



Carteira Recomendada de Ações

Setembro/2019

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

Os Fundamentos permanecem sólidos... e nós continuamos otimistas com as ações locais.

Por mais que as ações brasileiras continuarão oscilando em conjunto com os mercados globais, acreditamos que elas estejam atraentes nos níveis de preços atuais. O Ibovespa (excluindo Petrobras & Vale) está sendo negociado a 12,4x P/L (Índice Preço Lucro), pouco abaixo de sua média histórica. Com os fundamentos de longo prazo melhorando, a expectativa de juros estruturais mais baixos pode levar o IBOV a negociar acima de sua média histórica.

Os fundamentos econômicos de longo prazo estão melhorando (a aprovação da Reforma da Previdência, no médio a longo prazo, trará um alívio extremamente necessário às contas fiscais do Brasil), ao passo que alguns dados econômicos recentes já apontam para uma recuperação mais consistente, embora gradual. O crescimento do PIB no 2T19 foi um pouco melhor do que esperávamos, tendo como principal destaque o setor de construção civil (+2% no trimestre). Ainda, os níveis de confiança também melhoraram em agosto, enquanto que as taxas de juros devem cair ainda mais e o crédito vem aumentando. Tudo aponta para dias melhores pela frente.

Mantivemos a carteira intacta este mês.

Estamos mantendo a mesma carteira para setembro. Estamos confiantes de que as ações constituem um portfólio inclinado para se beneficiar de uma possível alta e focado em empresas de alta qualidade com bom histórico de entrega de resultados. Basicamente, nos mantivemos expostos às companhias que se beneficiam diretamente da retomada do crescimento econômico e de um fechamento na curva de juros.

BTG Pactual - Equity Research & Strategy:

Carlos Sequeira, CFA

New York – BTG Pactual US Capital LLC

Bernardo Teixeira

São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

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

Mantivemos exposição a locadora de veículos Localiza (**RENT3**), ao banco Bradesco (**BBDC4**) a varejista Lojas Renner (**LREN3**), a operadora ferroviária Rumo (**RAIL3**), a fabricante de softwares TOTVS (**TOTS3**), a processadora de carne JBS (**JBSS3**), a geradora e distribuidora de energia CPFL (**CPFE3**), a operadora de shoppings centers premium Multiplan (**MULT3**), a empresa de educação Kroton (**KROT3**) e, finalmente, a operadora de telecomunicações Oi (**OIBR3**).

Os fundamentos continuam melhorando!

O Ibovespa caiu 0,7% em agosto impulsionado pela grande venda de ativos nos mercados globais em função do aumento das preocupações quanto aos possíveis impactos da guerra comercial entre EUA e China, em uma economia mundial que está frágil. Ao passo que os investidores buscavam uma redução de risco em seus investimentos, os mercados emergentes sofreram com a saída de capital que este processo gerou.

Por mais que as ações brasileiras continuarão oscilando em conjunto com os mercados globais, acreditamos que elas estejam atraentes nos níveis de preços atuais. O Ibovespa (excluindo Petrobras & Vale) está sendo negociado a 12,4x P/L (Índice Preço Lucro), pouco abaixo de sua média histórica. Dado que esta média foi constituída com base em uma configuração histórica de juros reais de longo prazo relativamente altos, a expectativa de juros estruturais mais baixos pode levar o IBOV a negociar a um prêmio em relação a sua média.

Isso é claramente ilustrado ao se observar a evolução do prêmio de risco, ou seja, o inverso do Índice Preço Lucro (P/L) menos a taxa de juros reais. O prêmio de risco para das ações, utilizando as taxas de juros reais de 10 anos ou 1 ano, estão bem acima de seus níveis históricos, sugerindo que há espaço para as ações se valorizarem ainda mais, trazendo o prêmio de volta à média.

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

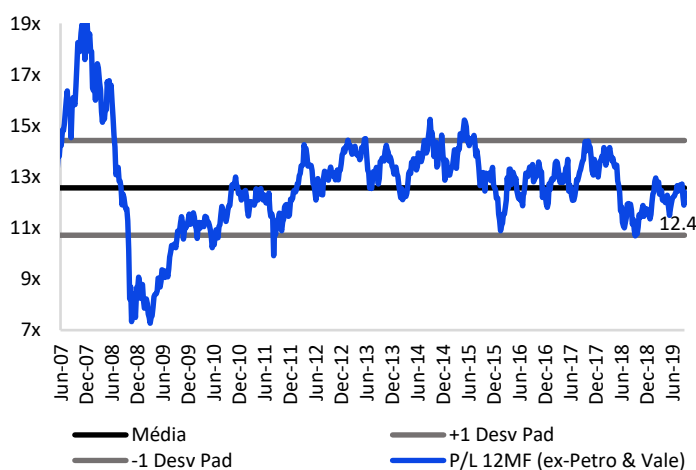
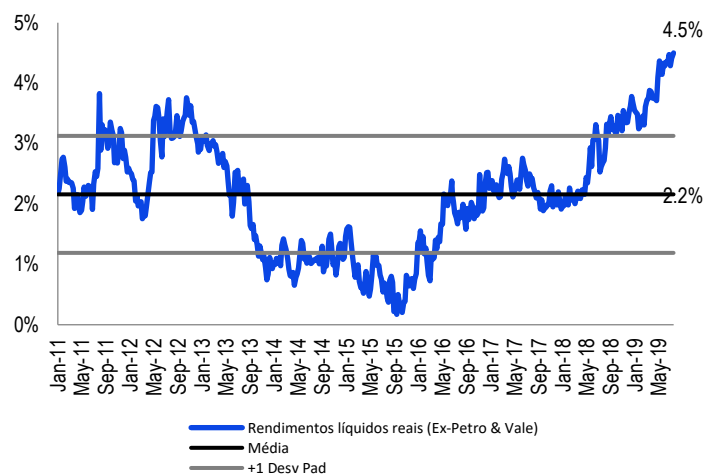


Gráfico 2: Rendimentos líquidos (L/P – taxa de juros real de 10 anos)



Fonte: Bloomberg, Tesouro Direto, BTG Pactual

A melhora dos fundamentos e dos recentes dados econômicos nos dão motivos para ter esperança.

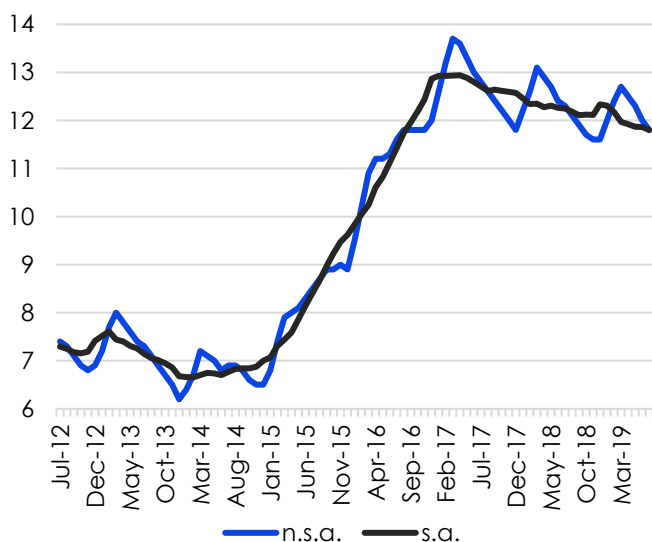
Talvez ainda até mais importante, os fundamentos econômicos de longo prazo continuam melhorando. A aprovação da Reforma da Previdência trará um grande alívio às contas fiscais do Brasil no médio a longo prazo, enquanto que os recentes dados econômicos apontam para uma recuperação da atividade econômica, mesmo que de forma gradual. Não há dúvidas que a recuperação econômica foi decepcionantemente lenta. Dito isso, a tendência de melhora da atividade econômica foi suportada pelos últimos dados divulgados.

A principal surpresa positiva veio do crescimento do PIB no segundo trimestre. Sim, o PIB cresceu apenas 0,4% tri/tri, pouca coisa acima de nossas estimativas (0,3%) e do mercado (0,2%), enquanto que o setor de construção civil cresceu 2%, se recuperando das contrações que apresentou nos últimos dois trimestres. O setor manufatureiro também teve um bom desempenho, expandindo 1,9%.

Também tivemos boas notícias do lado da demanda, com bom resultado de investimentos, após dois trimestres de contração, em 15,9% do PIB, melhor do que o ano passado, mas ainda longe do pico de 2014. O consumo das famílias manteve a tendência de recuperação gradual dos últimos trimestres, enquanto que o consumo do governo e as exportações líquidas foram um empecilho.

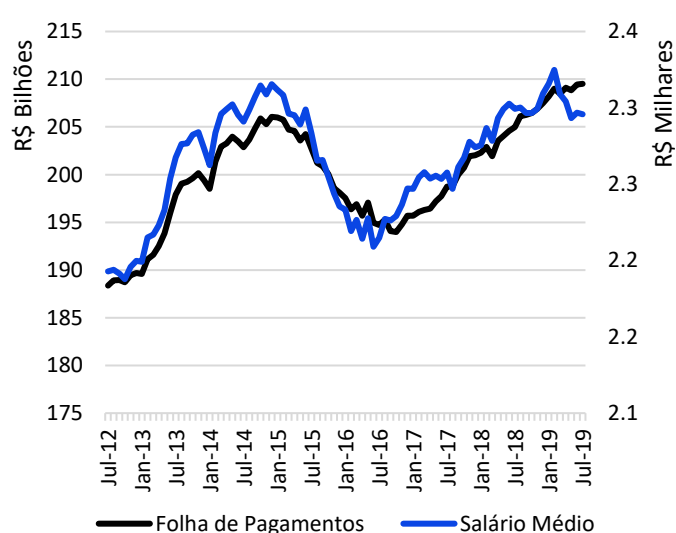
Com isso, uma melhora no desempenho do setor de construção pode indicar uma aceleração na geração de empregos para os meses a frente. No segundo trimestre, o desemprego caiu novamente, embora que de forma gradual, para 11,8%. No entanto, alertamos que a recuperação do emprego ainda está acontecendo no mercado de trabalho informal, uma vez que o emprego na folha de pagamentos e no setor público caiu 0,3% mês/mês. Os salários reais permaneceram estáveis em julho e, como tal, o crescimento da massa salarial caiu de 2,4% para 2,2% ano/ano.

Gráfico 3: Taxa de desemprego (%)



Fonte: IBGE e ajustes sazonais pelo BTG Pactual

Gráfico 4: Folha de Pagamentos



Fonte: IBGE e BTG Pactual

A confiança das empresas e dos consumidores aumentou em agosto, ainda que permaneçam em níveis baixos (gráficos 5 e 6). A confiança do consumidor aumentou 1,1% em agosto, com o índice de situação atual subindo 3,4%. Uma tendência semelhante foi observada no nível de confiança das empresas, subindo em agosto, principalmente impulsionado pelo indicador de situação atual.

Gráfico 5: Confiança do Consumidor

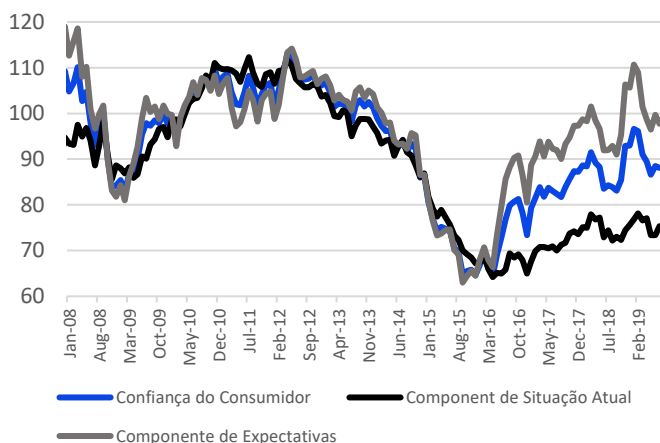
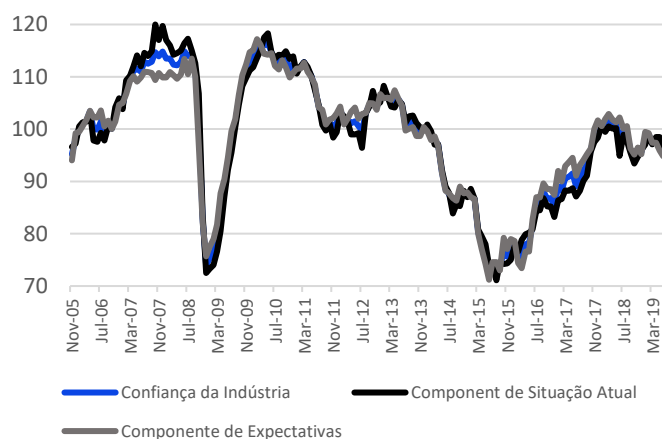


Gráfico 6: Confiança da Indústria



Fonte: FGV

Taxas de juros mais baixas, mais crédito e saques do FGTS ajudarão!

Com a inflação sob controle e a atividade econômica ainda fraca, o Banco Central do Brasil decidiu estender seu ciclo de flexibilização monetária, reduzindo a taxa Selic em 50 bps, para 6,0% ao ano. Indo adiante, nossa equipe de análise macroeconômica espera mais um corte de 50 bps na reunião do Copom em setembro e mais dois cortes de 25 bps em outubro e dezembro, o que significa que a Selic poderia terminar este ano em um recorde abaixo de 5% ao ano.

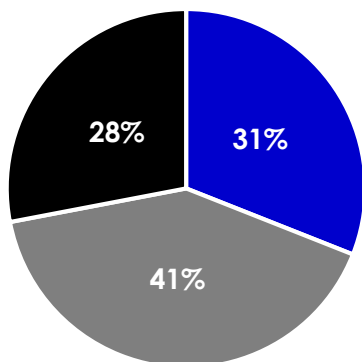
O crescimento do crédito, especialmente para as famílias, é outro destaque positivo. O crescimento anual acelerou para 7% ano/ano, indicando que o mercado de crédito para as famílias está no sentido de uma recuperação clara – o que extremamente positivo para o consumo. Nos próximos meses, esperamos que a recuperação do mercado de crédito deva continuar, alimentada pelos eventuais novos cortes na taxa de juros pelo Banco Central, o que permitirá com que as taxas de empréstimo caiam ainda mais. Além disso, uma baixa inadimplência das famílias e das empresas, somadas aos níveis de endividamento atuais que ainda estão confortáveis, também deve gerar mais empréstimos pelos bancos.

A decisão do governo de permitir que a população use parte de seus depósitos do FGTS a partir de setembro também poderá acelerar o consumo nos próximos trimestres.

Temporada de resultados do 2T19 foi positiva.

Qualitativamente falando, no segundo trimestre do ano, 45% das empresas reportaram resultados considerados positivos pela nossa equipe de análise, enquanto que 18% reportaram resultados negativos.

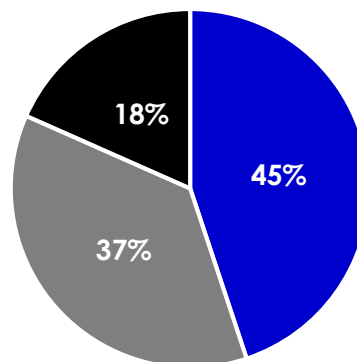
Gráfico 8: Resultados do 1T19 – Análise Qualitativa



■ Positivo ■ Em linha ■ Negativo

Fonte: BTG Pactual

Gráfico 9: Resultados do 2T19 – Análise Qualitativa



■ Positivo ■ Em linha ■ Negativo

Fonte: BTG Pactual

Excluindo a Petrobras e a Vale, a receita líquida e o EBITDA das companhias da nossa cobertura vieram 1,5% e 1,3% acima das nas nossas estimativas, respectivamente, enquanto que o lucro líquido veio em linha com o que prevíamos.

Quando comparado ao mesmo período do ano passado, as receitas líquidas cresceram 9,6% ano/ano. Em relação ao EBITDA e ao lucro líquido, cresceram 14,4% e 32,1%, respectivamente. Analisando as empresas que atuam no mercado doméstico, a receita líquida destas companhias cresceu 10,3% ano/ano, enquanto que o EBITDA e o lucro líquido cresceram 11,6% e 19,2% ano/ano, respectivamente.

Tabela 1: Resultados Consolidados (R\$ mn)

Resultados Consolidados							
(R\$ milhões)	2T19	2T19 Est.	Report. Vs Est.	2T18	Ano/Ano	1T19	Tri/Tri
Total							
Receita Líquida	347.334	343.061	1,2%	315.046	10,2%	320.048	7,2%
EBITDA	68.789	68.984	-0,3%	58.337	17,9%	62.222	10,9%
Margem EBITDA (%)	19,8%	20,1%	-30 bp	18,5%	+129 bp	19,4%	+36 bp
Lucro Líquido	42.172	55.804	-24,4%	32.597	29,4%	30.297	84,2%
Total (Ex-Petro & Vale)							
Receita Líquida	311.310	306.780	1,5%	283.952	9,6%	289.142	6,1%
EBITDA	50.632	49.983	1,3%	44.255	14,4%	46.770	6,9%
Margem EBITDA (%)	16,3%	16,3%	-3 bp	15,6%	+68 bp	16,2%	+9 bp
Lucro Líquido	42.694	42.708	0,0%	32.323	32,1%	36.484	17,1%
Mercado Doméstico							
Receita Líquida	218.897	217.541	0,6%	198.397	10,3%	201.731	7,8%
EBITDA	39.397	39.146	0,6%	35.313	11,6%	35.735	9,5%
Margem EBITDA (%)	18,0%	18,0%	+0 bp	17,8%	+20 bp	17,7%	+28 bp
Lucro Líquido	38.456	38.991	-1,4%	32.268	19,2%	36.037	8,2%
Commodities							
Receita Líquida	128.436	125.520	2,3%	116.649	10,1%	118.318	6,1%
EBITDA	29.392	29.838	-1,5%	23.024	27,7%	26.486	12,7%
Margem EBITDA (%)	22,9%	23,8%	-89 bp	19,7%	+315 bp	22,4%	+50 bp
Lucro Líquido	3.716	16.813	-77,9%	329	1028,5%	(5.740)	-392,9%

Fonte: BTG Pactual

Fazendo uma análise setorial, Bancos, Bens de Capital e Construção Civil foram os destaques positivos do trimestre. Abaixo vocês podem observar uma tabela sintetizando todos os resultados por setor, com uma comparação completa dos resultados reportados contra nossas estimativas.

Tabela 2: Resultados por setor

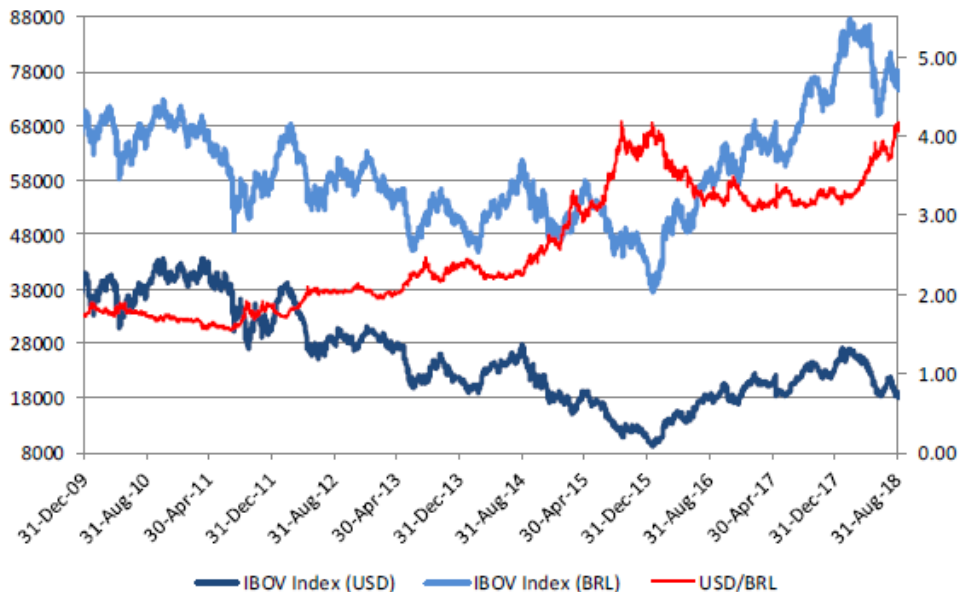
Setor	Núm. De Empresas	Positivo	Em linha	Negativo	Reportado vs Estimativas		
					Receita	EBITDA	Lucro Líquido
Agronegócio	3	0%	67%	33%	18,8%	0,8%	23,5%
Aéreas & Milhagem	1	100%	0%	0%	2%	12%	222%
Bancos	6	67%	33%	0%	n.a	n.a	0,5%
Bebidas	1	100%	0%	0%	1%	2%	-5%
Bens de Capital	6	67%	33%	0%	0,4%	4,4%	36,4%
Aluguel de Carros & Logística	3	33%	33%	33%	1%	1%	-1%
Shoppings	4	25%	75%	0%	0,2%	-0,7%	1,8%
Educação	3	33%	33%	33%	0%	1%	-9%
Financeiras (ex-bancos)	6	50%	50%	0%	-1,2%	-4,2%	2,8%
Comida	4	50%	25%	25%	1%	3%	6%
Saúde	5	40%	40%	20%	1,5%	3,3%	3,1%
Construção Civil	7	71%	29%	0%	8%	-4%	13%
Infraestrutura	2	0%	100%	0%	-6,1%	0,3%	-2,7%
Mineração	1	0%	0%	100%	-1%	-4%	-104%
Petróleo & Gás	3	33%	0%	67%	0,3%	-6,1%	-22,3%
Papel & Celulose	3	67%	33%	0%	4%	8%	-5%
Varejo	19	32%	37%	32%	-1,4%	-1,6%	-19,9%
Siderurgia	2	50%	50%	0%	-2%	4%	32%
Telecomunicações e Tech	5	20%	40%	40%	0,4%	0,1%	12,3%
Transporte	1	100%	0%	0%	-5%	16%	152%
Serviços Básicos	13	54%	31%	15%	5,1%	-1,0%	-29,3%

Fonte: BTG Pactual

O câmbio não seguiu os movimentos da bolsa, tampouco o dos juros reais de longo prazo.

Como dissemos acima, as expectativas da agenda reformista do governo do Presidente Bolsonaro levaram o Ibovespa a subir para níveis recordes e a uma queda consistente das taxas de juros reais de longo prazo (níveis recordes de baixa). Com isso, é interessante notar que o câmbio não seguiu esse movimento, principalmente devido a um sentimento de aversão ao risco global, em meio a uma crescente guerra comercial entre os EUA e a China, e um diferencial menor entre nossas taxas de juros e as de outros países (tornando nossa moeda, o BRL, menos atraente do ponto de vista de carregos). No ano de 2019, o índice Ibovespa apresenta uma alta acumulada de 15%, enquanto que a taxa da NTN-B 2035 fechou de 5% para 3,7% e o câmbio depreciou 7% contra o dólar americano (USD).

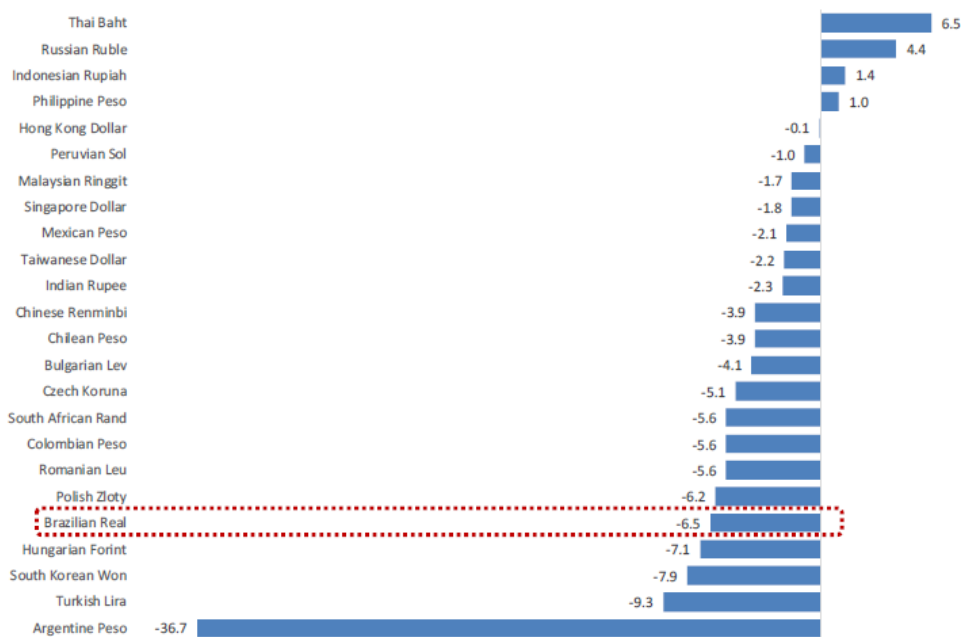
Gráfico 10: Performances Históricas – IBOV e USD/BRL



Source: BTG Pactual

Na verdade, o Real brasileiro é uma das cinco moedas que mais se depreciaram no universo dos países emergentes.

Gráfico 11: Performances das moedas emergentes (%) – base em USD



Source: Bloomberg and BTG Pactual

Decidimos revisitar a exposição cambial das empresas brasileiras. Analisamos uma seleção de empresas, que acreditamos estarem mais expostas a mudanças no câmbio, sob a ótica de quatro variáveis: (i) receita em USD/Euro; (ii) custos de caixa em USD/Euro; (iii) dívida em USD/Euro; e (iv) o quanto da dívida em USD/Euro está coberta (protegida).

Em geral, os vencedores e perdedores de um BRL mais fraco já são bem conhecidos. Pelo fato deles terem uma receita em USD/Euro maior do que seus respectivos custos, o impacto no EBITDA é positivo sempre que o BRL se enfraquecer (desvalorizar) – como exemplo, a fabricante de aeronaves Embraer, processadoras de alimentos, empresas produtoras de papel e celulose (Suzano e Klabin), empresas do agronegócio (SLC e SMTO), siderúrgicas e industriais (Iochpe e Tupy).

Por outro lado, em muitos casos, empresas cujo o EBITDA é impulsionado com a desvalorização do BRL, podem observar um grande declínio em seus lucros contábeis. Isso acontece pelo fato de terem uma dívida denominada em USD relativamente grande e não protegida – como exemplo a Marfrig, São Martinho, Cosan, Suzano e Klabin, citando apenas alguns nomes que poderiam ter uma melhora em seus fluxos de caixa, enquanto que uma piora em seus lucros contábeis.

A M. Dias Branco e a Gol são as empresas que mais sofrem com a desvalorização do BRL. O primeiro basicamente vende seus produtos no mercado doméstico, mas 55% dos seus custos caixa são em dólares americanos (principalmente o trigo). A Gol também sofre, com 15% de suas vendas em USD, mas com 50% de seus custos em USD (basicamente combustível).

Melhores níveis de alocação. Mas o cenário global está desencadeando um modo de aversão a risco, que vem intensificando às retiradas de capital do mercado acionário.

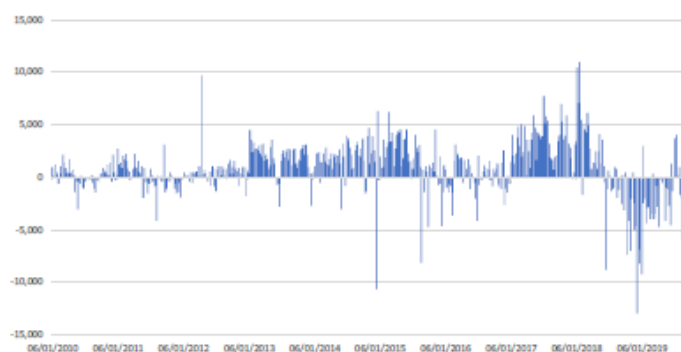
Estamos vendo um aumento contínuo e gradual de alocações em ações brasileiras por investidores locais e estrangeiros. Com a queda na curva de juros, os investidores locais estão gradualmente movendo seu capital para o mercado de ações brasileiras. Em julho, as alocações dos investidores locais em ações foram de 11,6%, acima da baixa registrada em 2016 de 8,5%, mas ainda inferior à média de 14% entre 2011-14 (antes da recessão) e bem abaixo do pico de 22% em 2007.

Investidores estrangeiros, mais cautelosos desde a eleição do Bolsonaro e mais céticos quanto a aprovação de uma reforma previdenciária mais rígida, também estão gradualmente aumentando suas exposições às ações brasileiras (com base nos últimos dados divulgados, do mês de julho).

Em julho, fundos de mercados emergentes alocaram 8,7% do seu capital no mercado de ações brasileiras, acima dos 6,1% em julho do ano passado, enquanto que a exposição dos fundos globais foi de 0,51% (contra 0,38% em julho de 2018). Vemos espaço para os investidores estrangeiros aumentarem sua exposição ao Brasil, o que deve se concretizar assim que a reforma da previdência for aprovada. Para fruto de comparação, a alocação de fundos de mercados emergentes e globais em ações brasileiras foi de 9% e 1% no final de 2014.

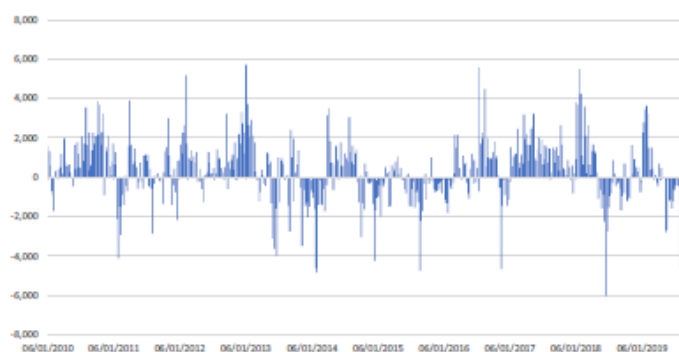
Refletindo o modo de aversão a risco global, os fundos de investimento de mercados emergentes (EM) e globais registraram, em agosto, uma saída líquida USD 11 bilhões cada um. Considerando como parâmetro o nível de 8,7% de capital investido por estes fundos em ações brasileiras em julho (últimos dados disponíveis), a retirada de USD 11 bilhões representa uma saída líquida de ~USD 1 bilhão do mercado de ações brasileiro (USD 11 bilhões multiplicado por 8,7%).

Gráfico 12: Fluxo de capital – Fundos de investimentos globais



Source: EPFR and BTG Pactual

Gráfico 13: Fluxo de capital – Fundos de investimentos EM



Source: EPFR and BTG Pactual

Na verdade, os dados da B3 confirmaram que os investidores internacionais foram os grandes vendedores líquidos em agosto (R\$ 12 bilhões), enquanto que os investidores institucionais locais e pessoas físicas foram os principais compradores do volume vendido pelos estrangeiros.

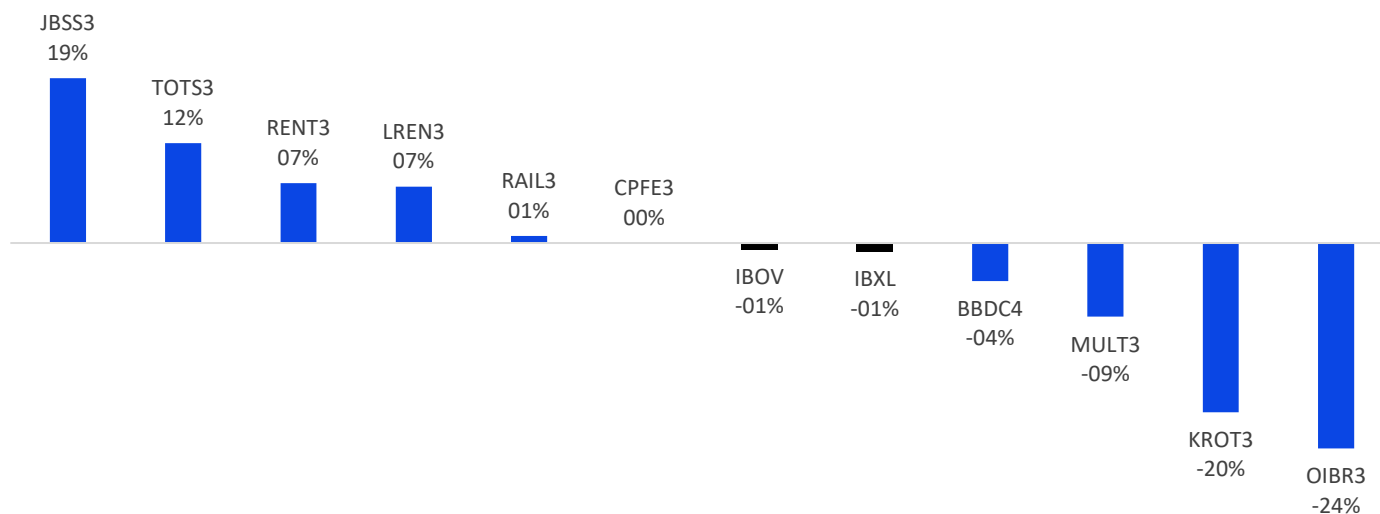
Carteira Recomendada de Ações:

Alterações do portfólio para o mês de setembro: **carteira inalterada.**

Agosto				Setembro			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Bradesco	Bancos	BBDC4	15%	Bradesco	Bancos	BBDC4	15%
JBS	Alimentos e Bebidas	JBSS3	10%	JBS	Alimentos e Bebidas	JBSS3	10%
Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%	Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%
CPFL	Serviços Básicos	CPFE3	10%	CPFL	Utilidades	CPFE3	10%
Rumo	Infraestrutura	RAIL3	10%	Rumo	Infraestrutura	RAIL3	10%
Localiza	Aluguel de Carros	RENT3	10%	Localiza	Aluguel de Carros	RENT3	10%
Kroton	Educacional	KROT3	10%	Kroton	Educacional	KROT3	10%
Multiplan	Shopping Center	MULT3	10%	Multiplan	Shopping Center	MULT3	10%
TOTVS	Tecnologia	TOTS3	10%	TOTVS	Tecnologia	TOTS3	10%
Oi	Telecom	OIBR3	5%	Oi	Telecom	OIBR3	5%

Fonte: BTG Pactual

Gráfico 14: Performance por ação em agosto de 2019:

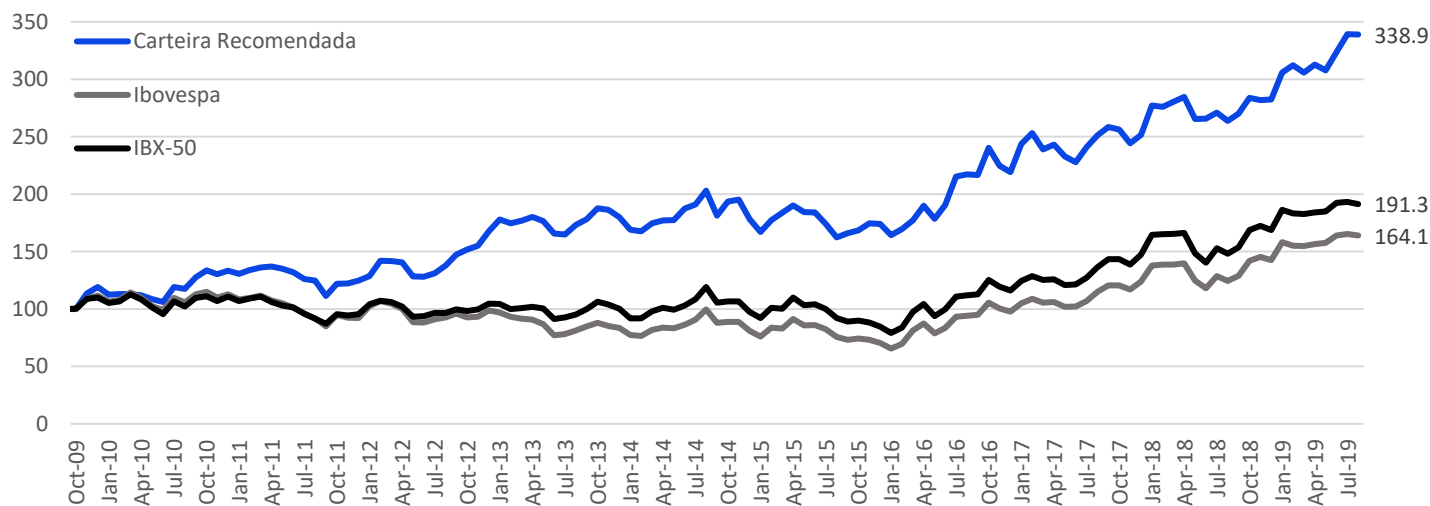


Fonte: BTG Pactual e Econômica

Performance Histórica:

Em agosto, nossa Carteira Recomendada Mensal se desvalorizou 0,1%, performance superior ao Ibovespa (-0,7%) e o IBRX-50 (-1,0%). 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 238,9%, ante 64,1% do Ibovespa e 91,3% do IBX-50.

Gráfico 15: Performance Histórica (desde outubro de 2009)



Fonte: BTG Pactual e Econômica

Um resumo das escolhas de setembro: nenhuma mudança este mês.

Mantemos a carteira recomendada de ações inalterada este mês, e estamos confiantes de que as ações constituem um portfólio focado em empresas de alta qualidade com bom histórico de entrega de resultados, inclinado para se beneficiar de uma possível alta. Apesar de alguns ajustes, nossa abordagem otimista em relação às ações brasileiras não mudou desde outubro de 2018. Basicamente, nos mantivemos expostos às companhias que se beneficiam diretamente da retomada do crescimento econômico e de um fechamento na curva de juros.

Já a algum tempo, temos uma exposição muito baixa aos exportadores de commodities e nos mantemos com a mesma mentalidade para este mês, apesar da recente desvalorização do BRL. Por mais que algumas empresas se beneficiam de um Real mais fraco, nos esforçamos para encontrar alguma ação com essas características que nos agrade.

Alguns podem questionar nossa decisão de manter a operadora de telecomunicações, Oi S.A., na carteira, em função da natureza de sua tese de investimento ser de alto risco. Sim, o desempenho das ações decepcionou, mas continuamos extremamente confiantes de que a empresa tem um plano de recuperação sólido e um a série de potenciais gatilhos que podem fazer com que a ação dobre seu valor. Apesar de ser uma tese de grande risco, também lembramos aos investidores que temos apenas 5% de nossa carteira alocada na companhia.

Outra ação que decepcionou em agosto foi a empresa de educação, Kroton. Os resultados do segundo trimestre foram inferiores, como esperado, causando uma liquidação (embora a intensidade nos tenha surpreendido). Mantemos nossa opinião de que o pior já passou e que a dinâmica do setor deve melhorar na última parte de 2019, tornando 2020 um ano mais promissor.

Além da Oi (**OIBR3**) e da Kroton (**KROT3**), nossa carteira recomendada possui exposição a locadora de veículos Localiza (**RENT3**), ao banco Bradesco (**BBDC4**) a varejista Lojas Renner (**LREN3**), a operadora ferroviária Rumo (**RAIL3**), a fabricante de softwares TOTVS (**TOTS3**), a processadora de carne JBS (**JBSS3**), a geradora e distribuidora de energia CPFL (**CPFE3**), e a operadora de shoppings centers premium Multiplan (**MULT3**).

Ações do Portfólio:

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	P/L 2019	P/L 2020
Bradesco	Bancos	BBDC4	15%	253,997	10,7x	9,5x
JBS	Alimentos e Bebidas	JBSS3	10%	78,992	13,6x	8,7x
Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%	40,035	30,5x	24,6x
CPFL	Serviços Básicos	CPFE3	10%	37,333	15,1x	13,3x
Rumo	Infraestrutura	RAIL3	10%	34,454	43,2x	21,5x
Localiza	Aluguel de Carros	RENT3	10%	33,831	35,1x	28,2x
Kroton	Educacional	KROT3	10%	16,467	8,5x	8,0x
Multiplan	Shopping Center	MULT3	10%	15,488	29,4x	25,5x
TOTVS	Tecnologia	TOTS3	10%	10,272	55,6x	32,0x
Oi	Telecom	OIBR3	5%	7,153	n/a	n/a

Fonte: BTG Pactual e Económica

OI (OIBR3):

Com a reestruturação avançando conforme o planejado, a dívida da Oi sofrerá grande redução, trazendo uma relevante melhora para os acionistas. Mesmo sob nossas estimativas mais conservadoras para o valor presente de sua dívida líquida reestruturada, ainda vemos um grande potencial de valorização para as ações da companhia. Nosso preço-alvo é baseado em um múltiplo EV/EBITDA justo de 5,5x (média do setor latino-americano).

TOTVS (TOTS3):

Embora ainda consideremos uma recuperação econômica como o grande impulsionador para as principais linhas de receita da Totvs nos próximos anos, também estamos confiantes no potencial das vendas cruzadas das suas plataformas de CRM e Analytics, bem como no sucesso das iniciativas do TechFin, que incluem: (i) prestação de serviços e produtos de crédito para pequenas e médias empresas; (ii) oferecer serviços financeiros, como empréstimos consignados e adiantamento de salário para funcionários (10 milhões de pessoas) das companhias que usam suas soluções de RH; (iii) oferecer soluções de pagamento a clientes de varejo por meio de parcerias com adquirentes estabelecidos e (iv) soluções financeiras para estudantes (3,5 milhões) e médicos (10 mil). Nosso preço-alvo, mensurado via fluxo de caixa descontado, é de R\$60 por ação, indicando um potencial de 37% de valorização, dos quais R\$15 são provenientes das iniciativas do TechFin.

BRADESCO (BBDC4):

Apesar da reação negativa do mercado, nós gostamos dos aspectos principais dos resultados do 2T19, reforçando nossa visão de que a companhia está pronta para se beneficiar de uma retomada econômica local. Capital é forte, inadimplência e cobertura de juros estão saudáveis e o ROE do segmento de crédito é elevado. Logo, se volumes fortes surgirem, um ROE de 20% pode ser preservado nos próximos 12/18 meses mesmo em um cenário de Selic baixa e pressões nas taxas de administração. Reforçamos nossa visão positiva para os bancos no 2º semestre, com Bradesco sendo nossa *Top Pick*.

JBS (JBSS3):

Continuamos a vê-la como nossa principal ação para o setor de proteína e acreditamos que a JBS seja a melhor alternativa após o surto da gripe suína africana na China. Apesar de uma sólida performance em 2019, o *valuation* se mantém razoável e as ações continuam a negociar descontadas em relação aos seus pares, 6,0x EV/EBITDA 2020 ou 8,0x excluindo o efeito da gripe suína africana na China. Enquanto notamos que o principal subsídio para o *upside* da JBS continuar a depender da nossa crença de que o desconto relacionado aos problemas de governança corporativa diminuirá gradualmente – através de (i) profissionalização do time de gestores, (ii) maiores esforços para melhorar a governança corporativa e (iii) uma gestão de capital mais adequada.

RUMO (RAIL3):

Continua sendo nossa *Top Pick* do setor de Transportes. A empresa possui a maior perspectiva de crescimento de EBITDA no longo prazo em toda a nossa cobertura de ativos. Acreditamos que os volumes irão melhorar nos próximos meses, fruto das fortes exportações de milho. Ainda, enxergamos um cenário positivo para a companhia, como resultado de seus novos projetos (como o Sorriso) e da capacidade de execução de sua atual gestão. Por fim, vemos as ações ganhando força com a renovação das concessões da Malha Paulista atingindo suas últimas fases e com indicativos de que o terceiro trimestre será muito bom para a empresa.

CPFL (CPFE3):

Nossa *Top Pick* no setor de energia, além de negociar a níveis atrativos de taxas de retornos (TIR real de 9,4% e múltiplos (1,95x EV/RAB), um grande desconto a outros *players*, a CPFL entrega forte geração de fluxo de caixa através de ativos de alta qualidade. Em função de possuir uma das maiores rendas per capita e um excelente desempenho histórico em relação à disciplina de capital, acreditamos que a companhia está bem posicionada para crescer como uma consolidadora tanto em distribuição quanto em geração de energia.

KROTON (KROT3):

Com sinais de uma leve recuperação nas margens (ciclos de admissão mais fortes, melhor *mix* de consumo, recuperação precoce do mercado de trabalho, maiores níveis de confiança e mais renda disponível), o pior aparenta ter ficado para trás no setor de Educação e podemos esperar um ciclo de caixa mais positivo a partir de 2020. Em paralelo a um atrativo *valuation* do setor, enxergamos um cenário de longo prazo positivo para *players* de ensino médio quanto a perspectivas de crescimento, retornos elevados e geração robusta de fluxo de caixa. Porém, com diversos desafios a frente (especialmente em relação a alavancagem operacional negativa em função dos alunos de graduação do FIES e a um difícil contexto para lucros – os resultados do 2T19 foram prova disso) e com o risco de perder o timing de entrada no papel (apesar das incertezas, diversas empresas que não andaram no primeiro momento, performaram muito bem nos últimos meses), estamos fazendo nossa alocação no setor Educacional através da Kroton, que é nossa nova *Top Pick*, principalmente devido a: (i) um atrativo *valuation* (6,5% de FCF *yield* e 11,5x P/L para 2020, ou uma estimativa de ~4,5x EV/EBITDA excluindo o segmento K12); (ii) expectativa de forte crescimento do segmento K12 (33% das vendas de 2019, crescendo 15% ao ano, em média, nos próximos 4 anos); (iii) Sinergias com a aquisição da Somos começaram a surgir efeito (alcançando ~10% do EBITDA proforma de 2018 em dois anos); (iv) melhores tendências de FCF no 2S19 (apesar dos resultados fracos do 1S19, esperamos uma sólida reviravolta quanto a geração de caixa para o 2S19, mesmo com fraca geração de caixa no 1S19, o guidance para o fluxo de caixa operacional é de R\$ 800 milhões, após manutenção do capex); e (v) um sólido histórico de execução.

LOCALIZA (RENT3):

As taxas de crescimento no negócio de alugueis de carros tem sido nada mais, nada menos do que estelares (especialmente a Localiza, cujos volume de alugueis de carro tiveram crescimento composto anual de 30% desde 2015 e acelerando ano após ano desde então), mesmo com um cenário de crescimento baixo do PIB. Com a recuperação da demanda corporativa, onde a penetração ainda é baixa no Brasil e com potencial para ganhos de participação de mercado, esperamos que o crescimento forte se mantenha por mais tempo. Dada a característica de intensidade de capital e crescimento forte, a Localiza é uma das companhias no nosso universo de cobertura com grande eficiência em geração de caixa e que mais se beneficiará em um ambiente com custos de capital em declínio.

MULTIPLAN (MULT3):

Estamos adicionando em nosso portfólio, em função da nossa visão positiva para o segmento de shopping pelos seguintes motivos: (i) esperamos uma continua compressão no *cap rate* para as ações, uma vez que as taxas de juros continuam caindo ao redor do globo (especialmente no Brasil) e estimamos que, para cada 1% de queda na Selic, as ações MULT3 podem subir 20%; e (ii) acreditamos em uma recuperação das vendas em um cenário macro mais positivo e confiança do consumidor mais forte, sem mencionar o potencial no varejo que a liberação dos recursos do FGTS depositarão na economia neste 2º semestre. Gostamos da Multiplan baseado em: (i) portfólio premium de shoppings; (ii) adição de mais ABL em relação seus pares (via compras e crescimento orgânico), podendo crescer em um cenário de menor custo de capital; e (iii) ações negociando em um *valuation* decente (TIR real 200 bps abaixo das taxas de juros em relação às ações, acima da média histórica).

LOJAS RENNER (LREN3):

O histórico consistente da LREN por um longo período revela a disciplina de execução da gestão e nos deixa mais confortáveis com os desafios à frente, como o novo modelo “push-and-pull” para itens principais e maior participação do e-commerce nas vendas. Posicionada para o crescimento nos próximos anos e colhendo os benefícios de uma estratégia de cadeia de distribuição assertiva, combinada com a abordagem multicanal, a Renner é o player mais bem posicionado no fragmentado segmento de vestuário de varejo (com 6% de participação de mercado), abrindo o caminho para uma maior consolidação do setor no futuro. A companhia é negociada a 27x P/L para 2020, o que não é uma barganha, mas é uma boa alternativa de exposição ao setor de varejo.

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