



Carteira Recomendada de Ações

Junho/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 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

Quanto tempo pode durar este modo risk-on dos investidores? O dilema macro vs. micro

Após outro forte desempenho em maio, o Ibovespa agora negocia próximo ao que acreditamos ser um valuation justo, nas condições atuais. Para que o crescimento continue, as condições políticas precisam se estabilizar enquanto que as perspectivas de consolidação fiscal e reformas precisam melhorar, consequentemente reduzindo as taxas de juros reais de longo prazo. Embora não possamos descartar esse cenário, não acreditamos que o veremos se concretizando no curto prazo.

Mantendo um portfólio diversificado, com algumas mudanças; SulAmérica entra no portfólio

Estamos insistindo em um portfólio diversificado por mais um mês. Dito isso, fizemos algumas alterações no portfólio que podem ter o tornado um pouco menos defensivo. Estamos removendo a Equatorial, Taesa e Banco do Brasil, enquanto adicionamos a provedora de planos de saúde Sulamerica. Negociando a um valuation atraente, pode apresentar fortes resultados no 2T e pode pagar dividendos extraordinários robustos, além de vermos a empresa navegando bem na crise.

Lojas Americanas e Gerdau são os outros dois recém-chegados

Embora a LAME deva ser impactada pelo fechamento de sua base de lojas e pelo tráfego em declínio, nós a vemos como um player resiliente em meio à turbulência do varejo. É também um veículo interessante para participar do crescimento secular do e-commerce no país. As operações B&M (varejo físico) da LAME atualmente são negociadas a 14x P/L 2021E. Também estamos adicionando a Gerdau ao nosso portfólio. Acreditamos que a empresa está bem posicionada para enfrentar a crise, devido à sua forte carteira de pedidos, balanço patrimonial e diversificação geográfica. Ela também ganha com um USD mais forte (40% de seu EBITDA é denominado em USD). Os valuations estão atrativos em 0,7x P/BV 2021.

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.

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

Mantemos alguma exposição ao dólar via Vale e JBS, a operadora ferroviária Rumo, a bolsa de valores B3, a fabricante de software Totvs, operadora de telecomunicações Vivo e cadeia de supermercados CBD.

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

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	P/L 2020
Lojas Americanas	Varejo	LAME4	10%	43.091	3,4x
Vale	Metais Básicos	VALE3	15%	271.885	5,4x
SulAmérica	Seguradora	SULA11	10%	19.201	17,3x
JBS	Alimentos e Bebidas	JBSS3	10%	58.572	6,3x
B3	Financeiras	B3SA3	10%	93.092	19,1x
Telefônica Brasil	Telecom	VIVT4	10%	79.423	13,8x
Rumo	Infraestrutura	RAIL3	10%	35.125	8,9x
TOTVS	Tecnologia	TOTS3	10%	11.477	32,9x
Gerdau	Metais Básicos	GGBR4	10%	21.443	8,8x
CBD	Varejo	PCAR3	5%	16.866	22,9x

Fonte: BTG Pactual e Economatica

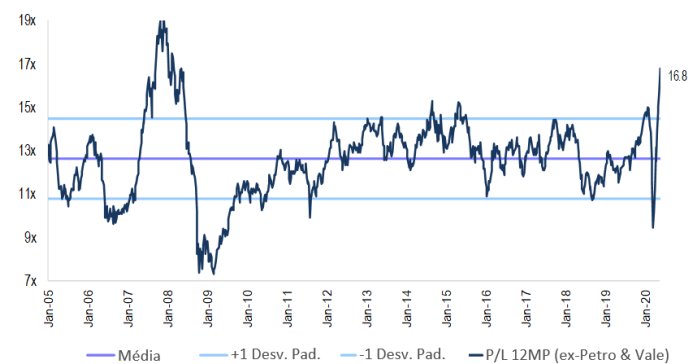
Quanto tempo pode durar o modo risk-on?

Maior foi outro mês forte para o mercado de ações no Brasil e no exterior. O Ibovespa subiu outros 8,6% em maio (em BRL), seguindo o S&P 500, que subiu outros 4,5% no mês.

A abertura gradual das economias desenvolvidas em todo o mundo é um dos motores do forte desempenho dos mercados globais, acreditamos, estimulados por medidas fiscais e monetárias sem precedentes em todo o mundo.

No Brasil, um ambiente político um pouco menos tenso – alguns estavam preocupados com um potencial processo de impeachment, o que parece altamente improvável neste momento – e uma nova coalizão política que começa a produzir resultados no congresso ajudou a aumentar o apetite dos investidores (locais) por risco. A baixa taxa Selic, que foi reduzida para 3% em maio e que pode cair ainda mais na próxima reunião do Copom, também ajuda a explicar o aumento do interesse por ações.

Após os últimos dois meses de recuperação, o Ibovespa está sendo negociado a 16,8x P/L projetados de 12 meses, um grande prêmio à sua média histórica de 12,6x. Naturalmente, as estimativas de lucros para 2020 foram severamente afetadas pela desaceleração econômica causada pela pandemia. Nesse momento, olhar para múltiplos de 2021 faz mais sentido, por mais que a projeção de 2021 seja um grande desafio. De acordo com nossas estimativas, o P/L 2021E agora é de 12,9x, ligeiramente acima da média histórica.

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

Fonte: Estimativas BTG Pactual

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

Fonte: Estimativas BTG Pactual

Macro vs. Micro

Embora os preços dos ativos financeiros estejam subindo rapidamente, as incertezas locais e globais são grandes. No geral, a atividade econômica foi severamente prejudicada pelas medidas de confinamento social (lockdown) para combater a pandemia e a recuperação pode ser lenta (mesmo que alguns ainda apostem em uma recuperação em forma de V).

No Brasil, agora modelamos um declínio do PIB de 7% em 2020, seguido de uma recuperação de 3,5% em 2021, o que deixaria o PIB de 2021 ainda bem abaixo dos níveis de 2019 em termos reais. Dito isso, é interessante notar que nossa equipe está modelando os lucros consolidados das empresas, exceto Petrobras e Vale, para contrair 34% em 2020 e recuperar 57% rapidamente em 2021, deixando os lucros de 2021 4% acima de 2019. Se as nossas projeções de PIB de 2021 estiverem corretas, pode haver risco de queda nas estimativas de lucros para 2021 (dedicamos uma seção inteira abaixo para discutir as projeções de lucros).

Talvez mais importante, a pandemia ainda não atingiu seu pico no Brasil, enquanto as negociações de reabertura já começaram por pura necessidade de as pessoas retornarem ao trabalho. Nesse contexto, não podemos descartar o risco de segunda (e até terceira) onda de infecção quando a economia reabrir (mais sobre o tema abaixo).

Globalmente, o aumento da tensão entre os EUA e a China pode adicionar volatilidade aos mercados.

A nova coalizão política do governo é positiva; mas é sustentável?

Para melhorar sua governabilidade e se proteger de ataques, o governo decidiu convidar os partidos do “centrão” para compor sua base política no Congresso. Em uma votação importante no final da semana passada, com o potencial de custar ao governo vários bilhões de reais em despesas adicionais, a nova base mostrou sua força e deu ao governo uma importante vitória.

A nova composição pode ajudar a promover a agenda do governo no Congresso, mas pode se juntar a uma demanda crescente por acesso ao orçamento do governo federal. Isso pode criar um conflito constante entre o novo arranjo político e a equipe econômica do governo, que tem uma agenda clara de reduzir o tamanho do estado. Esse conflito em potencial pode ser fonte de volatilidade adicional nos próximos meses.

Nova coalizão política, contas fiscais e taxas de juros reais de longo prazo

A capacidade do governo de consolidar suas contas fiscais e criar condições para que a dívida pública, como porcentagem do PIB, retorne a uma trajetória descendente – a dívida bruta pode terminar o ano em 96% do PIB – é vital para gerar taxas de juros reais de longo prazo de volta ao nível pré-crise. As taxas de longo prazo (medidas pelos títulos do governo federal de longo prazo para 2035) estão em 4,26%, em comparação com 3,0% antes da crise (gráfico 3).

A preocupação de que as contas fiscais possam ser fundamentalmente mais impactadas pelas medidas de combate à pandemia e à menor chance de aprovações de reformas importantes no curto prazo podem ajudar a explicar o nível atual das taxas de juros reais de longo prazo. Alguns podem argumentar, inclusive nós, que a maioria das medidas implementadas até agora tem como objetivo específico combater os efeitos da Covid-19 e que elas não têm um impacto particularmente grande nas contas fiscais a longo prazo.

No entanto, as constantes brigas entre o Congresso, partes do governo e a equipe econômica sobre o orçamento federal, mantêm a incerteza alta e impedem um declínio mais nítido das taxas de longo prazo, acreditamos.

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



Fonte: Secretária do Tesouro Nacional

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

Estamos revisando abaixo o mesmo exercício que fizemos em nossa 10SIM de maio, pois acreditamos que isso pode dar aos investidores uma boa noção de como os valuations podem mudar para diferentes níveis de taxas de juros de longo prazo.

Estamos comparando nossas estimativas pré-crise para o P/L alvo do Ibovespa com a situação atual. Naquela época, nosso cenário base assumia taxas de juros reais de longo prazo de 3%, crescimento real do PIB de 2,0%, inflação de 3,5%, prêmio para manter ações de 3% e ROE de 15%. Isso nos deu um alvo de P/L de 15,9x e um aumento de 23%, considerando o P/L atual de 2021E do Ibovespa de 13,0x.

Mas, se assumirmos agora taxas de juros reais de longo prazo de 4,26% (ou seja, o nível atual) e inflação de 2,5%, preservando todas as outras variáveis, atingimos um P/L alvo de 13,4x. Isso apontaria para um Ibovespa alvo de aproximadamente 90 mil pontos e alta de apenas 3%.

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

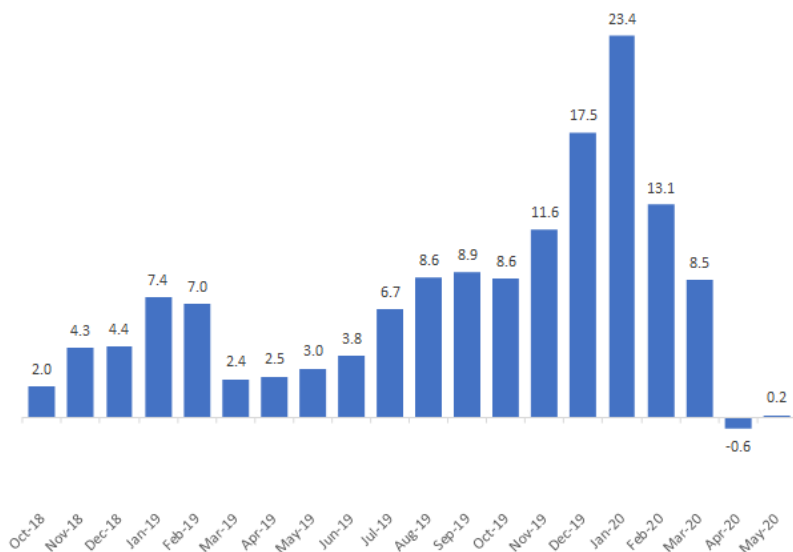
	Pós-crise	Pré-crise
ROE	15.0%	15.0%
Ke	9.8%	9.5%
Inflação	2.5%	3.5%
Juro real	4.3%	3.0%
Juros	6.8%	6.5%
Prêmio	3.0%	3.0%
Crescimento	4.5%	5.5%
Inflação	2.5%	3.5%
Crescimento real	2.0%	2.0%
P/L alvo	13.4x	15.9x
Atual P/L para 2021	13.0x	13.0x
IBOV	87.400	87.400
IBOV alvo	89.756	107.169
Upside	2.7%	22.6%

Fonte: Estimativas BTG Pactual

Captação líquida dos fundos de ações locais secaram por enquanto

Após 18 meses consecutivos de novas captações líquidas de capital, observamos fluxos moderados para fundos de ações locais em abril e maio (1 a 26), de acordo com a Anbima (veja o gráfico abaixo).

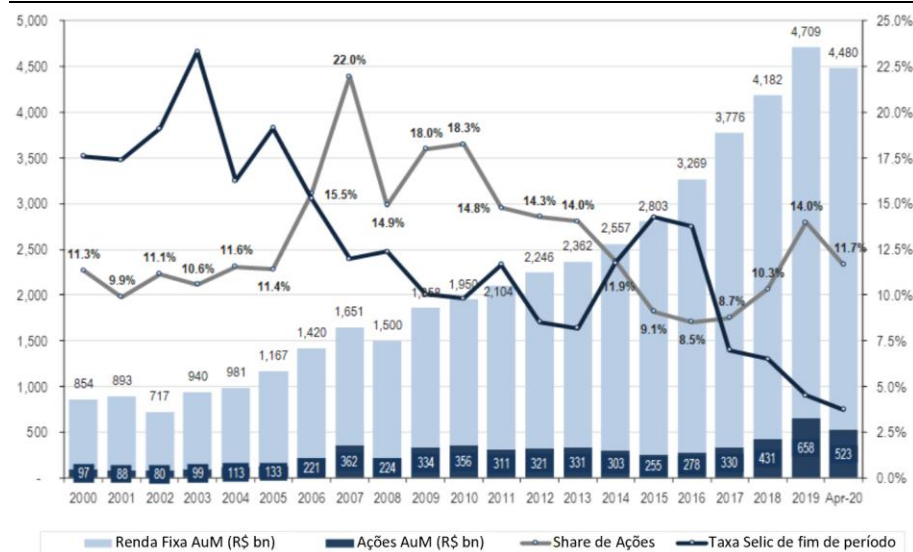
A Anbima exibe os dados apenas quando o investidor recebe o dinheiro, e a maioria dos fundos de ações tem um período de resgate de 30 dias. O número no gráfico abaixo reflete, principalmente, os pedidos de resgate ocorridos em abril e as entradas ocorridas em maio.

Gráfico 4: Captação líquida dos fundos de ações locais

Fonte: Anbima e BTG Pactual

De 2016 até o surto de Covid-19, vimos um aumento contínuo e consistente nas alocações em ações brasileiras por investidores locais. Embora não tenhamos visto grandes saídas de fundos de ações locais (como declaramos acima), o colapso do mercado reduziu a participação dos fundos locais.

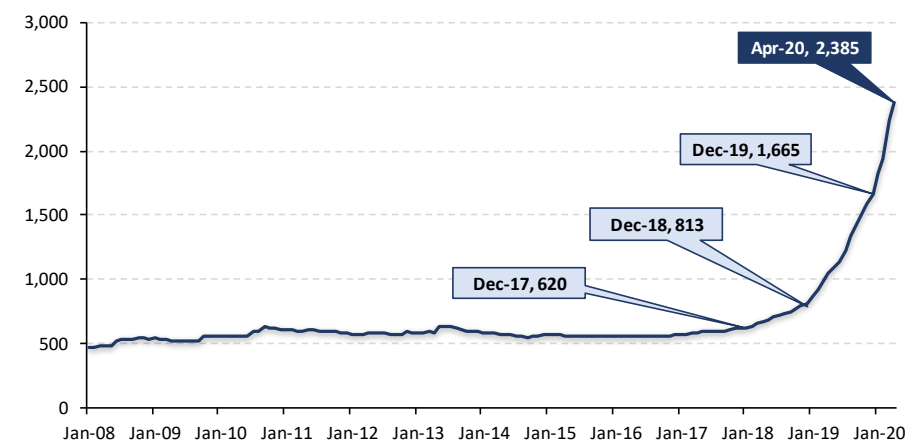
Em abril, a alocação de capital por investidores locais atingiu 11,7%, abaixo dos 14% anteriores ao Covid. Com as taxas de juros em níveis historicamente baixos, acreditamos que os investidores locais eventualmente aumentarão a quantidade de ações em suas carteiras.

Gráfico 5: As alocações em ações caíram para apenas 11,7% em abril, após a liquidação de março

Fonte: Anbima, estimativa BTG Pactual

Também é interessante notar que os investidores de varejo (pessoas físicas) estão mostrando resiliência em meio à volatilidade do mercado. O número de CPFs cadastrados na Bovespa continua crescendo rapidamente. Com taxas de juros em níveis historicamente baixos, acreditamos que essa tendência possa persistir.

Gráfico 6: Rápido crescimento de investidores individuais na Bovespa

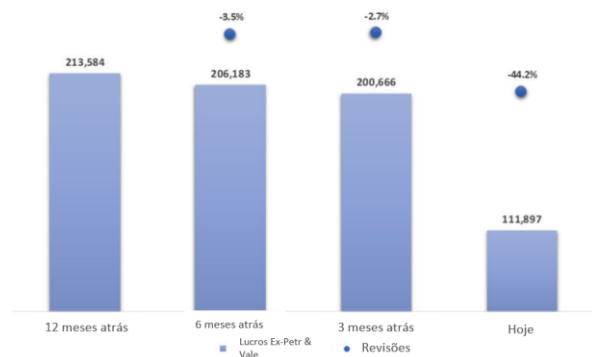


Fonte: Bovespa

Corte profundo nas estimativas de lucro; muito cedo para chamar de fundo

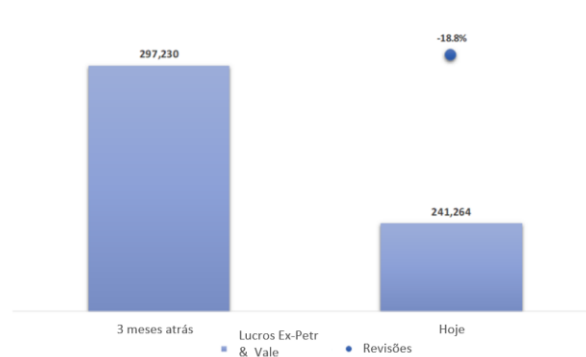
Os impactos da Covid-19 desencadearam uma grande onda de revisão dos lucros em toda nossa cobertura. A equipe de Equity Research do BTG Pactual cortou as estimativas dos lucros consolidados (ex-Petrobras e Vale) em 44% e 19%, respectivamente, para 2020 e 2021, em comparação com nossas estimativas pré-crise (números de janeiro).

Gráfico 7: Revisões dos lucros de 2020 ex-Petro & Vale (R\$ bilhões)



Fonte: estimativas do BTG Pactual

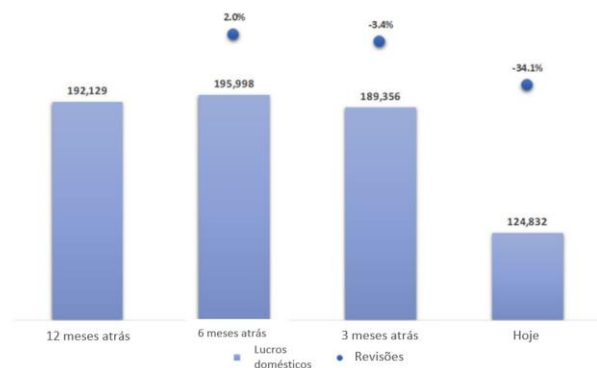
Gráfico 1: Revisões dos lucros de 2021 ex-Petro & Vale (R\$ bilhões)



Fonte: estimativas do BTG Pactual

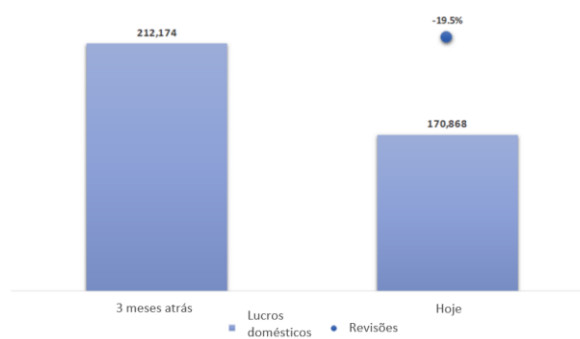
Considerando apenas empresas domésticas, os lucros foram cortados em 34% para 2020 e 19% para 2021.

Gráfico 9: Revisões dos lucros domésticos em 2020 (R\$ bilhões)



Fonte: estimativas do BTG Pactual

Gráfico 10: Revisões dos lucros domésticos em 2021 (R\$ bilhões)



Fonte: estimativas do BTG Pactual

A última vez que publicamos nossa análise de lucros consolidados, em outubro, estávamos modelando para estes (ex-Petro & Vale) crescerem 20% em 2020 (+18% para empresas domésticas).

Depois de, provavelmente, os cortes mais agressivos de todos os tempos, agora modelamos uma queda dos lucros consolidados (ex-Petro & Vale) de 34% em 2020 seguindo por uma alta de 57% em 2021. O crescimento projetado pelos analistas de 2021 em relação a 2019 é de pouco menos de 4%. Para as empresas que vendem no mercado interno, modelamos que os lucros consolidados caiam 23% em 2020 e aumentem 29% em 2021.

Tabela 3: Lucro consolidado das empresas listadas no Brasil (R\$ milhões)

	2017	2018	2019	2020	2021
Consolidado	157.811	212.789	206.732	143.386	245.295
Crescimento		34.8%	-2.8%	-30.6%	71.1%
Ex Petro & Vale	140.674	161.897	183.365	121.013	189.543
Crescimento		15.1%	13.3%	-34.0%	56.6%
Doméstico	132.260	149.280	175.506	134.685	173.508
Crescimento		12.9%	17.6%	-23.3%	28.8%

Fonte: Relatório das empresas e estimativas do BTG Pactual

Serviços Básicos, Alimentos, Telecom e Tecnologia sofreram as revisões mais leves

Todos os setores tiveram suas estimativas anuais de lucros consolidados cortadas desde o início da pandemia. Como seria de esperar, Serviços Básicos, Alimentos & Bebidas, e Telecom & Tecnologia são os menos afetados em termos de revisão de lucros - as estimativas desde o início do Covid-19 foram cortadas em 1,7%, 10,5% e 12,8%, respectivamente. No caso de Serviços Básicos, esperamos que outras revisões ainda ocorram. Vale notar que tirando Ambev, os ganhos de processadores de alimentos aumentaram 4,3%, graças à JBS e à Minerva.

Alguns setores relacionados a commodities, como Papel & Celulose e Petróleo & Gás, tiveram seus lucros em 2020 fortemente afetados por grandes ajustes pontuais relacionados a perdas de câmbio e a marcação (preços mais baixos) dos estoques de petróleo. Ex-Papel e Celulose e Petróleo & Gás, Linhas Aéreas e Bens de Capital (devido à Embraer) são os setores mais impactados, e esperamos que eles registrem prejuízos em 2020.

Educação, Propriedades Comerciais, Varejo e Bancos, após o surto, também tiveram suas estimativas de lucros cortadas em 64%, 57%, 45% e 41%, respectivamente. Todos os outros setores tiveram revisões de baixa de 15 a 40% (veja a tabela abaixo).

Tabela 4: Revisões de resultados por setor (R\$ milhões)

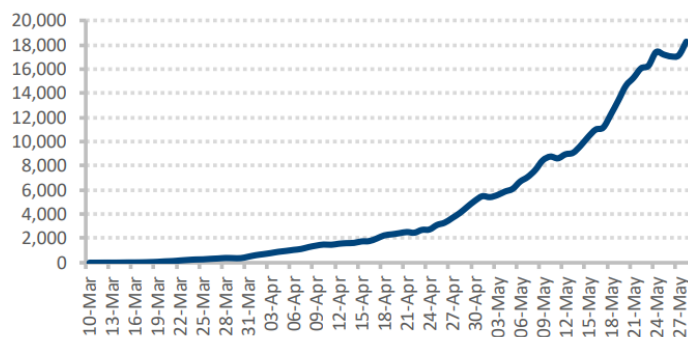
	Lucro Líquido 2020E			
	12 meses atrás	6 meses atrás	3 meses atrás	Hoje
Aéreas & Milhagem	1.064	973	940	-1.612
Revisão		-8.6%	-3.4%	-271.5%
Bancos	95.795	97.721	94.203	55.362
Revisão		2.0%	-3.6%	-41.2%
Bens de Capital	4.676	3.914	4.165	-266
Revisão		-16.3%	6.4%	-106.4%
Al. de Carros & Op. Logísticos	2.065	2.114	2.062	1.307
Revisão		2.4%	-2.5%	-36.6%
Educação	2.770	2.316	2.025	735
Revisão		-16.4%	-12.6%	-63.7%
Financeiras (ex- Bancos)	14.035	16.286	15.193	10.139
Revisão		16.0%	-6.7%	-33.3%
Alimentos & Bebidas	21.427	26.311	24.436	21.881
Revisão		22.8%	-7.1%	-10.5%
Saúde	2.371	2.446	2.509	2.128
Revisão		3.2%	2.6%	-15.2%
Infraestrutura	4.360	4.047	3.510	2.237
Revisão		-7.2%	-13.3%	-36.3%
Construção Civil	2.222	2.431	2.389	1.702
Revisão		9.4%	-1.7%	-28.7%
Propriedades Comerciais	4.369	2.393	2.516	1.090
Revisão		-45.2%	5.1%	-56.7%
Varejo	9.359	8.342	8.907	4.942
Revisão		-10.9%	6.8%	-44.5%
Telecom & Tech	8.096	7.802	7.707	6.718
Revisão		-3.6%	-1.2%	-12.8%
Serviços Básicos	19.520	18.904	18.793	18.468
Revisão		-3.2%	-0.6%	-1.7%

Fonte: estimativas BTG Pactual

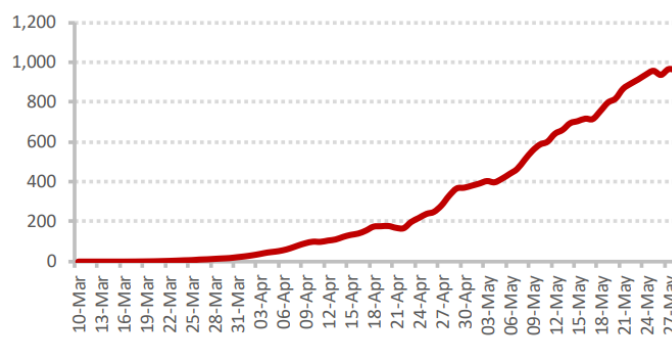
No Brasil, a pandemia de COVID ainda não atingiu seu pico

Na quinta-feira, o Ministério da Saúde do Brasil confirmou 438.238 infecções por coronavírus no Brasil (+6% d/d), enquanto 26.754 mortes foram relatadas (+5% d/d)

Nesse momento, é difícil dizer que a pandemia atingiu um pico no Brasil. A média móvel de 7 dias indica alguma estabilização no número de mortes diárias, mas em um nível muito alto (cerca de 1.000 pessoas estão perdendo suas vidas diariamente no Brasil). Os dados sobre novos casos confirmados continuam a crescer - a média móvel de 7 dias de infecções diárias atingiu 18,3 mil na última quinta-feira.

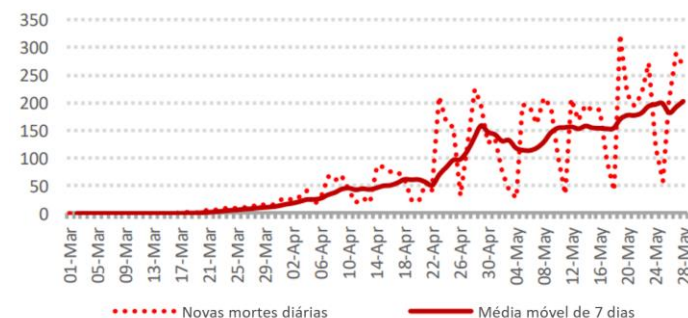
Gráfico 11: Novos casos diários confirmados de COVID-19 - média móvel de 7 dias

Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

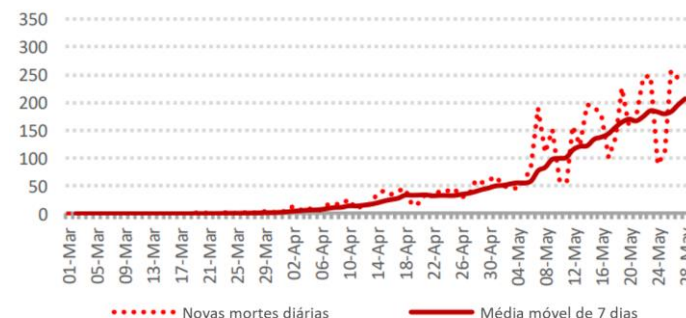
Gráfico 12: Novas mortes diárias de COVID-19 no Brasil - média móvel de 7 dias

Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

Dados de São Paulo e Rio de Janeiro, dois dos estados mais importantes e impactados, também indicam o número de mortes que continuam aumentando.

Gráfico 13: Novas mortes diárias por COVID-19 no estado de SP

Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

Gráfico 14: Novas mortes diárias pelo COVID-19 no estado do RJ

Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

Também é importante destacar que a capacidade de utilização de UTI em vários estados permanece muito alta, como pode ser visto na tabela 4 abaixo.

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 (%)	Leitos de UTI do SUS (capacidade pública total)
Pernambuco	615	590	96%	891
Ceará**	1,070	954	89%	-
Maranhão	397	355	89%	355
Sergipe	85	74	87%	166
Pará	473	408	86%	462
Espírito Santo	507	391	77%	356
São Paulo**	6,074	4,701	77%	-
Paraíba	272	210	77%	386
Alagoas	206	149	72%	227
Rio Grande do Sul*	1,893	1,336	71%	-
Amazonas	265	178	67%	300
Bahia	714	486	68%	932
Paraná	574	250	44%	1,414
Santa Catarina	501	131	26%	620

Fonte: Secretarias locais de saúde e BTG Pactual

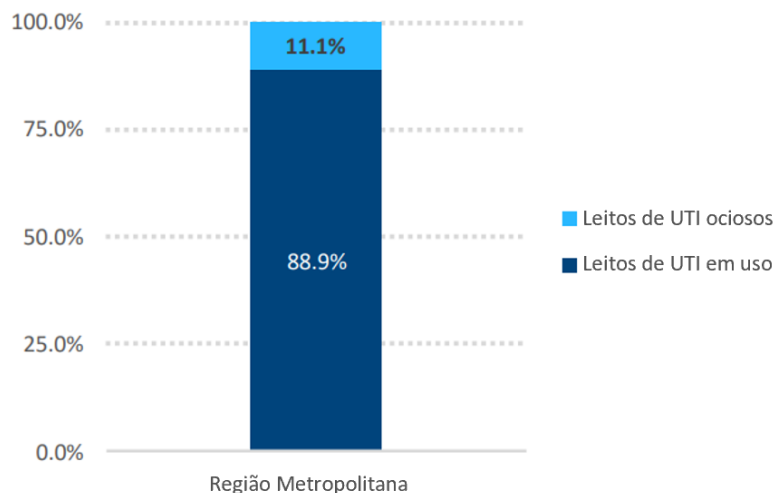
* O Rio Grande do Sul e o Ceará publicam apenas sua capacidade total de UTI (ou seja, não a capacidade de leitos de UTI exclusivos de Covid)

** Os números de São Paulo e Ceará incluem rede privada

*** A "coluna de utilização da capacidade da UTI" considera apenas os leitos de UTI exclusivos da Covid

**** A última coluna representa o número total de leitos de UTIs no sistema público brasileiro (chamado SUS) nesses estados (a partir de fevereiro de 2020).

Na cidade de São Paulo, a capacidade de utilização da UTI é de 89% (gráfico 8).

Gráfico 15: Utilização da capacidade da UTI na região metropolitana de São Paulo

Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

Embora os dados sugiram que a pandemia ainda não tenha atingido um pico, muitos estados estão anunciando planos para começar a reabrir a economia, incluindo o estado de São Paulo.

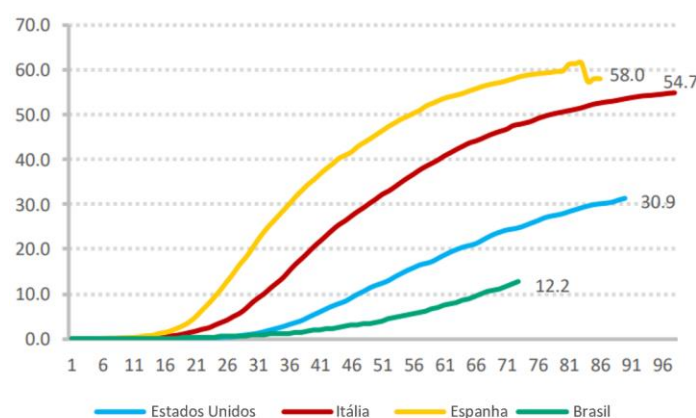
Alguns estados que foram menos impactados pelas pandemias (como Santa Catarina e Rio Grande do Sul no sul do país e Minas Gerais no Sudeste) estão em uma posição melhor para reabrir de forma mais agressiva. No entanto, a abertura em São Paulo, Rio e alguns estados do Norte e Nordeste do país pode representar uma ameaça de acelerar a pandemia.

Em termos de exposição geográfica, São Paulo (95.865 casos, 6.980 óbitos), Rio de Janeiro (44.886 casos, 4.856 óbitos), Ceará (37.821 casos, 2.733 óbitos), Amazonas, Pernambuco, Pará e Maranhão abrigam a maioria das infecções e mortes confirmadas.

O Brasil está com um desempenho pior em relação a seus pares da América Latina

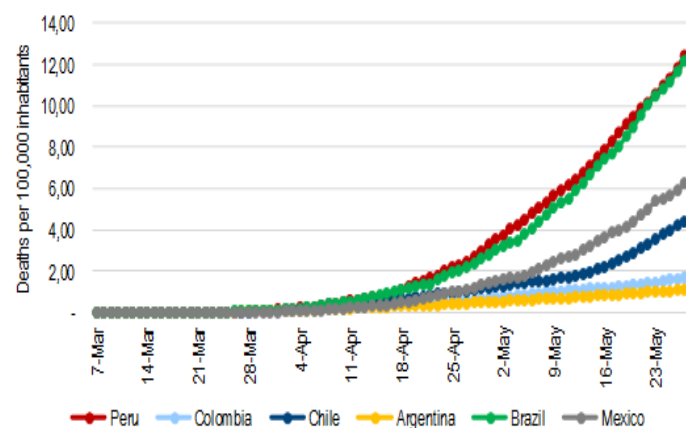
Quando comparado a outros países, especialmente os mais afetados pelas pandemias, como Itália, Espanha e EUA, o Brasil ainda se compara favoravelmente. Dito isto, apresenta um desempenho ruim em relação aos seus pares latino-americanos.

Gráfico 16: Óbitos do COVID-19: Brasil vs. outros países (a cada 100 mil habitantes)



Fonte: Worldometers, Bloomberg e Ministério da Saúde do Brasil

Gráfico 17: Mortes por COVID-19 por 100 mil habitantes na América Latina (a cada 100 mil habitantes)



Fonte: Worldometers, INS, Governo Mexicano, Minsal, Governo Argentino, BHM

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

Maio				Junho			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	Vale	Metais Básicos	VALE3	15%
Vale	Metais Básicos	VALE3	15%	Lojas Americanas	Varejo	LAME4	10%
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	SulAmérica	Seguradora	SULA11	10%
JBS	Alimentos e Bebidas	JBSS3	10%	JBS	Alimentos e Bebidas	JBSS3	10%
B3	Financeiras	B3SA3	10%	B3	Financeiras	B3SA3	10%
Telefônica Brasil	Telecom	VIVT4	10%	Telefônica Brasil	Telecom	VIVT4	10%
Taesá	Serviços Básicos	TAE11	5%	Rumo	Infraestrutura	RAIL3	10%
TOTVS	Tecnologia	TOTS3	10%	TOTVS	Tecnologia	TOTS3	10%
CBD	Varejo	PCAR3	10%	Gerdau	Metais Básicos	GGBR4	10%
Rumo	Infraestrutura	RAIL3	10%	CBD	Varejo	PCAR3	5%

Fonte: BTG Pactual

10SIM de junho: Mantendo um portfólio diversificado

Após outro forte desempenho em maio, o Ibovespa subiu 37% em relação a seu mínimo em meados de março e agora opera perto do que acreditamos ser um valuation justo, nas condições atuais. Para que o crescimento continue, as condições políticas precisam se estabilizar e as perspectivas de consolidação fiscal e reformas precisam melhorar, consequentemente reduzindo as taxas de juros reais de longo prazo. Embora não possamos descartar essas condições, não acreditamos que as veremos se materializando no curto prazo.

Por esse motivo, insistimos em um portfólio diversificado e relativamente defensivo por mais um mês. Nossa seleção de ações combina empresas de setores que tendem a ser menos afetados pela crise, empresas com exposição cambial via exportações com forte demanda por seus produtos e forte geração de fluxo de caixa e balanço patrimonial.

Dito isso, fizemos algumas alterações no portfólio que pode ter o tornado um pouco menos defensivo, removendo as empresas de serviços básicos: Equatorial (depois que o pacote de ajuda do governo foi anunciado, as ações subiram 9,4%) e a Taesa (que teve uma boa performance para uma empresa defensiva). Decidimos também remover o Banco do Brasil, que superou outros bancos no período.

Estamos aproveitando a oportunidade para adicionar o provedor de seguros de saúde SulAmérica, que teve um desempenho abaixo do esperado, no geral, e em relação a seus pares em maio. Os players do setor de saúde devem enfrentar bem a atual crise e a SulAmérica, em particular, está negociando com valuation atraente, e deve apresentar fortes resultados no 2T e pode estar em posição de pagar um dividendo extraordinário robusto, uma vez concluída a venda de sua divisão de automóveis.

A LAME, como qualquer varejista de B&M, deve ser impactada pelo fechamento de sua base de lojas e pelo declínio do tráfego mesmo nas lojas abertas, continuamos a ver fundamentos resilientes, apoiados por suas iniciativas online-to-offline e sortimento amplo com ticket médio baixo. Também vemos a LAME como um veículo interessante para participar do crescimento secular do e-commerce/pagamentos no país. As operações B&M da LAME atualmente são negociadas em 14x P/L 2021E (vs. 25x como a mediana do setor de varejo), que consideramos atraente, dada a sua resiliência em meio à turbulência do varejo.

Também estamos adicionando a Gerdau ao nosso portfólio. Acreditamos que a empresa está bem posicionada para enfrentar a crise, devido à sua forte carteira de pedidos, balanço patrimonial e diversificação geográfica. No Brasil, as obras não foram completamente interrompidas e esperamos que os embarques caiam 15% a/a em 2020. Na América do Norte, a empresa indicou que as taxas operacionais nunca caíram abaixo de 70% durante o período de quarentena no local e já se recuperou acima do nível de 80%. A empresa também ganha com um USD mais forte, já que 40% de seu EBITDA é denominado em USD. Os valuations estão atrativos com as ações negociando a 0,7x P/BV 2021.

Com o BRL acima de R\$ 5, mantemos nossa exposição a um USD forte. Decidimos permanecer com exportadores que têm uma demanda sólida por seus produtos e que estão principalmente 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 15% de rendimento de FCF) se encaixam nessa descrição.

Embora a operadora ferroviária Rumo tenha se recuperado em maio, continuamos vendo a combinação de sua exposição às exportações de soja e novos projetos de expansão como muito poderosa. A ação está produzindo uma TIR atraente de 8% a preços atuais.

Empresas com modelos de negócios muito resilientes como a bolsa de valores B3, a fabricante de software Totvs, a operadora de telecomunicações Vivo e a cadeia de supermercados CBD completam o 10SIM.

Ações do Portfólio:

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	P/L 2020
Lojas Americanas	Varejo	LAME4	10%	43.091	3,4x
Vale	Metais Básicos	VALE3	15%	271.885	5,4x
SulAmérica	Seguradora	SULA11	10%	19.201	17,3x
JBS	Alimentos e Bebidas	JBSS3	10%	58.572	6,3x
B3	Financeiras	B3SA3	10%	93.092	19,1x
Telefônica Brasil	Telecom	VIVT4	10%	79.423	13,8x
Rumo	Infraestrutura	RAIL3	10%	35.125	8,9x
TOTVS	Tecnologia	TOTS3	10%	11.477	32,9x
Gerdau	Metais Básicos	GGBR4	10%	21.443	8,8x
CBD	Varejo	PCAR3	5%	16.866	22,9x

Fonte: BTG Pactual e Economática

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). A demanda por minério de ferro continua forte como sempre no país, enquanto as agudas interrupções no lado da oferta colocam o mercado em um déficit - os preços spot estão acima de US\$ 100/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 ~20% (considerando as saídas de Brumadinho). Houve algum ruído de outras interrupções nas operações da Vale, mas não estamos preocupados com isso, já que os preços geralmente compensam a perda de volumes (já estamos trabalhando com o limite inferior do guidance de ~310Mt). 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 ~3,9x EBITDA 20.

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.

Gerdau (GGBR4):

Estamos adicionando a Gerdau ao nosso portfólio porque acreditamos que a empresa está bem posicionada para lidar com a crise, devido a sua carteira de pedidos resiliente, balanço patrimonial sólido e diversificação geográfica. A exposição da Gerdau à construção manteve volumes em níveis razoáveis em suas principais regiões operacionais. No Brasil, onde as obras de construção não foram interrompidas pelo governo, esperamos que os embarques caiam 25-30% no 2T20 e cerca de 15% no ano fiscal de 2020. Os dados de abril mostraram uma contração de ~20% a/a nos embarques de aço longos (principal produto da GGB), ficando acima das expectativas. Na América do Norte, a empresa indicou que as taxas operacionais nunca caíram abaixo de ~70% durante o período de abrigo no local e já se recuperaram acima do nível de 80%. De fato, vale ressaltar que ~40% do EBITDA da empresa é denominado em USD, portanto um BRL depreciado também beneficia a Gerdau. Com relação ao balanço patrimonial, a empresa possui caixa mais que suficiente para cumprir seus vencimentos da dívida pelos próximos 2 anos, com alavancagem atualmente em 2,5x dívida líquida/EBITDA (esperamos que fique abaixo de 3x), o que consideramos saudável. Vemos a Gerdau bem posicionada para enfrentar a tempestade e negociar a 0,7x P/BV 2021 e 6,2x EBITDA 21.

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 5x EV/EBITDA 2020 (abaixo dos seu 6,5x histórico, apesar da redução de riscos), 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. As oportunidades de crescimento inorgânico podem ser uma opção de valor agregado agora que as preocupações com o balanço patrimonial foram praticamente eliminadas.

Rumo (RAIL3):

A Rumo continua sendo nosso nome preferido 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 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 maio e junho). Em termos de expansão de capacidade, a renovação antecipada da Malha Paulista foi finalmente assinada, o que, em nossa opinião: (i) reduz o risco na frente regulatória; (ii) ajuda a empresa a se concentrar em novos projetos (como o altamente atraente Lucas do Rio Verde, que esperamos que adicione VPL de ~R\$ 6 bilhões, com uma TIR de 15%) e (iii) melhora a percepção dos investidores sobre a história do crescimento de volume nas Operações do Norte. Além disso, a empresa continua com seus trabalhos no projeto Malha Central, que deve entrar em operação em meados de 2021 (VPL estimado de R\$ 1 bilhão, já incluído em nosso modelo). Em termos de valuation, apesar do bom desempenho recente, vemos um potencial de valorização relevante para a empresa, pois as ações ainda geram TIR atraente de 8% a preços atuais.

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 10x P/L 2021, que é um nível atraente, considerando a resiliência dos ganhos no curto prazo.

B3 (B3SA3):

Como esperado, a B3 registrou seu melhor trimestre de todos os tempos no 1T20, impulsionado por volumes fortes e margens melhores do que o esperado, especialmente em futuros, e os volumes de abril e meados de maio continuaram surpreendendo positivamente. Até agora no trimestre, o ADTV de ações permaneceu em R\$ 26,9 bilhões, vs. R\$ 28,9 bilhões no 1T e R\$ 17,3 bilhões em 2019. Diferentemente da crise passada, as taxas de juros são significativamente mais baixas, o que tem estimulado a entrada de novos investidores individuais na bolsa. Além disso, vemos grandes atributos, como margens altas, baixa alavancagem financeira e fluxo de receita constante, que nos mantêm positivos em relação a ação.

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 6,0%). 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.

SulAmérica (SULA11):

Após o recente baixo desempenho da SULA em comparação aos pares e o mercado no geral (em maio, a SULA caiu 7%, vs. Ibovespa, +5%, GNDI +9%, HAPV +1%, FLRY +1%), temos a oportunidade de adicionar o nome ao nosso portfólio 10SIM. Com um beta baixo e um setor mais resiliente, gostamos de exposição ao setor de saúde no momento, principalmente para investidores que buscam mais proteção em tempos de forte volatilidade do mercado. Por exemplo, de acordo com as pesquisas mais recentes, apesar da rápida mudança no ambiente macroeconômico, as seguradoras de planos de saúde não viram um aumento nos níveis de inadimplência. Em nossa opinião, a SulAmérica é a melhor opção no setor, com uma combinação vencedora de (i) um valuation relativamente atraente (negociada na P/L 2021 a 18,5x e 2x P/BV); (ii) momentum robusto de lucros (a taxa sinistralidade do 2T deve ser baixa, com os procedimentos eletivos sendo adiados), principalmente quando isso é escasso; e (iii) alto rendimento de dividendos - a venda de sua divisão Automóvel deve gerar R\$ 1,5 bilhão em receitas líquidas de impostos, ou um forte rendimento de 8,5%. Espera-se que essa transação, que foi confirmada abertamente pela Allianz e pela SulAmérica na demonstração de resultados do 1T, seja concluída em algum momento no 3T. Como um segmento mais volátil e historicamente menos lucrativo, sempre valorizamos o desinvestimento da SULA no segmento de Auto - esse negócio foi vendido por mais de 4x P/BV, enquanto o consolidado da SULA permanece em 2x.

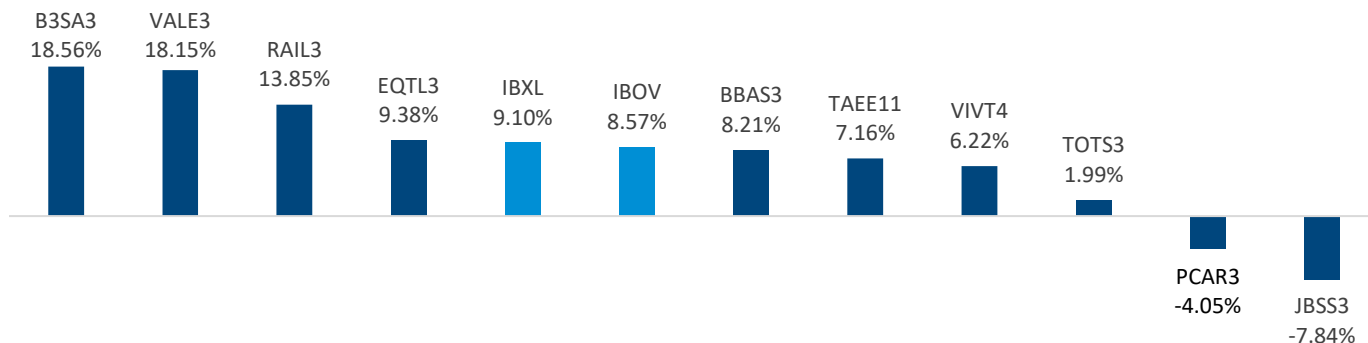
Lojas Americanas (LAME4):

Embora reconheçamos que a LAME, como qualquer varejista da B&M, deve ser impactada a curto prazo pelo fechamento de sua base de lojas (embora em uma extensão muito menor do que outros varejistas) e (mais importante) pelo declínio do tráfego, mesmo nas lojas que estão abertas, continuamos a ver fundamentos resilientes, apoiados por suas iniciativas

de Online-to-Offline e amplo sortimento com baixo ticket médio. Enquanto isso, também vemos a LAME como um veículo interessante para participar do crescimento secular dos setores de e-commerce e pagamentos no país, considerando suas participações de 62% e 57% na B2W e na Ame Digital, respectivamente. As operações B&M da LAME atualmente são negociadas em 14x P/L 2021E (vs. 25x como a mediana do setor de varejo), que consideramos atraentes, dada a sua resiliência em meio à turbulência do varejo.

Rentabilidade Histórica:

Gráfico 18: Performance por ação em maio de 2020:

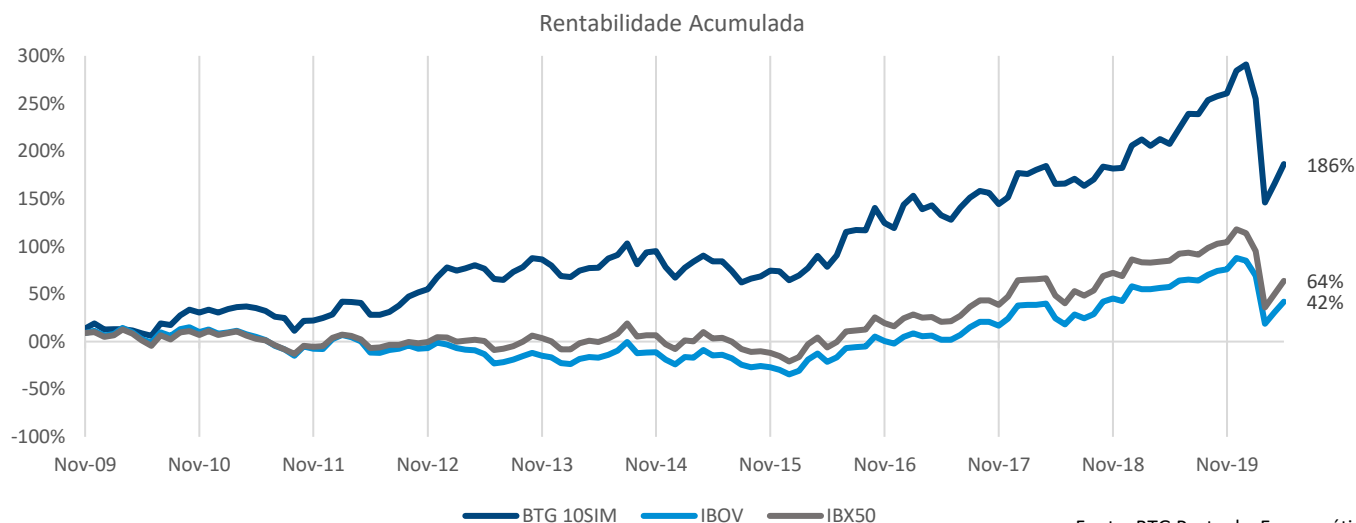


Fonte: BTG Pactual e Economática

Performance Histórica:

Em maio, nossa Carteira Recomendada de Ações se valorizou +7,71%, abaixo do Ibovespa (+8,57%) e acima do IBRX-50 (+9,10%). 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 186,2%, ante 42,1% do Ibovespa e 63,8% do IBX-50.

Gráfico 19: Performance Histórica (desde outubro de 2009)



Fonte: BTG Pactual e Economática

Tabela 8: Performance Histórica (desde outubro de 2009)

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	No ano	IBOV	Carteira Acum.	IBOV Acum.
2009										0,2%	13,3%	4,8%	19,1%	11,5%	19,1%	11,5%
2010	-5,5%	0,3%	0,1%	-1,1%	-2,8%	-2,4%	12,3%	-1,4%	8,6%	4,8%	-2,4%	2,3%	12,0%	1,0%	33,4%	12,7%
2011	-2,2%	2,7%	1,6%	0,6%	-1,4%	-2,2%	-4,6%	-1,0%	-10,8%	9,5%	0,2%	2,1%	-6,5%	-18,1%	24,7%	-7,7%
2012	3,2%	10,3%	-0,2%	-0,8%	-8,7%	-0,1%	2,3%	5,1%	6,9%	3,0%	2,1%	8,1%	34,4%	7,4%	67,6%	-0,9%
2013	6,1%	-1,9%	1,4%	1,9%	-2,1%	-6,1%	-0,5%	5,1%	2,8%	5,3%	-0,6%	-3,5%	7,3%	-15,5%	79,9%	-16,3%
2014	-6,1%	-0,7%	4,0%	1,5%	0,2%	5,6%	1,9%	6,4%	-10,8%	6,8%	0,8%	-8,6%	-0,9%	-2,9%	78,3%	-18,7%
2015	-6,3%	6,2%	3,6%	3,5%	-3,1%	-0,1%	-5,5%	-6,8%	2,4%	1,5%	3,6%	-0,4%	-2,4%	-13,3%	73,9%	-29,5%
2016	-5,5%	3,2%	4,4%	7,2%	-6,0%	6,8%	12,9%	0,9%	-0,2%	10,9%	-6,5%	-2,5%	26,0%	38,9%	119,1%	-2,1%
2017	11,2%	3,9%	-5,6%	1,7%	-4,2%	-2,1%	5,7%	4,3%	2,9%	-0,9%	-4,6%	2,9%	14,7%	26,9%	151,4%	24,2%
2018	10,2%	-0,4%	1,6%	1,5%	-6,7%	0,1%	1,9%	-2,7%	2,5%	5,0%	-0,7%	0,2%	12,3%	15,0%	182,3%	42,9%
2019	8,3%	2,1%	-2,1%	2,3%	-1,6%	5,2%	4,8%	-0,1%	4,3%	1,2%	0,8%	6,7%	36,2%	31,6%	284,6%	88,0%
2020	1,7%	-9,2%	-30,7%	8,0%	7,7%								-25,5%	-24,4%	186,3%	42,1%

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