que há um grande problema de contagem.

Na semana passada, o Ministro da Saúde do Brasil reconheceu que o pico da pandemia é imprevisível e a chance de uma segunda onda é real, principalmente considerando a falta de dados precisos no Brasil. Ele também acrescentou que há razões para acreditar que o Brasil pode chegar a mil mortes diárias em breve (contra a taxa de atual de 400 a 450 mortes por dia).

Embora existam diretrizes de distanciamento social em vários estados (como São Paulo e Rio de Janeiro), com apenas serviços essenciais funcionando (por exemplo, supermercados, farmácias, postos de gasolina, enquanto os shoppings estão fechados, as aulas são suspensas e os restaurantes funcionam apenas para entregas), observamos que as quarentenas de coronavírus diminuíram em todas as capitais dos estados. De acordo com os dados dos telefones celulares compilados pela In Loco (empresa que, usando a tecnologia de localização geográfica, rastreia mais de 60 milhões de telefones celulares), houve uma diminuição no isolamento da população em todas as capitais brasileiras na segunda quinzena de abril.

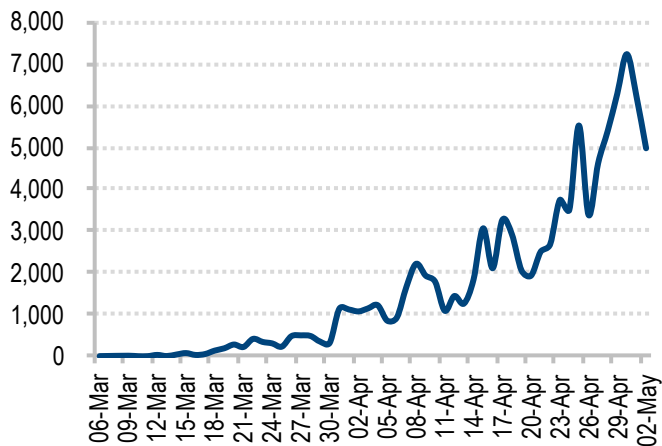
Apesar das incertezas da Covid-19 no Brasil, vários estados prometeram revelar um novo plano para reduzir as diretrizes de distanciamento social em maio.

Tabela 4: Rastreamento o total de mortes por coronavírus no Brasil vs. outros países

Data	Itália				EUA				Espanha				Brasil			
	Dia de pandemia	Mortes	Aumento Diário	Mortes/milhão de habitantes	Dia de pandemia	Mortes	Aumento Diário	Mortes/milhão de habitantes	Dia de pandemia	Mortes	Aumento Diário	Mortes/milhão de habitantes	Dia de pandemia	Mortes	Aumento Diário	Mortes/milhão de habitantes
3-Apr	43	14.681	5.5%	242,7	35	8.839	16.7%	26,7	32	11.198	8.2%	239,5	18	359	20.1%	1,7
4-Apr	44	15.362	4.6%	254,0	36	10.384	17.5%	31,4	33	11.947	6.7%	255,5	19	432	20.3%	2,1
5-Apr	45	15.887	3.4%	262,7	37	11.793	13.6%	35,7	34	12.641	5.8%	270,4	20	486	12.5%	2,3
6-Apr	46	16.523	4.0%	273,2	38	13.298	12.8%	40,2	35	13.341	5.5%	285,4	21	553	13.8%	2,6
7-Apr	47	17.127	3.7%	238,2	39	15.526	16.8%	47,0	36	14.045	5.3%	300,4	22	667	20.6%	3,2
8-Apr	48	17.669	3.2%	292,1	40	17.691	13.9%	53,5	37	14.792	5.3%	316,4	23	800	19.9%	3,8
9-Apr	49	18.279	3.5%	302,2	41	19.802	11.9%	59,9	38	15.447	4.4%	330,4	24	941	17.6%	4,5
10-Apr	50	18.849	3.1%	311,6	42	22.038	11.3%	66,7	39	16.081	4.1%	344,0	25	1.056	12.2%	5,0
11-Apr	51	19.468	3.3%	321,9	43	24.062	9.2%	72,8	40	16.606	3.3%	355,2	26	1.124	6.4%	5,3
12-Apr	52	19.899	2.2%	329,0	44	25.789	7.2%	78,0	41	17.209	3.6%	368,1	27	1.223	8.8%	5,8
13-Apr	53	20.465	2.8%	338,4	45	27.515	6.7%	83,2	42	17.756	3.2%	379,8	28	1.328	8.6%	6,3
14-Apr	54	21.067	2.9%	348,3	46	30.081	9.3%	91,0	43	18.255	2.8%	390,5	29	1.532	15.4%	7,3
15-Apr	55	21.645	2.7%	357,9	47	37.712	8.7%	99,0	44	18.812	3.1%	402,4	30	1.736	13.3%	8,3
16-Apr	56	22.170	2.4%	366,5	48	34.905	6.7%	105,6	45	19.130	1.7%	409,2	31	1.924	10.8%	9,2
17-Apr	57	22.745	2.6%	376,1	49	37.448	7.3%	113,3	46	19.478	1.8%	416,6	32	2.141	11.3%	10,2
18-Apr	58	23.227	2.1%	384,0	50	39.331	5.0%	119,0	47	20.043	2.9%	428,7	33	2.347	9.6%	11,2
19-Apr	59	23.660	1.9%	391,2	51	40.901	4.0%	123,7	48	20.453	2.0%	437,5	34	2.462	4.9%	11,7
20-Apr	60	24.114	1.9%	398,7	52	42.853	4.8%	129,6	49	20.852	2.0%	446,0	35	2.575	4.6%	12,3
21-Apr	61	24.648	2.2%	407,5	53	45.536	6.3%	137,8	50	21.282	2.1%	455,2	36	2.714	5.4%	12,9
22-Apr	62	25.085	1.8%	414,7	54	47.894	5.2%	144,9	51	21.717	2.0%	464,5	37	2.906	7.1%	13,8
23-Apr	63	25.549	1.8%	422,4	55	50.234	4.9%	152,0	52	22.157	2.0%	473,9	38	3.313	14.0%	15,8
24-Apr	64	25.969	1.6%	429,4	56	52.191	3.9%	157,9	53	22.524	1.7%	481,8	39	3.670	10.8%	17,5
25-Apr	65	26.384	1.6%	436,2	57	54.256	4.0%	164,1	54	22.902	1.7%	489,9	40	4.016	9.4%	19,1
26-Apr	66	26.644	1.0%	440,5	58	55.412	2.1%	167,6	55	23.190	1.3%	496,0	41	4.205	4.7%	20,0
27-Apr	67	26.977	1.2%	446,0	59	56.796	2.5%	171,8	56	23.521	1.4%	503,1	42	4.543	8.0%	21,6
28-Apr	68	27.359	1.4%	452,3	60	59.266	4.3%	179,3	57	23.822	1.3%	509,6	43	5.017	10.4%	23,9
29-Apr	69	27.682	1.2%	457,7	61	61.656	4.0%	186,5	58	24.275	1.9%	519,2	44	5.466	8.9%	26,0
30-Apr	70	27.967	1.0%	462,4	62	63.856	3.6%	193,2	59	24.543	1.1%	525,0	45	5.901	8.0%	28,1
1-May	71	28.236	1.0%	466,8	63	65.753	3.0%	198,9	60	24.824	1.1%	531,0	46	6.329	7.3%	30,1
2-May	72	28.710	1.7%	474,7	64	67.444	2.6%	204,0	61	25.100	1.1%	536,9	47	6.75	6.7%	32,1

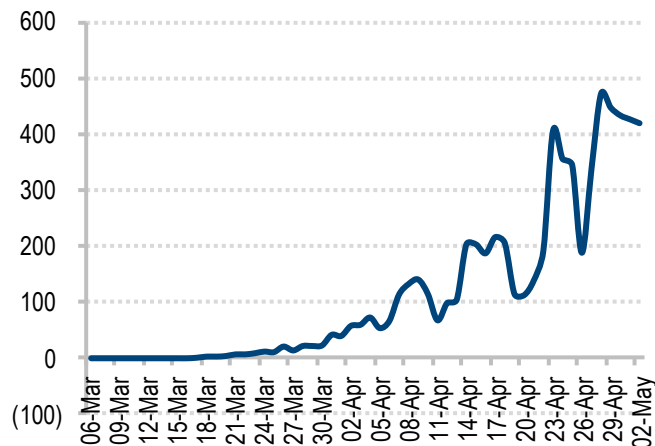
Fonte: Worldmeters, Bloomberg and Ministério da Saúde do Brasil

Gráfico 3: Novos casos diários confirmados de COVID-19



Fonte: Worldmeters, Bloomberg and Ministério da Saúde do Brasil

Gráfico 4: Novas mortes diárias confirmadas por COVID-19



Fonte: Worldmeters, Bloomberg and Ministério da Saúde do Brasil

Carteira Recomendada de Ações (10SIM): Estamos cautelosos

Após o movimento de alta de abril e com *valuations* que não parecem particularmente baratos diante do cenário incerto que temos pela frente, decidimos manter um portfólio defensivo e diversificado em maio. Ao fazer nossa seleção de ações para compor nossa carteira recomendada, procuramos: i) empresas de setores que tendem a ser menos impactados pela crise e que possuem um forte histórico de resultados superiores; ii) empresas com balanços sólidos; iii) exposição cambial via exportadores com forte demanda por seus produtos; iv) pagadores de dividendos fortes e consistentes com altos rendimentos; e v) empresas de serviços financeiros.

Estamos fazendo apenas duas alterações em nosso portfólio este mês. Estamos adicionando a operadora de telecomunicações Vivo e a concessionária Equatorial, substituindo a Multiplan e a Transmissão Paulista.

A Vivo possui um modelo de negócios resiliente e um forte balanço patrimonial. É uma ação especialmente interessante para possuir em tempos incertos, acreditamos. A empresa gera um fluxo de caixa bom e consistente e tem um longo histórico de pagamento de dividendos consideráveis (*dividend yield* para 2020E de 6%). Embora seus negócios sejam afetados pela desaceleração econômica esperada (principalmente em pré-pagos e B2B), o impacto na receita pode ser contido e deve ser maior do que no EBITDA à medida que a otimização de custos continua.

Embora as empresas de distribuição de eletricidade sejam impactadas pela desaceleração econômica causada pela pandemia (demanda reduzida por energia e aumento da inadimplência), esperamos que o governo anuncie um pacote que alivie a pressão sobre o fluxo de caixa dessas empresas, da mesma forma que aconteceu em 2014. Estamos adicionando a Equatorial, que é uma operadora de alta qualidade e que negocia com uma TIR real atraente de 8,8% e que recentemente teve uma revisão tarifária muito positiva em sua concessão de Ceal (Companhia Energética de Alagoas).

Com o BRL acima de R\$ 5, mantemos nossa exposição a um USD forte. Decidimos permanecer com exportadoras que têm uma demanda sólida por seus produtos e que estão particularmente expostos à China. A produtora de minério de ferro Vale, negociando a 3,7x EV/EBITDA e um rendimento de 15% de FCF, e a produtora de carne bovina JBS (negociando a 21% de rendimento de 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. Vemos um potencial de valorização relevante para a empresa, pois as ações ainda produzem uma TIR atraente de 8% a preços atuais.

A empresa de transmissão Taesa, uma das fortes pagadoras de dividendos do Brasil, permanece no portfólio mais um mês. Estamos modelando para um *dividend yield* de 8% em 2020.

Também estamos expostos a empresas de serviços financeiros. Os grandes bancos brasileiros são sólidos e possuem *know-how* para navegar em crises. O Banco do Brasil, que está principalmente exposto ao (relativamente mais seguro) agronegócio e empréstimos consignados. Sendo negociado a 0,7x P/BV, é a nossa Top Pick entre os bancos. A bolsa de valores B3 também está no portfólio, pois os volumes de negociação continuam altos.

No lado do varejo, estamos limitando nossa exposição às redes de supermercados via CBD, que é um dos poucos segmentos de varejo que estão experimentando um aumento nas vendas.

Por último, mas não menos importante, a fabricante de software Totvs, outra empresa com um modelo de negócios muito resiliente, completa a carteira.

Carteira Recomendada de Ações (10SIM):

Tabela 7: Alterações na Carteira para o mês de maio

Abril				Maio			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Vale	Metais Básicos	VALE3	15%	Vale	Metais Básicos	VALE3	15%
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%
JBS	Alimentos e Bebidas	JBSS3	10%	JBS	Alimentos e Bebidas	JBSS3	10%
B3	Financeiras	B3SA3	10%	B3	Financeiras	B3SA3	10%
Multiplan	Shoppings	MULT3	10%	Telefônica Brasil	Telecom	VIVT4	10%
Taesá	Serviços Básicos	TAE11	10%	Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%
TOTVS	Tecnologia	TOTS3	10%	TOTVS	Tecnologia	TOTS3	10%
CBD	Varejo	PCAR3	10%	CBD	Varejo	PCAR3	10%
Rumo	Infraestrutura	RAIL3	10%	Rumo	Infraestrutura	RAIL3	10%
TRPL	Serviços Básicos	TRPL4	5%	Taesá	Serviços Básicos	TAE11	5%

Fonte: BTG Pactual

Um resumo das escolhas de maio:

Ações na Carteira:

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	P/L 2020E
Vale	Metais Básicos	VALE3	15%	230.128	5,4x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	18.502	14,6x
JBS	Alimentos e Bebidas	JBSS3	10%	63.535	7,3x
B3	Financeiras	B3SA3	10%	78.611	21,0x
Telefônica Brasil	Telecom	VIVT4	10%	77.516	19,3x
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	81.252	4,3x
TOTVS	Tecnologia	TOTS3	10%	11.279	29,3x
Grupo Pão de Açúcar	Varejo	PCAR3	10%	17.747	19,9x
Rumo	Infraestrutura	RAIL3	10%	30.853	43,8x
Taesá	Serviços Básicos	TAE11	5%	9.433	9,4x

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 0,7x VPA 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.

CBD (PCAR3):

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. Também vemos a negociação de PCAR3 em 11x P/L 2021, que é um nível atraente, considerando a resiliência dos ganhos no curto prazo.

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 5,1x EV/EBITDA 2020 (abaixo de seu histórico de 6,5x), com o FCFE de dois dígitos (15% 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\$ 60/t, que consideramos exagerados, e vemos a Vale sendo negociada em ~3,7x EBITDA 20.

EQUATORIAL (EQTL3):

No setor de serviços básico, as empresas de distribuição foram de longe as mais impactadas pela pandemia de Covid-19. Os investidores estão preocupados que o forte declínio na demanda de energia, juntamente com o aumento da inadimplência, tenha um grande impacto negativo no fluxo de caixa das distribuidoras. No entanto, como foi o caso em 2014, acreditamos que uma solução para o problema está perto de ser anunciada. Esperamos que o pacote de resgate seja anunciado nas próximas semanas e acreditamos que isso ajudará a aliviar a pressão das empresas de distribuição no

curto prazo. Com isso, optamos por incluir a Equatorial no 10SIM, pois (1) vemos o nome sendo negociado com um valuation atraente (TIR real de 8,8%), (2) a empresa mostrou um bom *guidance* de volumes para os resultados do 1T20 e (3) recentemente teve uma revisão tarifária muito positiva para a concessão da Ceal.

B3 (B3SA3):

Com um bom grau de confiança, a B3 apresentará o melhor trimestre de todos os tempos no 1T20. Até agora no trimestre, o volume médio diário de negociação de ações é de R\$ 29 bilhões, um aumento de 48% t/t. E os volumes de 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 31% e o B3 caiu apenas 9%.

TAESA (TAEE11):

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. Naturalmente, foi o segmento menos afetado no setor de serviços básicos. No entanto, em um cenário de grande volatilidade à nossa frente, acreditamos que vale a pena manter algumas apostas mais seguras em nosso portfólio. A Taesa está negociando agora com uma TIR real implícita de 7%, não é uma barganha, mas a vemos como um bom nome para manter, oferecendo um dividend yield de dois dígitos.

RUMO (RAIL3):

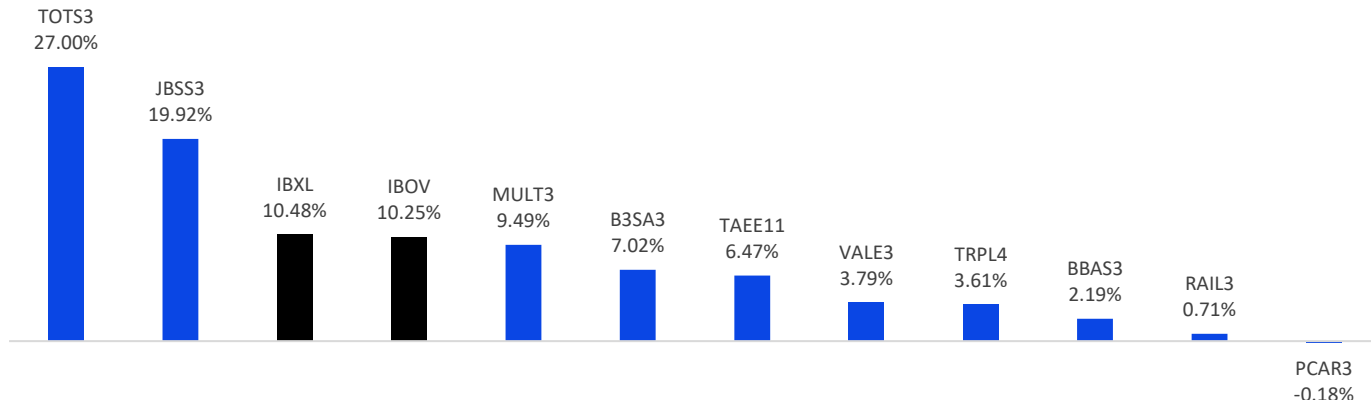
Rumo continua sendo um dos nossos nomes preferidos para um ambiente de mercado tão volátil. Os negócios da empresa provaram ser defensivos e desconectados do PIB brasileiro em geral, com sólido crescimento de volumes e uma alavancagem operacional contínua no 2T. Além disso, a produção de soja do estado de Mato Grosso está sendo muito resistente, com expectativas de que a safra deste ano atinja um novo recorde (esperamos um forte volume para abril e maio). Em termos de expansão de capacidade, a aprovação final da renovação antecipada de Malha Paulista deve ser assinada em breve e a Rumo continua com seus trabalhos no projeto Malha Central, que deve entrar em operação no início de 2021 (VPL esperado de R\$ 1 bilhão). 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 8% a preços atuais.

TELEFÔNICA BRASIL (VIVT4):

As operadoras de telecomunicações, em geral, devem superar o desempenho de outros setores, dado seu modelo de negócios resiliente, fortes balanços (principalmente Vivo e TIM) e geração de fluxo de caixa. A Vivo é uma ação especialmente interessante para possuir em tempos incertos, acreditamos. A empresa gera um fluxo de caixa bom e consistente e tem um longo histórico de pagamento de dividendos consideráveis (*dividend yield* para 2020E de 5,5%). Embora seus negócios sejam afetados pela desaceleração econômica esperada (principalmente em pré-pagos e B2B), o impacto na receita pode ser contido e deve ser maior do que no EBITDA à medida que a otimização de custos continua.

Rentabilidade Histórica:

Gráfico 11: Performance por ação em abril de 2020:



Fonte: BTG Pactual e Economática

Performance Histórica:

Em abril, nossa Carteira Recomendada de Ações se valorizou 8,0%, com desempenho abaixo do Ibovespa (10,3%) e do IBR-50 (10,5%), como mostra o gráfico abaixo. 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 165,7%, ante 30,9% do Ibovespa e 50,2% do IBX-50.

Gráfico 12: Performance Histórica (desde outubro de 2009)

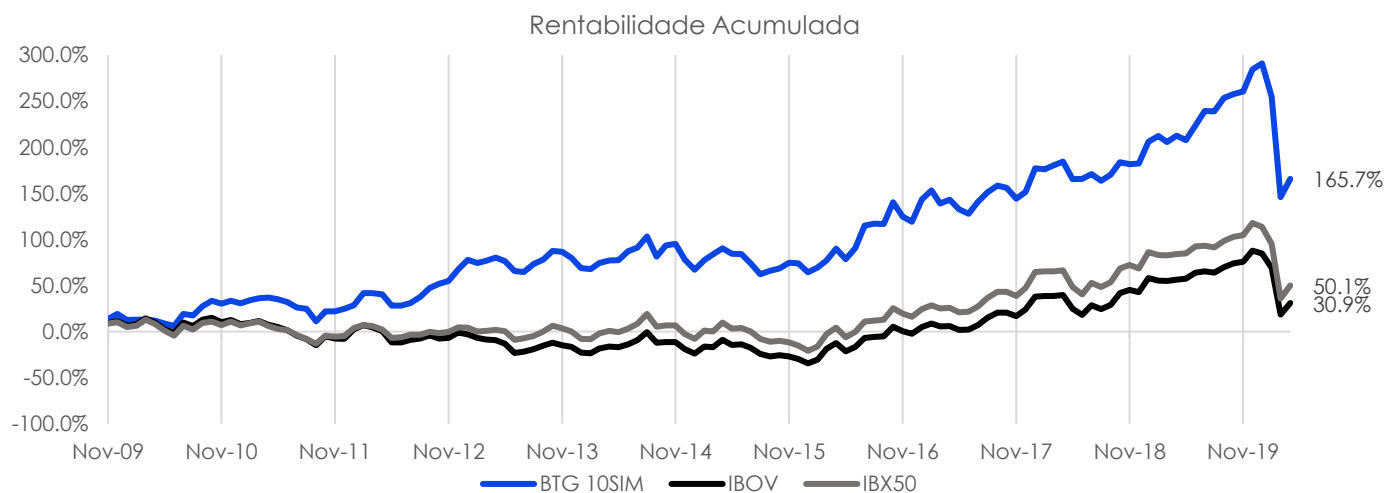


Tabela 5: Performance Histórica (desde outubro de 2009)

	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%	8,0%									-30,9%	-30,4%	165,8%	30,9%

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