



Carteira Recomendada de Ações – Small Caps

Junho/2020

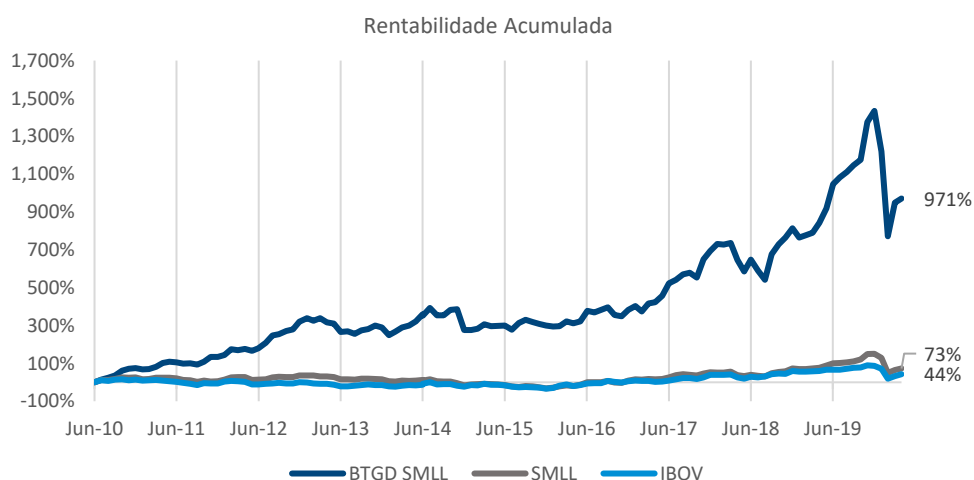
Carteira Recomendada de Ações – Small Caps

Objetivo da Carteira

A Carteira Recomendada de Ações – Small Caps (BTGD SMLL) tem como objetivo capturar as melhores oportunidades e performances do mercado de small caps brasileiro, sendo composta por 5 ativos selecionados pela equipe de análise e estratégia do BTG Pactual. Dentre o universo de ações analisadas, estão empresas que possuem um valor de mercado informal de até R\$ 15 bilhões, tendo como benchmark o índice de small caps brasileiro (SMLL).

Rentabilidade Histórica

No mês de maio a carteira BTGD SMLL apresentou uma alta de 2,12%, contra um avanço de 5,07% do índice SMLL e 8,57% do IBOV. Desde julho de 2010, a carteira acumula uma rentabilidade de 971,3%, contra 72,8% do SMLL e 43,5% do IBOV.



BTG Pactual - Equity Research & Strategy:

Carlos Sequeira, CFA

New York – BTG Pactual US Capital LLC

Osni Carfi

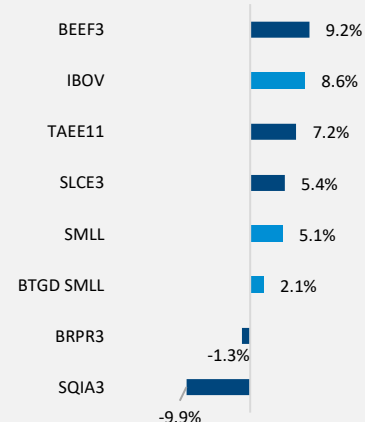
São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

BTG Pactual digital – Equity Research & Strategy:

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

Performance - Maio



Performance	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
BTGD SMLL	74,3%	34,7%	79,0%	-7,4%	24,9%	-15,9%	9,8%	67,1%	15,5%	70,5%	-27,4%
SMLL	26,7%	-16,6%	28,7%	-15,2%	-17,0%	-22,4%	31,8%	49,6%	7,5%	57,8%	-30,7%
IBOV	13,7%	-18,1%	7,4%	-15,5%	-2,9%	-13,3%	38,9%	26,9%	15,0%	31,5%	-24,3%

Performance	Jan-20	Feb-20	Mar-20	Apr-20	May-20	Jun-20	Jul-20	Aug-20	Sep-20	Oct-20	Nov-20	Dec-20
BTGD SMLL	4,0%	-14,0%	-33,9%	20,3%	2,1%							
SMLL	0,5%	-8,3%	-35,1%	10,2%	5,1%							
IBOV	-1,6%	-8,4%	-29,9%	10,3%	8,6%							

* Rentabilidade em 2010 a partir do mês de julho.

Racional Macro

Quanto tempo pode durar o modo risk-on?

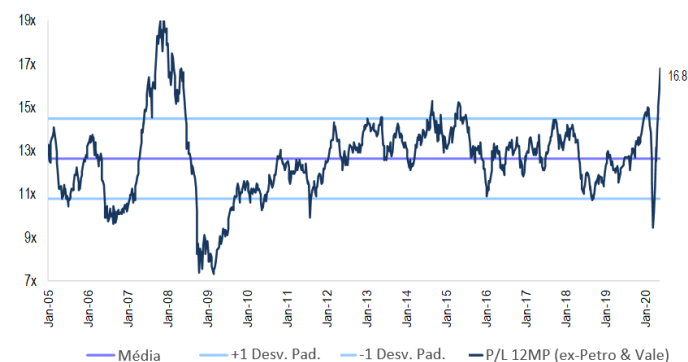
Maio foi outro mês forte para o mercado de ações no Brasil e no exterior. O Ibovespa subiu outros 8,6% em maio (em BRL), seguindo o S&P 500, que subiu outros 4,5% no mês.

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.

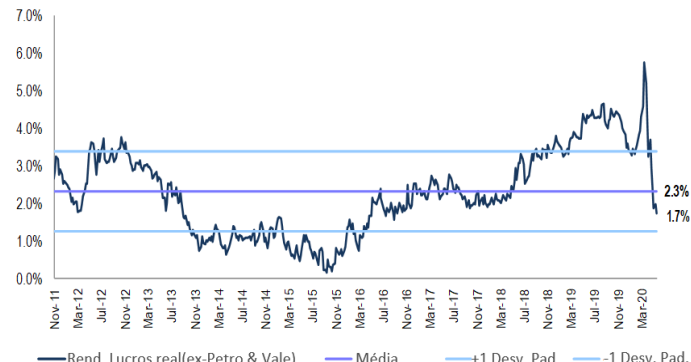
Após os últimos dois meses de recuperação, o Ibovespa está sendo negociado a 16,8x P/L projetados de 12 meses, um grande prêmio à sua média histórica de 12,6x. Naturalmente, as estimativas de lucros para 2020 foram severamente afetadas pela desaceleração econômica causada pela pandemia. Nesse momento, 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.

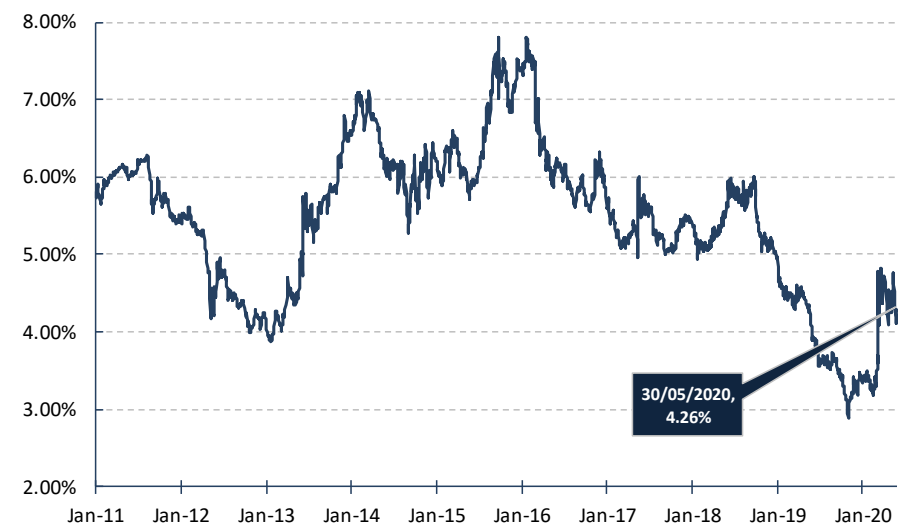
A nova composição pode ajudar a promover a agenda do governo no Congresso, mas pode se juntar a uma demanda crescente por acesso ao orçamento do governo federal. Isso pode criar um conflito constante entre o novo arranjo político e a equipe econômica do governo, que tem uma agenda clara de reduzir o 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%

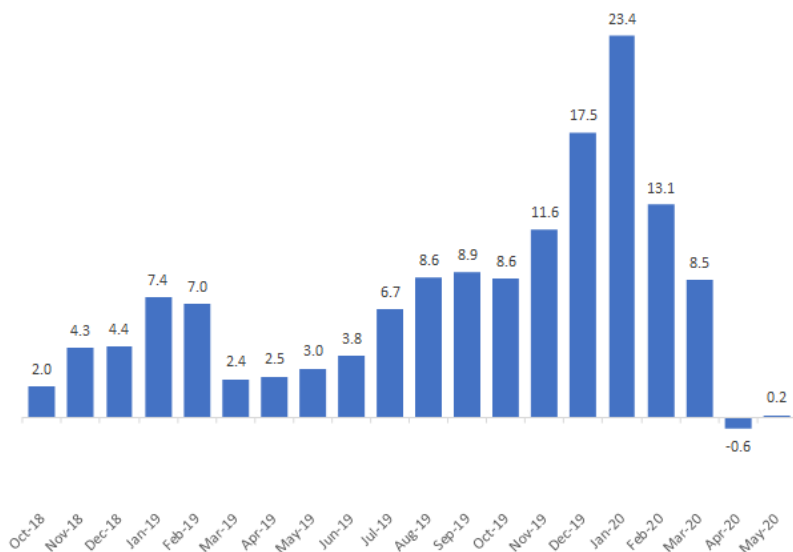
Fonte: Estimativas BTG Pactual

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

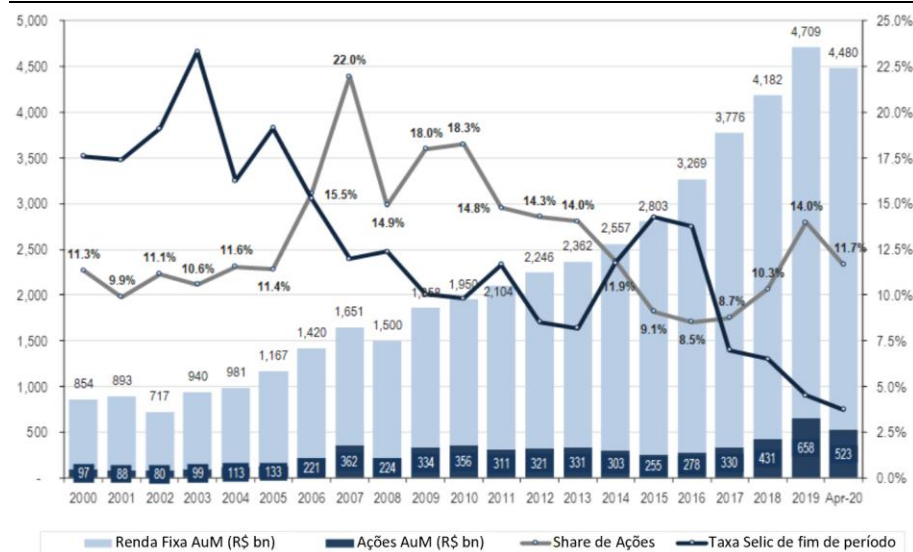


Fonte: Anbima e BTG Pactual

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.

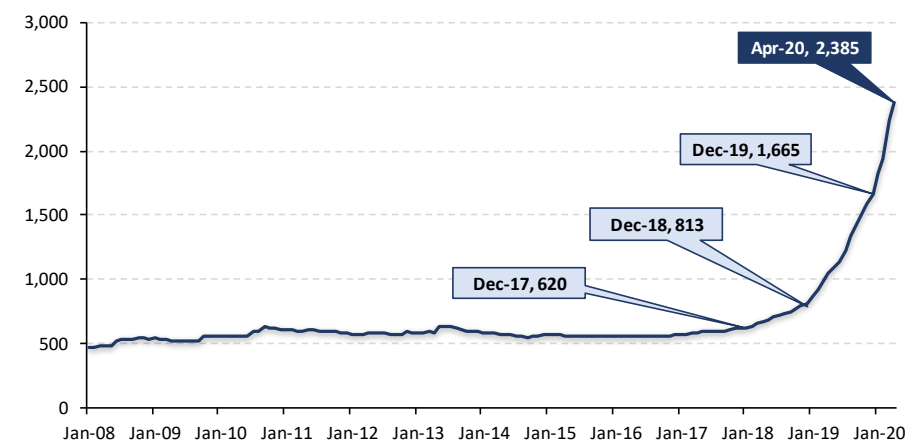
Gráfico 5: As alocações em ações caíram para apenas 11,7% em abril, após a liquidação de março



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

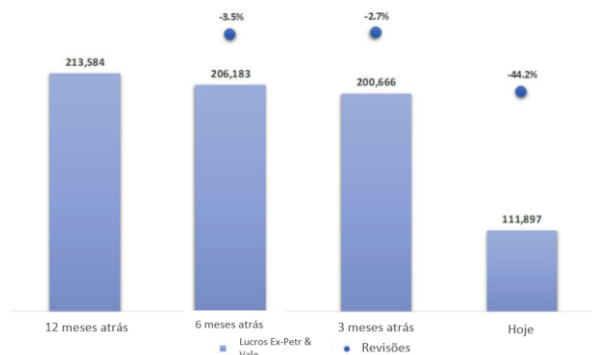


Fonte: Bovespa

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

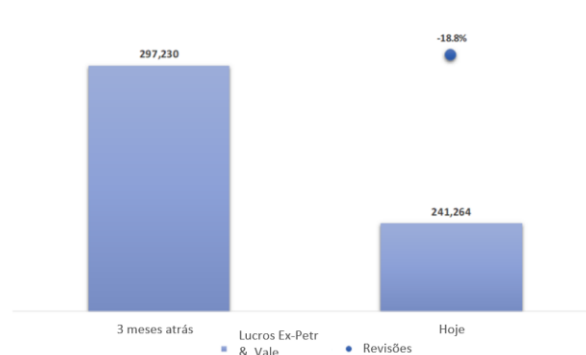
Os impactos da Covid-19 desencadearam uma grande onda de revisão dos lucros em toda nossa cobertura. A equipe de Equity Research do BTG Pactual cortou as estimativas dos lucros consolidados (ex-Petrobras e Vale) em 44% e 19%, respectivamente, para 2020 e 2021, em comparação com nossas estimativas pré-crise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

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



Fonte: estimativas do BTG Pactual

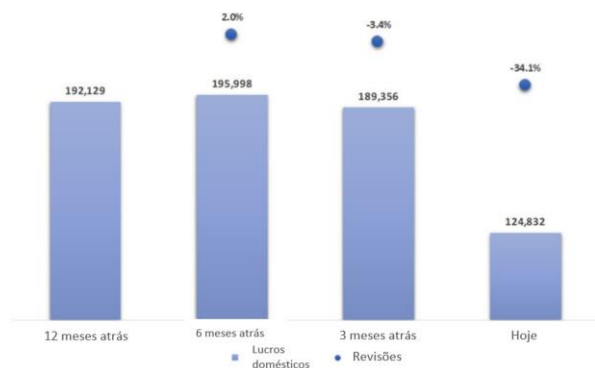
Gráfico 1: Revisões dos lucros de 2021 ex-Petro & Vale (R\$ bilhões)



Fonte: estimativas do BTG Pactual

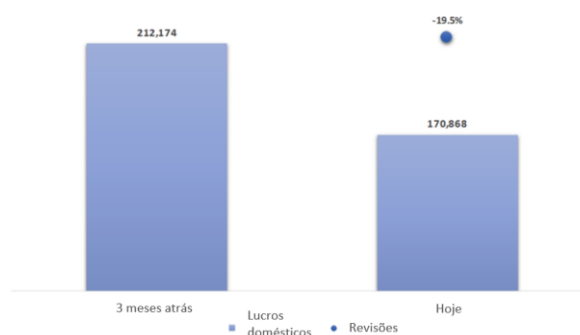
Considerando apenas empresas domésticas, os lucros foram cortados em 34% para 2020 e 19% para 2021.

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)

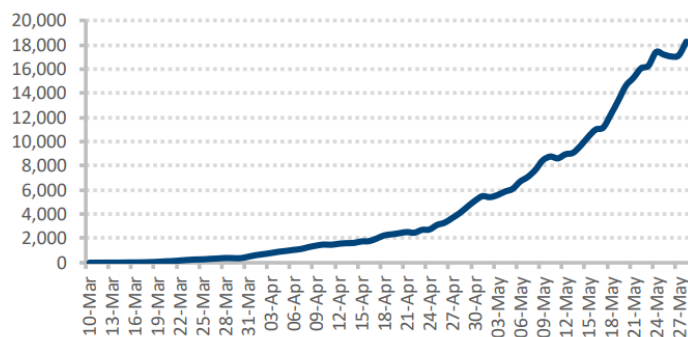
	Lucro Líquido 2020E			
	12 meses atrás	6 meses atrás	3 meses atrás	Hoje
Aéreas & Milhagem	1.064	973	940	-1.612
Revisão		-8.6%	-3.4%	-271.5%
Bancos	95.795	97.721	94.203	55.362
Revisão		2.0%	-3.6%	-41.2%
Bens de Capital	4.676	3.914	4.165	-266
Revisão		-16.3%	6.4%	-106.4%
Al. de Carros & Op. Logísticos	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

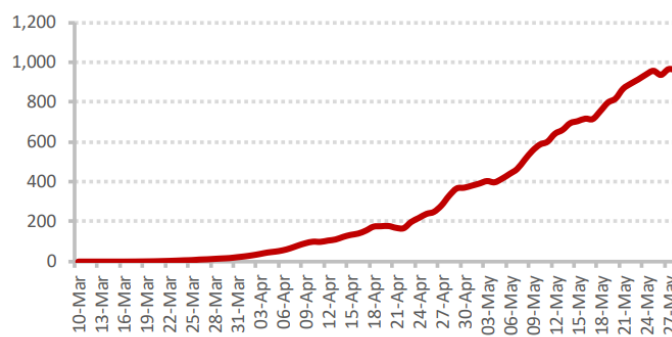
No Brasil, a pandemia de COVID ainda não atingiu seu pico

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.

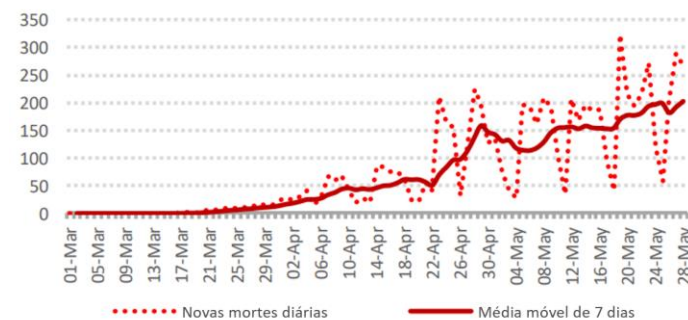
Gráfico 11: Novos casos diários confirmados de COVID-19 - média móvel de 7 dias

Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

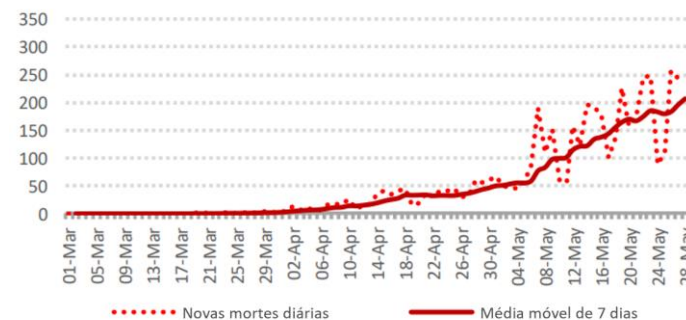
Gráfico 12: Novas mortes diárias de COVID-19 no Brasil - média móvel de 7 dias

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: Secretárias locais de saúde e BTG Pactual

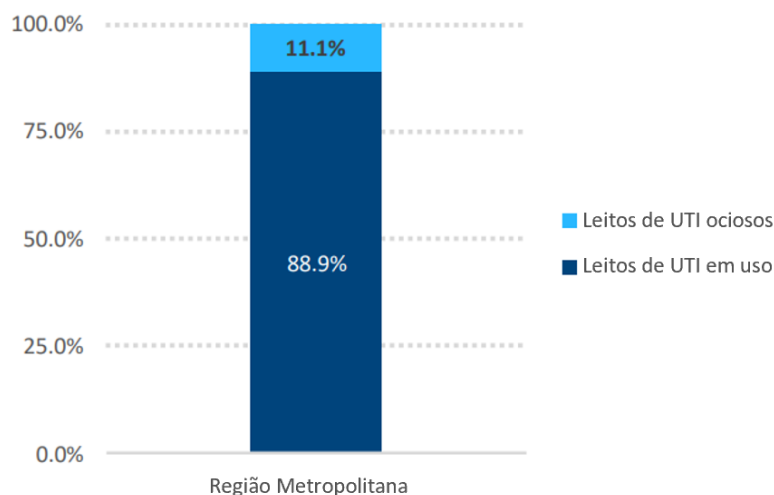
* O Rio Grande do Sul e o Ceará publicam apenas sua capacidade total de UTI (ou seja, não a capacidade de leitos de UTI exclusivos de Covid)

** 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.

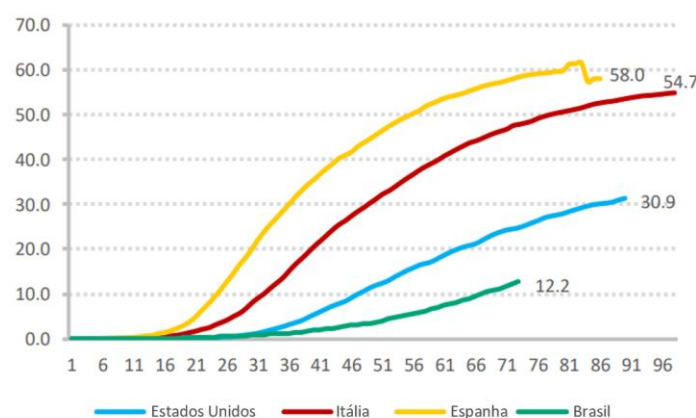
Alguns estados que foram menos impactados pelas pandemias (como Santa Catarina e Rio Grande do Sul no sul do país e Minas Gerais no Sudeste) estão em uma posição melhor para reabrir de forma mais agressiva. No entanto, a abertura em São Paulo, Rio e alguns estados do Norte e Nordeste do país pode representar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

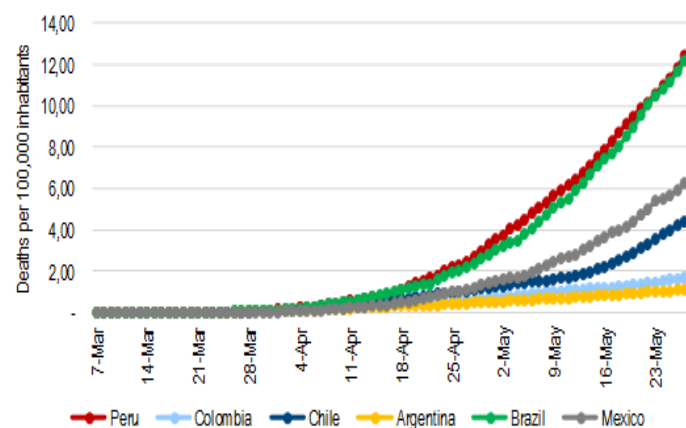
Quando comparado a outros países, especialmente os mais afetados pelas pandemias, como Itália, Espanha e EUA, o Brasil ainda se compara favoravelmente. Dito isto, apresenta um desempenho ruim em relação aos seus pares latino-americanos.

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 – Small Caps

Alterações:

Para o mês de junho inserimos a operadora de aluguel de veículos Unidas (LCAM3), a construtora e incorporadora Direcional (DIRR3) e a empresa de telecomunicações Oi (OIBR3). Com isso, removemos a Taesa (TAE11), a Minerva (BEEF3) e a Sinqia (SQIA3). Por fim, mantivemos a administradora de propriedades comerciais BR Properties (BRPR3) e produtora agrícola SLC Agrícola (SLCE3).

Maio				Junho			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Taesa	Serviços Básicos	TAE11	20%	Unidas	Aluguel de Carros	LCAM3	20%
Minerva	Alimentos e Bebidas	BEEF3	20%	Direcional	Construção Civil	DIRR3	20%
SLC Agrícola	Agronegócio	SLCE3	20%	SLC Agrícola	Agronegócio	SLCE3	20%
Sinqia	Tecnologia Financeira	SQIA3	20%	Oi	Telecom	OIBR3	20%
BR Properties	Propriedades Comerciais	BRPR3	20%	BR Properties	Propriedades Comerciais	BRPR3	20%

Fonte: BTG Pactual

Carteira Recomendada de Ações – Small Caps:

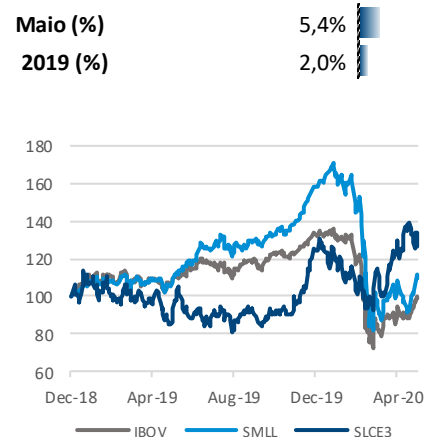
Empresa	Ticker	Peso	Volume Médio Diário (R\$ mn)	Market Cap. (R\$ mn)	Preço-Alvo (R\$)	Upside (%)	P/L 2020E
Unidas	LCAM3	20%	50,50	7.447	19,00	28%	30,8x
SLC Agrícola	SLCE3	20%	40,00	4.661	29,00	16%	13,0x
Oi	OIBR3	20%	106,60	4.519	2,00	167%	N/A
BR Properties	BRPR3	20%	29,80	4.206	15,00	74%	16,0x
Direcional	DIRR3	20%	13,50	1.420	15,00	57%	6,4x

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg

SLC Agrícola (SLCE3)

Em meio a um ambiente de pouca visibilidade sobre quanto tempo o surto de Covid-19 poderia durar, decidimos manter a SLC ao nosso portfólio de Small Caps. Conforme discutido em relatórios recentes sobre commodities, no qual atualizamos a ação para Compra, acreditamos que a empresa deve conseguir resultados resilientes nos próximos trimestres. Não apenas esperamos que a demanda por grãos seja uma das mais consistentes entre todas as commodities, mas os preços também têm favorecido os produtores domésticos, devido a uma forte depreciação do BRL, que mais do que compensou a queda no acumulado do ano na CBOT (Chicago Board of Trade). No caso do algodão, também prevemos um cenário muito mais construtivo de oferta e demanda para o 2S20. Embora esperemos que a demanda global desacelere, não esperamos que os EUA e outros grandes produtores tenham equilíbrio a preços atuais, indicando possíveis cortes na oferta agora que estamos nos aproximando da estação de plantio nos países do hemisfério norte. No curto prazo, também estimamos pouco ou nenhum impacto para a SLC, uma vez que atualmente a empresa detém mais de 70% de sua produção de algodão 2019/20 protegida por hedge acima de US\$ c70/lb (em comparação com ~US\$ c57/lb à vista). Além disso, com a maioria dos campos de soja colhidos e com condições climáticas favoráveis nas áreas de algodão, vemos os riscos para os rendimentos da SLC com potencial de valorização.

Performance:

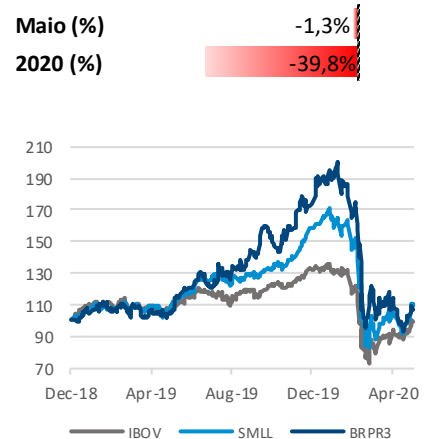


BR Properties (BRPR3)

A BR Properties é uma das principais empresas de investimento em propriedades comerciais de renda do Brasil. A companhia atua com a aquisição, locação, administração, incorporação e venda de imóveis comerciais, galpões industriais e de varejo, localizados nas principais regiões do Brasil como São Paulo e Rio de Janeiro.

Acreditamos que a BR Properties está entre os players mais defensivos em um cenário desafiador. Como as receitas da empresa são baseadas em aluguéis fixos (e, historicamente, a inadimplência sempre foi irrelevante), não acreditamos que o surto de Covid-19 deva ter um impacto relevante nas receitas de curto prazo. E, embora pensemos que, em um cenário de menor crescimento do PIB, a empresa possa enfrentar um pouco mais difícil de arrendar uma área vazia de seu portfólio de escritórios (principalmente no Rio, cuja economia é mais dependente do setor de Petróleo e Gás), acreditamos que as perspectivas de longo prazo não mudaram: (i) a oferta/demanda permanece muito favorável em SP (com muito pouca adição de ABL nos próximos anos, enquanto a absorção da área de escritórios tem sido muito forte; (ii) a BRPR possui um portfólio muito bem posicionado no Rio (composta principalmente por edifícios de escritórios AAA no centro do Rio) e (iii) a avaliação parece muito atraente (TIR-patrimônio líquido real de ~9%).

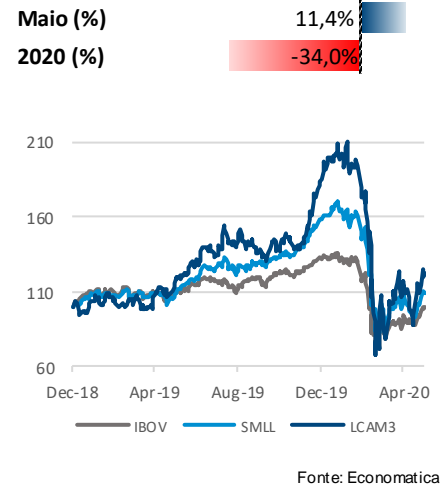
Performance:



Unidas (LCAM3)

Apesar da baixa visibilidade da duração do COVID-19, vemos a Unidas bem preparada para enfrentar a crise com uma boa posição no balanço (R\$ 1,1 bilhão em caixa vs. apenas R\$ 0,3 bilhão em dívida de curto prazo a partir do 1T). Além disso, a empresa tem menor exposição ao segmento de aluguel de carros do que ao aluguel de frotas (~20% e 26% da receita líquida, respectivamente), fornecendo uma proteção de vendas. Em nossa opinião, os volumes e rendimentos de aluguel já atingiram o fundo do poço e esperamos que ele volte gradualmente aos níveis normalizados daqui para frente. Na frente dos seminovos, a flexibilização recentemente anunciada das restrições de isolamento pelo estado de SP deve beneficiar a divisão, já que SP abriga uma parte relevante da frota de veículos da LCAM. Por fim, acreditamos que o cenário de longo prazo para o negócio continue otimista, pois o Brasil ainda enfrenta uma demanda reprimida por aluguel de carros. Em termos de valuation, vemos a Unidas negociando em um atrativo 16,2x P/L 21.

Performance:



Oi S.A. (OIBR3)

Mesmo em meio à crise do coronavírus, as coisas estão evoluindo em ritmo acelerado, e a Oi está totalmente focada na execução de seu Plano Estratégico de Transformação, focado em alavancar o principal ativo da empresa: sua infraestrutura única de transporte nacional de fibra. A empresa está preparando os documentos necessários para apresentar uma proposta de alteração ao seu Plano de Recuperação Judicial e pretende publicá-lo em 15 dias. Isso significa que a Oi pode convocar uma Assembleia Geral de Credores até agosto e a venda da operação móvel da empresa pode ocorrer antes do esperado. Ex-mobile, a Oi estaria operando um negócio de banda larga B2C FTTH quase nacional (Brasil, ex-São Paulo) e se tornaria uma fornecedora de capacidade de fibra de atacado no mercado. Imediatamente após a venda, teria receita de R\$ 12 bilhões e EBITDA de ~R\$ 3 bilhões. Os acordos recentes mostram que as empresas de fibra de infraestrutura de telecomunicações podem negociar em múltiplos premium (7x a 10x EV/EBITDA).

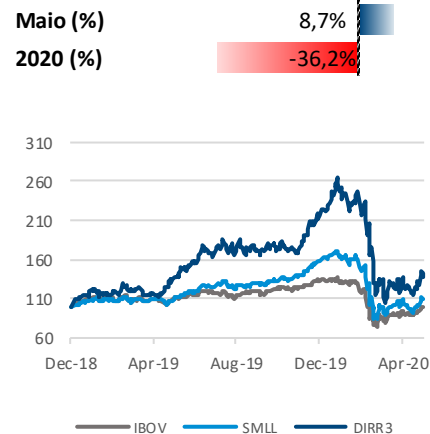
Performance:



Direcional (DIRR3)

A Direcional é uma construtora de casas focada no segmento de baixa renda. Desde o surto de Covid-19 e o fechamento de vendas em muitas cidades, as vendas da Direcional caíram, mas não de maneira significativa, para nos deixar preocupados. Além disso, a Direcional continua lançando projetos e possui um grande banco de terrenos (~R\$ 2 bilhões em projetos já aprovados e prontos para lançamento). Acreditamos que o programa MCMV (Minha Casa, Minha Vida) pode provar sua resiliência em tempos mais difíceis novamente (como foi o caso em 2015-2016), refletindo principalmente o grande déficit habitacional brasileiro (~8 milhões de famílias) e as atraentes condições de hipoteca do MCMV (taxas de hipoteca variam de TR +5,0-7,0% a.a.). Além disso, também não descartamos novas medidas sendo anunciadas em breve para o programa MCMV (por exemplo, uma redução nas taxas de hipoteca) como uma medida anticíclica para mitigar os impactos do Covid-19 na economia brasileira (lembre-se de que para cada 100 bps de corte na taxa de hipoteca no MCMV, ~2 milhões de novos domicílios entram no mercado). Assim, como a Direcional possui alavancagem controlada (9% da Dívida Líquida/Patrimônio Líquido) e um valuation muito atraente (1,15x P/TBV), acreditamos que a ação é uma boa adição ao portfólio Small Caps deste mês.

Performance:



Fonte: 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