



Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Agosto/2020

Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Objetivo da Carteira

A carteira tem como objetivo capturar as melhores oportunidades e performances do mercado de ações sugerindo cerca de 10 ações 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

Mais estabilidade política e fortes fluxos apoiam o mercado

A valorização na bolsa continuou em julho e o Ibovespa agora está 62% acima da mínima de meados de março. Sob uma ótica fundamentalista, e com base em nossas premissas para o PIB, o crescimento dos lucros e as taxas de juros reais de longo prazo, vemos um baixo potencial de valorização para o Ibovespa. Entretanto, um ambiente político mais estável, a retomada dos debates sobre as reformas estruturais e os fortes fluxos para ações (impulsionados por taxas de juros de curto prazo extremamente baixas) podem oferecer condições para que o Ibovespa continue subindo, mesmo que isso signifique múltiplos negociados mais caros.

Oi é a única recém-chegada; A TIM mantém seu lugar por mais um mês

Nossa única mudança neste mês é a inclusão da operadora de telecomunicações Oi (substituindo a SulAmérica), à medida que sua reestruturação progride com rapidez e sucesso. A Oi já faz parte de nosso portfólio Small Caps de 5 ações há alguns meses. O forte interesse em seus ativos à venda mostra que a empresa pode levantar recursos o suficiente para reduzir a alavancagem enquanto investe na implantação de uma rede nacional de fibra para casa (FTTH). A TIM mantém sua posição na 10SIM de agosto, por ser a que mais ganha caso sua oferta de compra dos ativos móveis da Oi acabar vencendo - TIM, Vivo e Claro ofereceram R\$ 16,5 bilhões por esses ativos móveis.

Um portfólio bem equilibrado

Nosso portfólio permanece diversificado, combinando players de setores que devem se sair relativamente bem na crise, empresas com exposição cambial via exportação e fortes geradores de fluxo de caixa com balanços sólidos.

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

Nossas escolhas

Petrobras (desalavancagem/melhor alocação de capital), CCR (pipeline robusto de novos projetos de concessão), Cyrela (forte recuperação do setor habitacional), LAME (varejista resiliente/player de e-commerce), B3 (fluxos fortes/boom do mercado de capitais), Totvs (modelo de negócios resiliente) e as exportadoras Vale e JBS completam nosso portfólio.

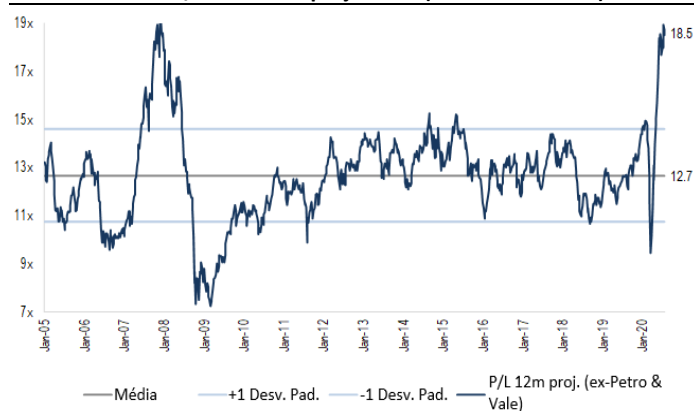
Tabela 1: Carteira Recomendada de Ações (10SIM) para agosto de 2020

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	P/L 2021E
Petrobras	Petróleo & Gás Natural	PETR4	15%	293.302	38,4x
Vale	Metais Básicos	VALE3	10%	311.437	5,8x
Lojas Americanas	Varejo	LAME4	10%	53.388	44,4x
JBS	Alimentos e Bebidas	JBSS3	10%	57.426	6,3x
B3	Financeiras	B3SA3	10%	129.654	27,6x
TIM	Telecom	TIMP3	10%	38.121	22,4x
CCR	Infraestrutura	CCRO3	10%	30.219	22,2x
TOTVS	Tecnologia	TOTS3	10%	14.741	33,7x
Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%	10.541	13,5x
Oi S. A.	Telecomunicações	OIBR3	5%	11.014	N/A

Mais estabilidade política e fortes fluxos apoiam o mercado

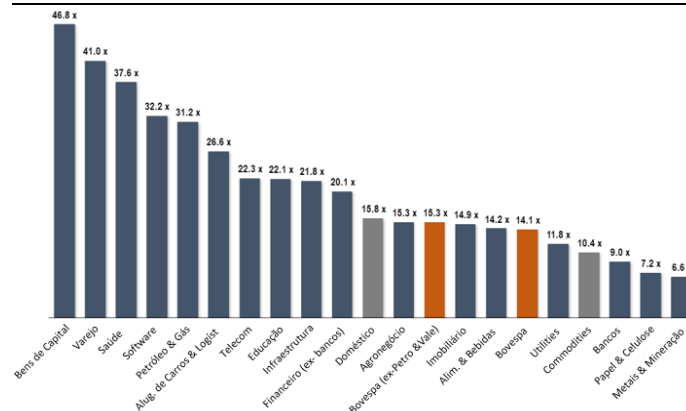
Com o quarto mês consecutivo de alta, o Ibovespa subiu 8,3% e agora está 62% acima do mínimo de 23 de março. Em ~103 mil pontos, e ex-Petrobras & Vale, negocia a 18,5x P/L de 12 meses projetados e 15,3x P/E 2021E, um prêmio à sua média histórica de 12,7x.

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



Fonte: Economática e Estimativas BTG Pactual

Gráfico 2: P/L 2021 por setor



Fonte: Economática e Estimativas BTG Pactual

Com as taxas de longo prazo continuando em uma tendência de baixa (3,4% no final de julho vs. 4,1% no final de junho), à medida que o balanço de riscos melhora e as projeções de atividade econômica aumentam (para 2020 modelamos uma queda do PIB de -5,5% vs. -6% há um mês e -7% há dois meses), reconhecemos que os fundamentos justificam o valuation atual do Ibovespa.

Gráfico 3: Taxa de juros real de longo prazo (NTN-B 2035)



Fonte: Banco Central do Brasil

Os riscos políticos claramente melhoraram nos últimos meses, o que ajuda a explicar a redução nas taxas de juros reais de longo prazo. Passamos de um cenário em que os investidores estavam preocupados com um possível impeachment do presidente em abril para um em que o governo tem uma base de apoio estável no Congresso e os índices de popularidade estão aumentando.

Reformas estruturais, como a Reforma Tributária, estão sendo debatidas no Congresso novamente, e agora com o envolvimento direto do governo, embora ainda acreditamos que aprovar reformas complexas e/ou relevantes no curto prazo (por exemplo, Reforma Tributária ou Reforma Administrativa) será difícil, especialmente antes das eleições municipais de novembro.

Seguir em frente com a agenda de reformas é crucial para reduzir ainda mais as taxas de juros reais de longo prazo. A dívida em relação ao PIB encerrará o ano em níveis recordes, e reduzi-la (embora gradualmente) o mais rápido possível é a chave para mostrar aos investidores que o processo de consolidação fiscal do Brasil continua sendo um pilar importante desse governo.

Diante dos desafios de aprovar reformas de maior escala, vemos pouco espaço para que as taxas de juros reais de longo prazo caiam muito no curto prazo, deixando um menor espaço de valorização para o Ibovespa.

O Ibovespa parece bem precificado sob os fundamentos atuais

Nossa análise *top-down*, assumindo taxas de juros reais de longo prazo de 3,4% (ou seja, o nível atual), inflação de 2,5%, ROE de 15% e crescimento real do PIB de 2%, aponta para um P/L alvo de 16x, indicando um potencial de valorização de apenas 3%.

Assumindo taxas de juros reais de longo prazo de 3% (nível pré-crise), inflação de 2,5% e o mesmo crescimento real de 2% do PIB, nos dá um P/L alvo de 17,6x e um potencial de valorização de 14%.

Tabela 2: P/L alvo do Ibovespa sob diferentes premissas

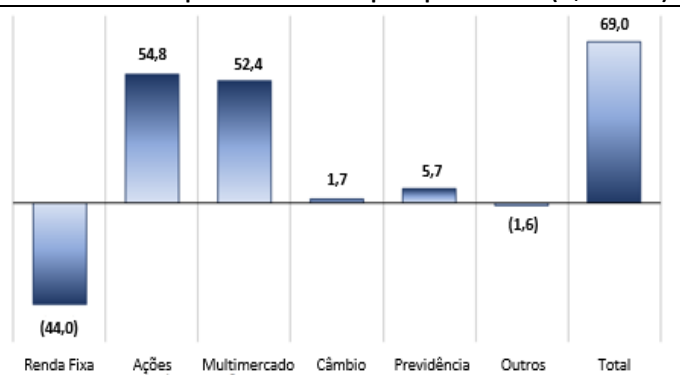
	Pós-crise	Pré-crise
ROE	15,0%	15,0%
Ke	8,9%	8,5%
Inflação	2,5%	2,5%
Juro real	3,4%	3,0%
Juros	5,9%	5,5%
Prêmio	3,0%	3,0%
Crescimento	4,5%	4,5%
Inflação	2,5%	2,5%
Crescimento real	2,0%	2,0%
P/L alvo	16,0x	17,6x
Atual P/L para 2021	15,5x	15,5x
IBOV	103.300	103.300
IBOV alvo	106.647	117.365
Upside	3,2%	13,6%

Fonte: Estimativas BTG Pactual

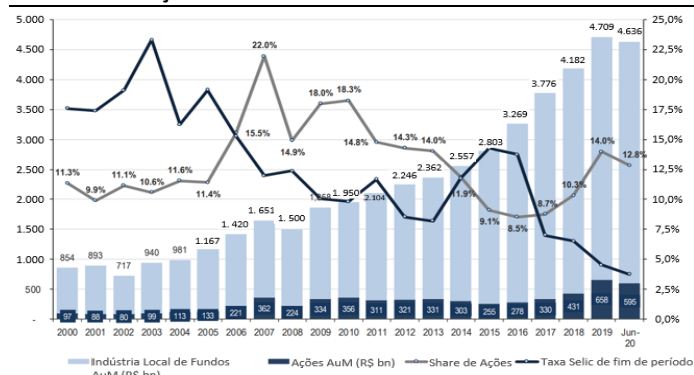
Fluxos fortes para ações podem continuar sendo o principal driver no curto prazo

Ruído político reduzido e taxas de juros de curto prazo incrivelmente baixas, com expectativa de outro corte de 25bps em agosto (Selic está em 2,25%), colocando as taxas reais de curto prazo muito próximas de zero, podem deixar a porta aberta para que mais recursos locais fluam para as ações.

Não é novidade que, dado o atual nível das taxas de juros, os fluxos de saídas de fundos de renda fixa atingiram R\$ 44 bilhões no acumulado do ano, com quase R\$ 55 bilhões entrando em fundos de ações e R\$ 52 bilhões em fundos multimercados (gráfico 3). Ainda assim, as alocações de fundos locais para ações permanecem em níveis muito baixos, terminando maio em apenas 12,8% (gráfico 4). É razoável supor que as alocações para ações devam crescer.

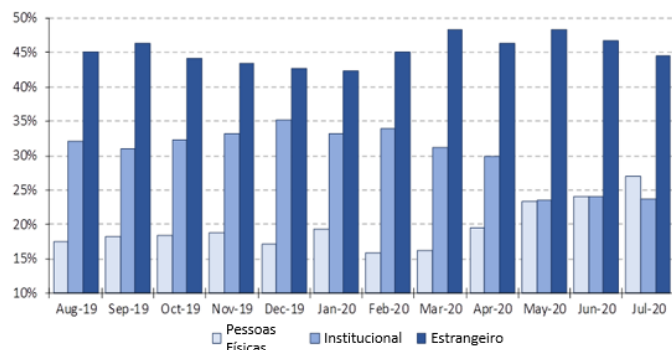
Gráfico 4: Fluxos líquidos de recursos por tipo de fundo (R\$ bilhões)


Fonte: Anbima e estimativas do BTG Pactual

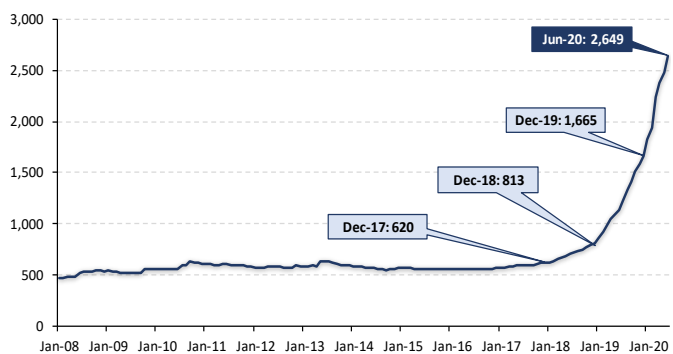
Gráfico 5: Alocações de fundos locais


Fonte: Anbima e estimativas do BTG Pactual

Também é interessante destacar o aumento da participação de investidores pessoa física (166 mil contas abertas em junho; + 59% no acumulado do ano), cuja participação no volume B3 superou os investidores institucionais pela primeira vez em julho (26,9% vs. 23,8%). Os investidores estrangeiros representavam 44,5% do volume de julho, ainda muito à frente.

Gráfico 6: Investidores Pessoa física, Instit. e Estrangeiros (%)


Fonte: B3

Gráfico 7: Número de contas de pessoa física ('000)


Fonte: B3

Os investidores Pessoa Física são os compradores líquidos mais consistentes no acumulado do ano (em níveis positivos todos os meses).

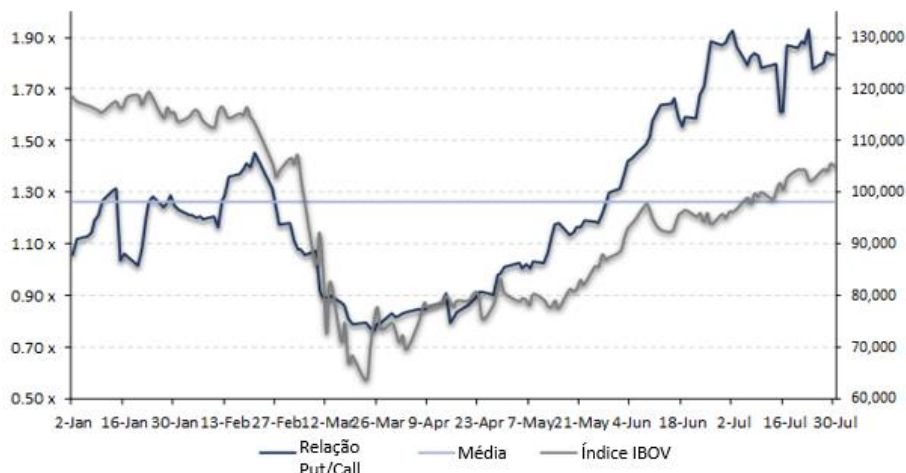
Tabela 3: Negociação líquida por tipo de investidor

Negoc. líquida por tipo de investidor	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul
Estrangeiro	(19.158)	(18.458)	(24.208)	(5.069)	(7.441)	343	(5.829)
Indivíduos	4.445	4.305	17.633	7.339	1.798	4.706	6,202
Institucional	16.457	13.278	3.920	(3.138)	4.690	(4.956)	(532)
Corporações locais	(119)	(448)	2.371	1.082	670	423	184
Instituições Financeiras	(1.709)	1.323	85	(207)	299	(522)	(32)

Fonte: B3 e estimativas do BTG Pactual

Os investidores querem proteção!

Com o Ibovespa em ~103 mil pontos, subindo +60% desde o final de março, os investidores querem proteção. A relação do índice de Put/Call está em 1,83x, superior à média do acumulado do ano de 1,26x.

Gráfico 1: Relação de Put/Call no Ibovespa vs. Índice IBOV


Fonte: B3, Bloomberg e estimativas do BTG Pactual

O mercado de capitais está esquentando novamente

Depois de ficarem parados nos primeiros meses da pandemia, as empresas voltaram a buscar capital no mercado, captando R\$ 9 bilhões em junho-julho (ainda sem dados de todas as operações).

Ao contrário da tendência dos últimos anos, os estrangeiros não são mais os principais investidores, com investidores institucionais e de varejo aumentando constantemente sua participação.

Com o mercado se normalizando após meses de quarentena, esperamos que o número de negócios aumente nos próximos meses.

Tabela 1: IPOs e follow on - volume total e participação dos investidores

Ano	Volume Total (R\$mn)			Participação por Investidor (%)			
	IPO	Follow-On	Total	PFs	Institucional	Estrangeiros	Outros
2004	4.487	4.318	8.805	8,7%	19,0%	69,2%	3,1%
2005	5.447	8.489	13.936	6,0%	19,1%	69,1%	5,8%
2006	15.374	15.063	30.436	7,9%	18,7%	65,7%	7,7%
2007	55.648	14.465	70.113	9,1%	16,5%	70,7%	3,6%
2008	7.495	26.761	34.255	6,5%	13,3%	45,2%	34,9%
2009	23.831	22.152	45.983	7,7%	16,1%	65,4%	10,8%
2010	11.193	138.048	149.241	4,4%	14,0%	27,1%	54,5%
2011	7.175	10.815	17.990	8,0%	22,9%	54,8%	14,3%
2012	3.933	9.308	13.240	6,9%	25,8%	36,4%	30,9%
2013	17.293	6.066	23.359	11,4%	26,0%	42,5%	20,0%
2014	418	13.960	14.378	0,8%	11,8%	38,4%	49,0%
2015	603	17.461	18.064	0,8%	10,5%	66,3%	22,3%
2016	674	9.967	10.641	3,8%	29,7%	45,7%	20,8%
2017	20.761	21.020	41.781	4,3%	27,1%	57,9%	10,7%
2018	6.823	4.430	11.253	5,8%	34,8%	51,7%	7,6%
2019	9.836	79.763	89.599	7,0%	45,9%	44,4%	2,7%
2020	4.768	35.276	40.044	11,0%	44,2%	35,7%	9,1%
Jan-20	0	2.335	2.335	6,2%	52,2%	36,5%	5,1%
Feb-20	3.683	24.936	28.618	14,5%	43,0%	39,5%	3,0%
Mar-20	0	0	0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Apr-20	0	0	0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
May-20	300	0	300	10,0%	43,8%	6,1%	40,1%
Jun-20	0	5.355	5.355	0,0%	45,4%	28,4%	26,1%
Jul-20	785	2.651	3.435	0,0%	48,4%	11,9%	39,7%

Fonte: B3

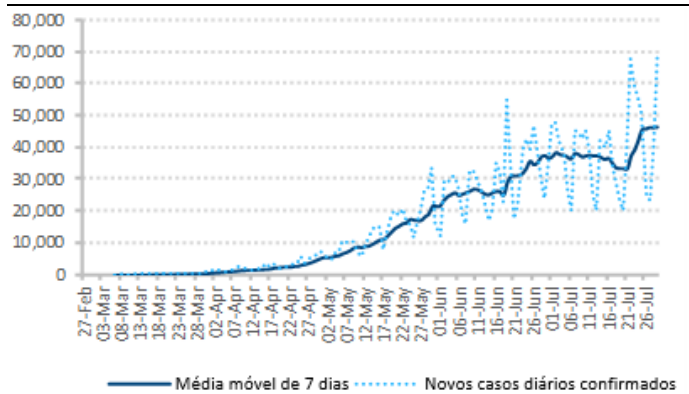
COVID-19: melhorando no Brasil, mas ainda longe do controle

No Brasil, a maioria dos dados indica que a pandemia permaneceu em um nível muito alto nas últimas semanas. Depois que a média móvel de infecções ficou relativamente estável na primeira quinzena de julho (~ 35 mil novas infecções por dia), houve um aumento no número de novos casos desde a semana passada. Porém, à medida que mais testes estão sendo realizados, isso não significa necessariamente que a pandemia esteja piorando.

Apesar do platô na curva de mortes diárias (a média móvel de 7 dias é 1.052), o surto está avançando gradualmente no interior, com vários estados/regiões agora vendo sua primeira onda de infecções por Covid-19 (Minas Gerais, Paraná, Santa Catarina, Goiás e Distrito Federal).

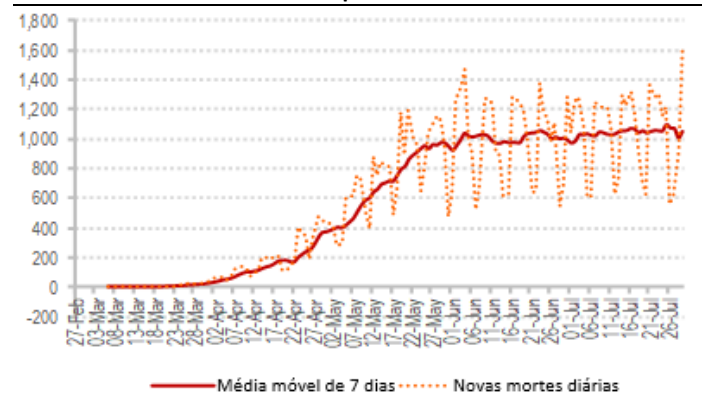
Com vários estados começando a reabrir, não podemos descartar os riscos de uma segunda onda.

Gráfico 9: Novos casos diários de COVID-19 no Brasil



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

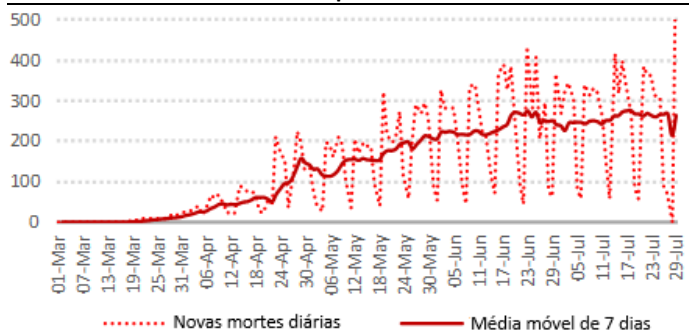
Gráfico 10: Novas mortes diárias por COVID-19 no Brasil



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

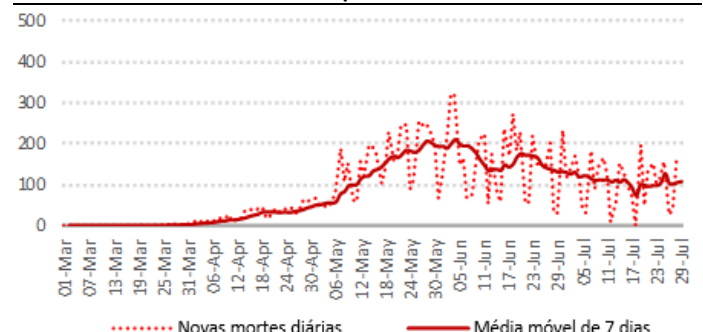
A média móvel de 7 dias de mortes diárias por estado não mudou muito em São Paulo ou no Rio de Janeiro.

Gráfico 11: Novas mortes diárias por COVID-19 em São Paulo



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

Gráfico 12: Novas mortes diárias por COVID-19 no Rio de Janeiro



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

A capacidade de utilização de UTI melhorou um pouco em vários estados em relação ao mês passado (veja a tabela abaixo). Um desses estados era São Paulo, onde os níveis de ocupação dos leitos de UTIs exclusivos de Covid começaram a normalizar novamente (65% vs. 92% em meados de maio).

Tabela 5: Capacidade de utilização da UTI em diferentes estados

Estado	Leitos de UTI exclusivos para Covid (capacidade)	UTI em uso de pacientes de Covid-19	Utilização da capacidade da UTI (%)
Santa Catarina *	1.372	1.130	82%
Sergipe	202	158	78%
Rio Grande do Sul *	2.386	1.809	76%
Paraná	1.049	788	75%
Bahia	1.133	826	73%
Pernambuco	848	619	73%
Espírito Santo	691	493	71%
Minas Gerais *	3.649	2.461	67%
Ceará **	969	649	67%
Pará	722	426	59%
Alagoas	281	154	55%
Paraíba	377	203	54%
Maranhão	431	205	48%
Amazonas	205	75	37%

Fonte: Departamentos locais de saúde e estimativas do BTG Pactual

Carteira Recomendada de Ações (10SIM):**Tabela 6: Alterações na Carteira para o mês de agosto**

Agosto				Julho			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Petrobras	Petróleo & Gás Natural	PETR4	15%	Petrobras	Petróleo & Gás Natural	PETR4	15%
Vale	Metais Básicos	VALE3	10%	Vale	Metais Básicos	VALE3	10%
Lojas Americanas	Varejo	LAME4	10%	Lojas Americanas	Varejo	LAME4	10%
JBS	Alimentos e Bebidas	JBSS3	10%	JBS	Alimentos e Bebidas	JBSS3	10%
B3	Financeiras	B3SA3	10%	B3	Financeiras	B3SA3	10%
TIM	Telecom	TIMP3	10%	TIM	Telecom	TIMP3	10%
CCR	Infraestrutura	CCRO3	10%	CCR	Infraestrutura	CCRO3	10%
TOTVS	Tecnologia	TOTS3	10%	TOTVS	Tecnologia	TOTS3	10%
Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%	Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%
Oi S.A.	Telecomunicações	OIBR3	5%	SulAmérica	Seguradora	SULA11	5%

Fonte: BTG Pactual

10SIM de agosto: A Oi é a única recém-chegada

A valorização na bolsa continuou em julho e o Ibovespa agora está 62% acima da mínima de meados de março. Sob uma ótica fundamentalista, e com base em nossas premissas para o PIB, o crescimento dos lucros e as taxas de juros reais de longo prazo, vemos um limitado potencial de valorização para o Ibovespa.

Dito isso, um ambiente político mais estável, a retomada dos debates sobre reformas estruturais e os fortes fluxos para ações - impulsionados por taxas de juros de curto prazo extremamente baixas - podem oferecer condições para que o Ibovespa continue subindo, mesmo que isso signifique múltiplos de negociação mais caros.

Estamos mantendo nosso portfólio basicamente inalterado em agosto. A única mudança que estamos fazendo é adicionar a operadora de telecomunicações Oi (substituindo a SulAmérica), à medida que sua reestruturação avança com rapidez e sucesso. A Oi já faz parte de nosso portfólio Small Caps de 5 ações há alguns meses. O forte interesse em seus ativos móveis que foram colocados à venda indica que a empresa pode arrecadar recursos suficientes para reduzir sua alavancagem, enquanto investe na implantação de uma rede nacional de fibra para casa (FTTH). A Oi já recebeu ofertas firmes para vender sua unidade móvel (por R\$ 16,5 bilhões), torres (R\$ 1,1 bilhão) e data centers (R\$ 353 milhões). A venda de uma participação em sua unidade de infraestrutura (preço mínimo de R\$ 25,5 bilhões) também atraiu forte interesse, segundo a imprensa.

Após a venda dessas unidades, a Oi estaria operando: i) um negócio de ponta em FTTH para B2C, que estimamos valer pelo menos R\$ 4 bilhões; e ii) negócios de legado de cobre/Voz fixa/ Banda larga e TV por assinatura DTH. Seria também dono de 74,5% dos resultados econômicos da empresa de infraestrutura da Oi. Existem muitos desafios de execução no processo, incluindo a aprovação do plano de reestruturação revisado na Assembleia Geral dos Credores prevista para o final de agosto.

Estamos mantendo a TIM em nosso 10SIM, pois a empresa tende a ganhar mais se a sua oferta para comprar os ativos móveis da Oi acabar sendo a vencedora - a TIM, juntamente com a Vivo e a Claro, ofereceu R\$ 16,5 bilhões para comprar os ativos móveis da Oi.

Nosso portfólio permanece diversificado, combinando players de setores que devem se sair relativamente bem na crise, empresas com exposição cambial via exportação e fortes geradores de fluxo de caixa com balanços sólidos.

A gigante de petróleo Petrobras (desalavancando e otimizando a alocação de capital), a operadora de rodovias com pedágio CCR (bem posicionada para se beneficiar do que acreditamos ser um pipeline robusto de novos projetos de concessão), a construtora Cyrela (muito bem posicionada para se beneficiar de uma recuperação mais ampla do setor imobiliário, como possui diferentes marcas que atendem a todos os segmentos de renda), a LAME (varejista resiliente e um player de e-commerce), a B3 (fortes fluxos para ações e um boom nas atividades do mercado de capitais) e a fabricante de software Totvs (modelo de negócios resiliente e exposto a oportunidades de TechFin) completam nosso portfólio.

Com o BRL acima de R\$ 5, continuamos expostos a um dólar forte e mantemos as exportadoras que desfrutam de sólida demanda por seus produtos e que estão principalmente expostas à China. A produtora de minério de ferro Vale (3,8x EV/EBITDA; FCF yield de ~20%) e a produtora de carne bovina JBS (FCF yield de 19%) se encaixam nessa descrição.

Ações do Portfólio:

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
Petrobras	Petróleo & Gás Natural	PETR4	15%	293.302	5,8x	5,4x	n.a.	38,4x	1,5x	1,5x
Vale	Metais Básicos	VALE3	10%	311.437	4,0x	4,0x	6,3x	5,8x	1,5x	1,3x
Lojas Americanas	Varejo	LAME4	10%	53.388	15,0x	12,0x	77,8x	44,4x	9,1x	7,8x
JBS	Alimentos e Bebidas	JBSS3	10%	Ops	4,5x	4,9x	5,9x	6,3x	1,5x	1,5x
B3	Financeiras	B3SA3	10%	129.654	20,5x	21,1x	26,6x	27,6x	5,0x	5,0x
TIM	Telecom	TIMP3	10%	38.121	5,5x	5,0x	27,9x	22,4x	1,7x	1,6x
CCR	Infraestrutura	CCRO3	10%	30.219	7,3x	7,2x	26,6x	22,2x	3,3x	3,3x
TOTVS	Tecnologia	TOTS3	10%	14.741	27,9x	22,5x	42,1x	33,7x	5,7x	5,4x
Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%	10.541	17,9x	14,0x	19,1x	13,5x	2,4x	2,3x
Oi S.A.	Telecomunicações	OIBR3	5%	11.014	5,3x	5,3x	n.a.	n.a.	0,7x	0,9x

Fonte: BTG Pactual e Economatica

Vale (VALE3):

Normalmente, é uma má ideia comprar ações de commodities durante uma recessão, mas vemos o minério de ferro como uma das poucas histórias específicas isoladas da crise, explicando a estabilidade relativa dos retornos da Vale em 2020. A demanda de minério de ferro da China (~70% do mercado marítimo) permanece forte como sempre, enquanto as agudas interrupções no lado da oferta colocaram os mercados em um déficit até o momento no ano - os preços spot permanecem acima de ~US\$ 100/t (mesmo que esperemos que eles caiam). Nesses níveis, tudo indica que a Vale poderia entregar perto de US\$ 17 bilhões de EBITDA em 2020, resultando em um rendimento de +15% (ex- saídas de Brumadinho) de fluxo de caixa. Embora as ações estejam inegavelmente baratas em qualquer métrica, ainda acreditamos que a redução do risco da história da ação será um processo gradual, com base em três pilares: (i) o retorno da política de dividendos (restabelecido na semana passada) deve gerar entradas adicionais; (ii) forte recuperação nos volumes e custos decrescentes; e (iii) melhorar marginalmente a percepção ESG, dado o foco maior da administração no tema desde Brumadinho (longo prazo). Vemos a ação em ~4x EBITDA 2020 (grande diferença em relação aos pares) e optamos por mantê-la em nosso 10SIM, pois ainda vemos um potencial de valorização, mesmo que punindo a ação por vários ângulos.

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.

Petrobras (PETR4):

Desde o início da pandemia, reiteramos nosso rating de Compra na Petrobras, refletindo sua resiliência de longo prazo, mesmo sob um 'novo normal' para os preços do petróleo, sustentado por ativos de Exploração & Produção de alto nível. Embora continuemos conservadores em relação ao ritmo de recuperação dos preços do petróleo, o foco da PBR em projetos de alto retorno na área do pré-sal significa que a empresa provavelmente poderá reduzir o ponto de equilíbrio do petróleo abaixo de US\$ 30/barril, abrindo caminho para lucros sustentáveis a longo prazo. Além disso, esperamos que os fundamentos comecem a pesar na ação no curto prazo. Como o pior momento para os mercados de petróleo parece agora estar no passado, acreditamos que os investidores devam começar gradualmente a prestar mais atenção ao processo de desalavancagem e redução de riscos da empresa. O desinvestimento de 50% de suas refinarias terá um papel importante nessa frente (espera-se que a PETR receba ofertas vinculativas para seus principais ativos até o final do ano). No geral, vemos o caso de investimento da PETR agora oferecendo uma relação risco-retorno muito mais atraente.

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 4.5x EV/EBITDA 2020 (abaixo dos seu 6x histórico, apesar da redução de riscos e com desconto em relação aos pares, que consideramos não merecido), com o FCFE de dois dígitos (20% 2020E) sinalizando uma história de transição atraente de valor (da dívida) 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. As oportunidades de crescimento inorgânico podem ser uma opção de valor agregado agora que as preocupações com o balanço patrimonial foram praticamente eliminadas.

CCR (CCRO3):

Apesar da baixa visibilidade sobre a duração da pandemia do COVID-19, a CCRO3 é hoje a nossa principal opção de transporte, com base em: (i) modelo de negócios defensivo, que se mostrou resiliente durante a crise, com dados de tráfego de julho confirmando uma recuperação gradual; (ii) o sólido cenário de longo prazo do setor, já que o Brasil ainda enfrenta uma lacuna de infraestrutura e o pipeline de concessão deve retomar no período pós-crise, quando também esperamos que a CCR se beneficie de um ambiente menos competitivo, devido à pressão financeira enfrentada pela maioria dos pares diretos e (iii) níveis de valuation atraentes, negociando a uma TIR real de 6%. Além disso, sinalizamos que o potencial anúncio do reequilíbrio de contrato deve se tornar um evento positivo no setor, removendo ameaças antigas sobre as ações da CCR. Após um longo período de discussão, vemos esse reequilíbrio contratual atingindo seus estágios finais dentro do governo do estado de SP, já que a Ecorodovias anunciou a criação de um comitê especial com o governo do estado para discutir todos os seus reequilíbrios pendentes de uma só vez - o que, por sua vez, cria uma perspectiva positiva sobre o assunto para todo o setor.

TIM (TIMP3):

As operadoras de telecomunicações em geral devem superar outros setores em tempos com menos visibilidade, dado seu modelo de negócios resiliente e forte geração de fluxo de caixa. No caso da TIM, acreditamos que há uma vantagem adicional de uma possível transação de M&A envolvendo a Oi Mobile. As sinergias podem ser consideráveis. No caso da TIM, se a venda da divisão móvel da Oi por R\$ 16,5 bilhões for confirmada, estimamos que as sinergias poderiam chegar a R\$ 3,5 por ação, que somadas ao nosso preço-alvo de R\$ 16,5, resultariam em um preço-alvo de R\$ 20/ação.

B3 (B3SA3):

As taxas de juros anormalmente baixas e fluxos de informações substancialmente mais altos via canais digitais contribuíram para um rápido aumento no número de investidores de varejo na B3. Embora parte dessa nova atividade comercial possa ser indiscutivelmente cíclica (de curto prazo), o COVID-19 pode ter acelerado as tendências estruturais em vários anos, o que pode se provar muito poderoso para a B3 e para o setor de mercado de capitais do Brasil. Como resultado, a B3 tem sido uma das nossas Top Picks e, portanto, merecidamente mantém seu lugar em nosso portfólio por mais um mês.

Cyrela (CYRE3):

Apesar do surto de Covid-19, estamos vendo uma recuperação rápida de vendas de imóveis (domiciliares) no segmento de renda média/alta (as vendas de junho foram mais fortes que maio, e julho está se mostrando sólido também). Em nossa opinião, isso é impulsionado, principalmente, pelas taxas mais baixas de hipoteca de todos os tempos (os bancos continuam anunciando novos cortes nas taxas de hipoteca, como foi o caso do Santander no mês passado, anunciando TR + 6,99% p.a.). Embora acreditemos que o cenário seja muito incerto (ainda é cedo para prever todos os impactos do Covid-19 na economia e, mais importante, se veremos uma recuperação acentuada nos próximos meses), acreditamos que a Cyrela está muito bem posicionada para surfar a recuperação do setor habitacional, pois possui marcas diferentes que atendem a todos os segmentos de renda, enquanto o valuation parece atraente em um cenário em que as vendas de

imóveis começam a se recuperar e a empresa retoma os lançamentos (vemos a ação em 2,3x P/TBV). Com uma perspectiva mais positiva nos próximos meses, estamos mantendo a Cyrela ao nosso portfólio 10SIM.

Oi S.A (OIBR3):

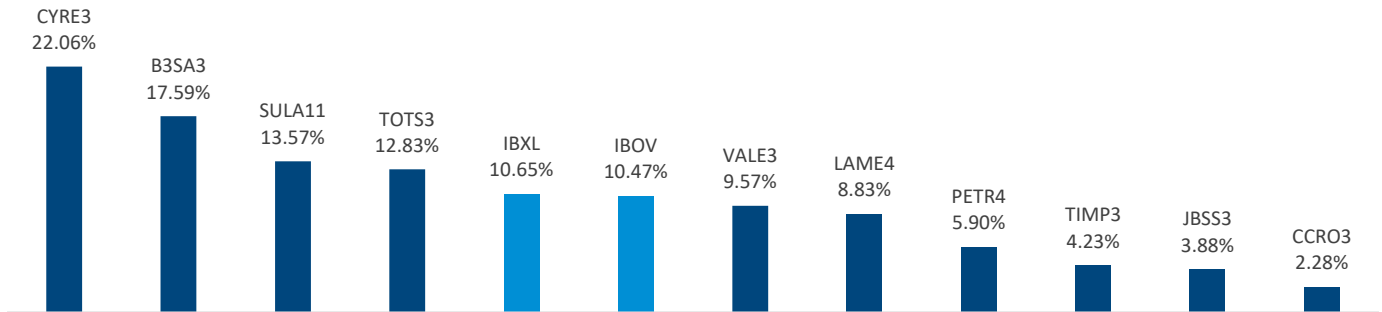
Em junho, a Oi anunciou planos detalhados para levantar caixa e transformar a empresa em uma operadora de fibra B2B e B2C. Ela planeja vender: i) a unidade móvel por um preço mínimo de R\$ 15 bilhões; ii) 25,5% de sua infraestrutura de fibra (backbone, backhaul e *last mile* FTTH) por um preço mínimo de R\$ 6,5 bilhões (R\$ 25,5 bilhões por 100%) mais um pagamento extraordinário de dividendos de R\$ 2,4 bilhões; e iii) torres móveis e data centers no total de R\$ 1,3 bilhão. Após a venda dessas unidades, a Oi estaria operando: i) um negócio de ponta em FTTH para B2C, que estimamos valer pelo menos R\$ 4 bilhões; e ii) negócios de legados de cobre / Voz fixa / Banda larga e TV por assinatura DTH. Seria também dono de 74,5% resultados econômicos da empresa de infraestrutura da Oi. Existem muitos desafios de execução, mas gostamos do que vimos no novo plano e pensamos que a empresa está no caminho certo. Atingimos um preço-alvo de R\$ 2,0 para as ações da Oi, mesmo com premissas mais conservadoras para a venda de ativos.

Lojas Americanas (LAME4):

Embora reconheçamos que a LAME, como qualquer outro varejista da B&M, deve ter dificuldades no curto prazo devido ao menor tráfego nas lojas (o que levou a uma revisão de baixa nos números de 2020), a empresa mitigou parcialmente isso com sua ampla variedade (que permitiu que a maioria das lojas permanecessem abertas durante a pandemia) e a crescente participação do canal on-line em suas vendas totais. Enquanto isso, existem riscos positivos de possíveis parcerias na Ame Digital e no formato de conveniência, enquanto o capital de giro melhorou continuamente nos últimos trimestres, o que não é totalmente precificado, bem como a exposição às fortes perspectivas de crescimento da B2W (na qual a LAME detém uma participação de 62%). A preços atuais, a LAME B&M negocia a 17x P/L 2021E (vs. 35x como a mediana do setor de varejo), que consideramos atraente devido à sua resiliência em meio à turbulência do varejo.

Rentabilidade Histórica:

Gráfico 13: Performance por ação em julho de 2020:

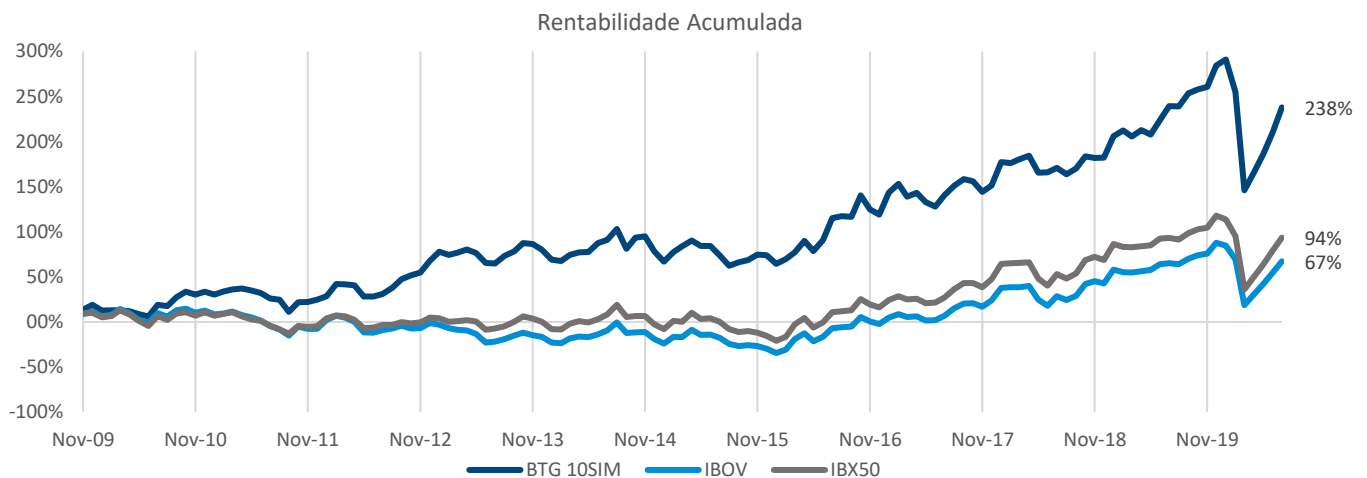


Fonte: BTG Pactual e Economática

Performance Histórica:

Em julho, nossa Carteira Recomendada de Ações se valorizou +9,00%, acima do Ibovespa (+8,3%) e acima do IBRX-50 (+8,1%). 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 237,9%, ante 67,3% do Ibovespa e 93,7% do IBX-50.

Gráfico 14: Performance Histórica (desde outubro de 2009)



Fonte: BTG Pactual e Economática

Tabela 7: 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%	7,7%	8,3%	9,0%						-12,1%	-11,0%	237,9%	67,3%

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