



Carteira Recomendada de Ações – Small Caps

Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Abril 2022

Carlos Sequeira, CFA

New York – BTG Pactual US Capital LLC

Osni Carfi

São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

Bruno Lima

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Luiz Temporini

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.acoes@btgpactual.com

Carteira Recomendada de Ações – Small Caps

Objetivo da Carteira

A Carteira Recomendada de Ações – Small Caps (BTG SMLL) tem como objetivo capturar as melhores oportunidades e performances do mercado de small caps brasileiro, sendo composta por 10 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).

Pontos Principais

O Brasil está bem posicionado para se beneficiar do cenário geopolítico

O Ibovespa continuou com seu bom momento ao ganhar mais de 6,1% em reais em março (16% em dólares), consolidando seu status como um dos mercados de ações com melhor desempenho em 2022. No atual cenário geopolítico desafiador, a América Latina em geral e o Brasil em particular, estão bem posicionados.

O recém-chegado

A Cielo é a novidade deste mês.

Quem fica e quem sai

CBA, Locaweb, 3R Petroleum, Desktop, São Martinho, Iguatemi, Orizon, ClearSale, Vamos mantêm suas posições, enquanto a GetNet sai.

Carteira Recomendada de Ações – Small Caps:

Empresa	Ticker	Peso	Volume Médio Diário (R\$ mi)	Market Cap. (R\$ mi)	P/L		EV/EBITDA		P/V/P	
					2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
São Martinho	SMT03	10%	96	15.365	5,1x	5,0x	13,6x	12,8x	3,3x	3,2x
Vamos	VAMO3	10%	36	12.393	9,6x	8,1x	20,8x	14,4x	3,8x	3,2x
CBA	CBAV3	10%	58	11.946	4,0x	4,6x	6,5x	7,3x	2,2x	1,8x
3R Petroleum	RRRP3	10%	214	8.479	4,5x	2,3x	6,5x	2,6x	1,7x	1,0x
Cielo	CIEL3	10%	111	8.403	2,1x	1,8x	8,4x	7,2x	0,6x	0,6x
Locaweb	LWSA3	10%	143	5.927	22,2x	12,8x	44,7x	32,4x	1,9x	1,8x
Iguatemi	IGTI11	10%	46	3.069	10,8x	9,7x	28,2x	23,4x	1,7x	1,7x
Orizon	ORVR3	10%	12	2.231	11,1x	9,2x	22,1x	16,1x	4,2x	3,3x
Desktop	DESK3	10%	7	1.515	6,4x	4,1x	11,6x	8,1x	1,5x	1,3x
Clearsale	CLSA3	10%	21	1.107	13,9x	5,8x	30,0x	14,7x	1,7x	1,5x

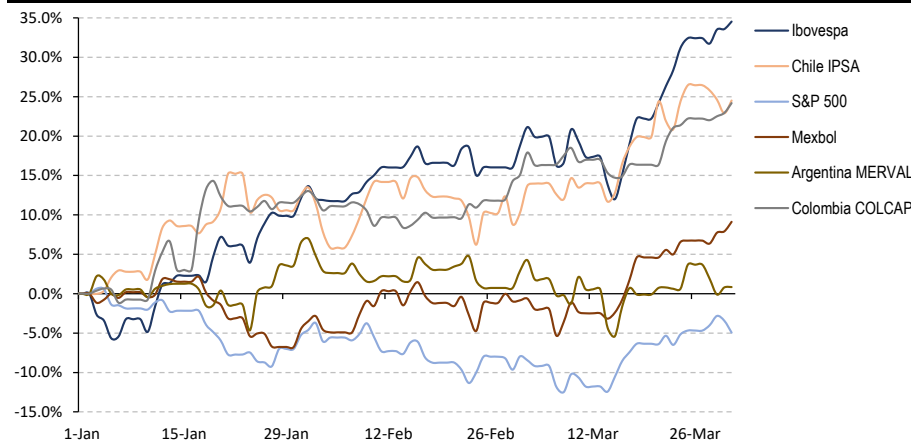
Fonte: BTG Pactual e Econormática

As ações brasileiras estão relativamente bem posicionadas

O Ibovespa manteve seu bom momento ao subir mais de 6,1% em reais em março (16% em dólares), consolidando-se como um dos mercados de ações com melhor desempenho global em 2022 – o índice acumula alta de 14,5% em reais e 34,5% em dólares em 2022, superando facilmente seus pares regionais e o S&P500 (gráfico 1).

No atual cenário geopolítico desafiador, acreditamos que a América Latina em geral, e o Brasil em particular, estão relativamente bem posicionados. Há muitas razões para isso: i) isolamento geográfico e econômico do conflito Rússia-Ucrânia; ii) grande exposição a commodities; iii) moedas baratas; iv) pontos de entrada atraentes, do ponto de vista de valuation; e v) postura proativa da política monetária.

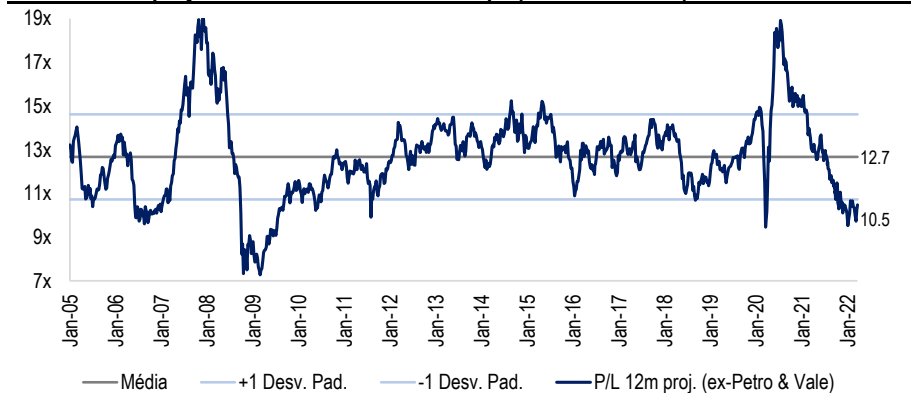
Gráfico 1: Desempenho das ações da América Latina no acumulado do ano



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Embora o Ibovespa tenha apresentado forte desempenho no acumulado do ano, ainda está sendo negociado com um valuation atraente. As ações brasileiras (ex-Petrobras e Vale) estão sendo negociadas a 10,5x P/L projetado de 12 meses, 1 desvio padrão abaixo da média (gráfico 2).

Gráfico 2: P/L projetado de 12 meses do Bovespa (ex-Petro & Vale)



Fonte: estimativas BTG Pactual

Os valuation são atrativos apesar das taxas de juros reais de longo prazo muito altas. O prêmio para manter ações, medido como o inverso do P/L menos as taxas de juros reais de 10 anos, é de 4,0%, ligeiramente superior a um desvio padrão acima de seu nível histórico (gráfico 3).

O prêmio é alto mesmo em um cenário de taxas de juros reais de longo prazo muito altas. As taxas de longo prazo caíram em março para 5,5% (após subir por dois meses seguidos), mas ainda implicam riscos políticos e fiscais significativos, em nossa visão. Vemos espaço para que as taxas reais de longo prazo caiam em 2022, principalmente se os principais candidatos à presidência do Brasil se comprometerem com a disciplina fiscal durante a campanha.

Gráfico 3: Earnings Yield (L/P menos taxas de juros de 10 anos)



Fonte: Economática, estimativas BTG Pactual

Gráfico 4: Títulos governamentais de longo prazo (NTN-B 2035)



Fonte: Banco Central do Brasil, estimativas do BTG Pactual

Forte desempenho do Ibovespa está concentrado em poucos nomes/setores

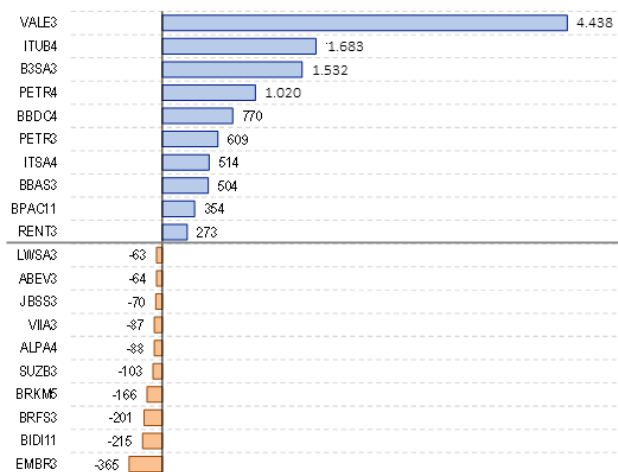
O Ibovespa acumula alta de 15 mil pontos no acumulado do ano. A maior parte do forte desempenho pode ser atribuído a alguns setores. Metais & Mineração (principalmente Vale) é o setor que representa o maior ganho em pontos, seguido pelo setor Financeiro (bancos e B3). Juntos, M&M e o setor financeiro responderam por 65% da alta do índice no ano, devido ao aumento dos preços das commodities e das taxas de juros locais.

Se incluirmos Petróleo & Gás, esses setores juntos foram responsáveis por 80% da alta do Ibovespa no acumulado do ano, embora esses setores representem 59% do índice.

O fato de a maior parte dos fluxos para ações brasileiras neste ano vir de estrangeiros também está impulsionando o aumento da demanda por ações de maior capitalização e mais liquidez. Bancos, Petrobras e Vale estão entre as ações mais líquidas do índice.

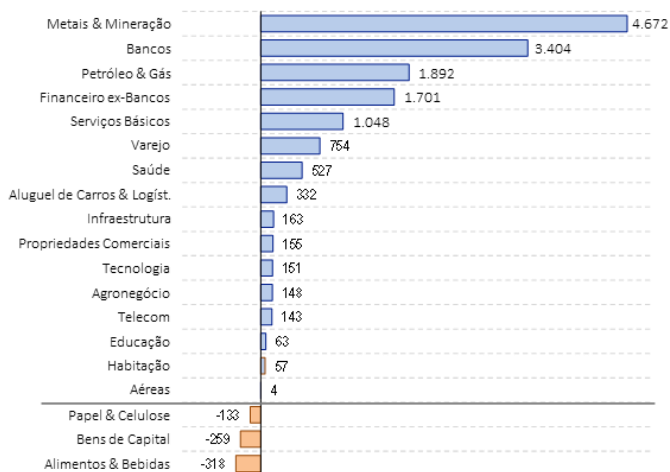
A outra maneira de ver essas informações é que vários setores e ações estão ficando para trás no índice e podem se recuperar à medida que o risco fiscal/político diminui e as taxas de longo prazo caem.

Gráfico 5: Principais movimentações do Ibovespa - Acumulado do ano (contribuição de pontos)



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Gráfico 6: Principais movimentações do Ibovespa por setor – Acumulado do ano (contribuição de pontos)

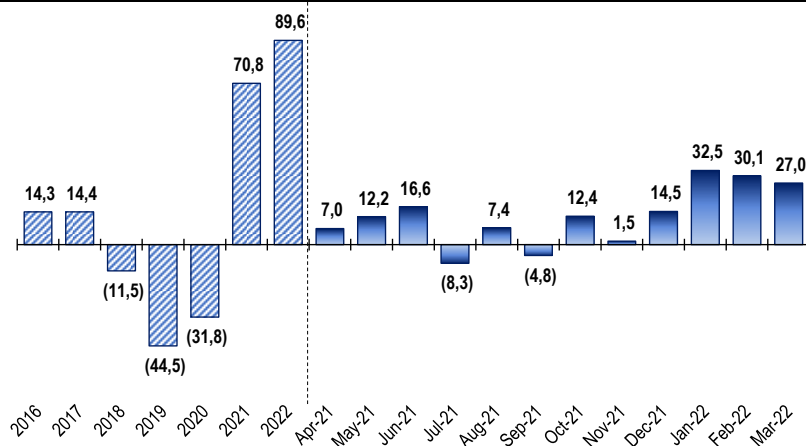


Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Investidores estrangeiros continuam comprando agressivamente

Investidores estrangeiros são compradores líquidos de ações brasileiras desde outubro. Os fluxos de entrada foram fortes novamente em março (R\$ 27 bilhões em no acumulado do mês), aumentando o valor total investido em ações brasileiras este ano para R\$ 89 bilhões. Nos últimos seis meses, investidores estrangeiros investiram R\$ 118 bilhões em ações brasileiras.

Gráfico 7: Fluxos de entrada de investidores estrangeiros



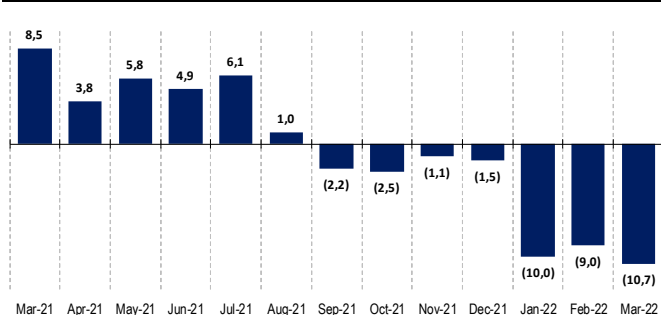
Fonte: B3, BTG Pactual

...mas os resgates continuam em fundos de ações locais

À medida que a taxa SELIC continua subindo, os fundos de ações locais ainda enfrentam grandes resgates e os recursos estão saindo desses fundos há 7 meses consecutivos. Em março, outros R\$ 10,7 bilhões saíram de fundos de ações, elevando os resgates no acumulado do ano para R\$ 29,7 bilhões e R\$ 35 bilhões nos últimos 6 meses

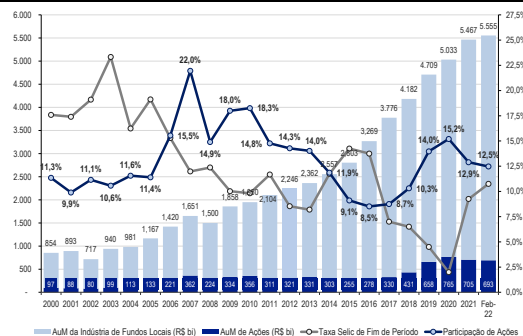
A quantidade de recursos investidos em ações por fundos multimercado locais também está em queda. No final de fevereiro, 12,5% de todo o capital investido em fundos multimercado no Brasil estava posicionado em ações, ante 15,7% em maio de 2021.

Gráfico 8: Fluxo de entrada líquido mensal dos fundos de ações



Fonte: Economática, estimativas do BTG Pactual

Gráfico 9: Alocação de fundos locais



Fonte: Banco Central do Brasil, estimativas do BTG Pactual

Carteira Recomendada de Ações – Small Caps:

A Cielo é a novidade deste mês. CBA, Locaweb, 3R Petroleum, Desktop, São Martinho, Iguatemi, Orizon, ClearSale, Vamos mantêm suas posições, enquanto a GetNet sai.

Março				Abril			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
São Martinho	Agronegócio	SMT03	10%	São Martinho	Agronegócio	SMT03	10%
CBA	Metais & Mineração	CBAV3	10%	Vamos	Aluguel de Veículos	VAMO3	10%
Vamos	Aluguel de Veículos	VAMO3	10%	CBA	Metais & Mineração	CBAV3	10%
3R Petroleum	Petróleo & Gás	RRRP3	10%	3R Petroleum	Petróleo & Gás	RRRP3	10%
Locaweb	Tecnologia	LWSA3	10%	Cielo	Financeiro ex-Bancos	CIEL3	10%
Getnet	Financeiro ex-Bancos	GETT11	10%	Locaweb	Tecnologia	LWSA3	10%
Iguatemi	Shoppings	IGT11	10%	Iguatemi	Shoppings	IGT11	10%
Orizon	Serviços Básicos	ORVR3	10%	Orizon	Serviços Básicos	ORVR3	10%
ClearSale	Tecnologia	CLSA3	10%	Desktop	Tecnologia	DESK3	10%
Desktop	Tecnologia	DESK3	10%	Clearsale	Tecnologia	CLSA3	10%

Fonte: BTG Pactual

Carteira Recomendada de Ações – Small Caps:

Empresa	Ticker	Peso	Volume Médio Diário (R\$ mi)	Market Cap. (R\$ mi)	P/L		EV/EBITDA		PVP	
					2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
São Martinho	SMT03	10%	96	15.365	5,1x	5,0x	13,6x	12,8x	3,3x	3,2x
Vamos	VAMO3	10%	36	12.393	9,6x	8,1x	20,8x	14,4x	3,8x	3,2x
CBA	CBAV3	10%	58	11.946	4,0x	4,6x	6,5x	7,3x	2,2x	1,8x
3R Petroleum	RRRP3	10%	214	8.479	4,5x	2,3x	6,5x	2,6x	1,7x	1,0x
Cielo	CIEL3	10%	111	8.403	2,1x	1,8x	8,4x	7,2x	0,6x	0,6x
Locaweb	LWSA3	10%	143	5.927	22,2x	12,8x	44,7x	32,4x	1,9x	1,8x
Iguatemi	IGT11	10%	46	3.069	10,8x	9,7x	28,2x	23,4x	1,7x	1,7x
Orizon	ORVR3	10%	12	2.231	11,1x	9,2x	22,1x	16,1x	4,2x	3,3x
Desktop	DESK3	10%	7	1.515	6,4x	4,1x	11,6x	8,1x	1,5x	1,3x
Clearsale	CLSA3	10%	21	1.107	13,9x	5,8x	30,0x	14,7x	1,7x	1,5x

Fonte: BTG Pactual e Econômica

São Martinho (SMT03)

Estamos mantendo a São Martinho ao nosso portfólio de Small Caps. Com um histórico de execução comprovado, valuations pouco exigentes (6,1x EV/EBIT para o ano fiscal de 2023; 11% de FCFE yield) e sólidos fundamentos da indústria de Açúcar & Etanol, vemos a SMT0 como uma das histórias de valor mais atraentes em nosso universo de cobertura. Acreditamos que os preços globais do açúcar podem estar entrando em uma nova fase com o governo indiano antecipando seu mandato de mistura de etanol E20 para 2025, o que, combinado com o fato de o Brasil ter relativamente pouco mais açúcar para trazer ao mercado, significa que a curva de preços futuros (atualmente em *backwardation*) pode se mostrar muito conservador com base na necessidade de incentivar a produção de outras empresas cujos custos de produção estão mais próximos da marca de ~c20/lb. Os fundamentos do etanol também são sólidos, com preços mais altos do petróleo, metas globais de descarbonização e o programa RenovaBio, além de preços spot já fortes que devem continuar dando um piso para o açúcar. Uma recuperação esperada nos rendimentos de cana-de-açúcar da SMT0 na próxima safra também deve ser importante para diluir os custos fixos e ajudar a obter resultados ainda mais fortes, enquanto seu empreendimento de etanol de milho é algo sobre o qual estamos cada vez mais otimistas. Reiteramos a Compra.

ClearSale (CLSA3)

A empresa é a provedora líder de mercado de proteção contra fraudes de e-commerce no Brasil e tem conseguido navegar de maneira efetiva pela crescente digitalização no país por meio de seus negócios. Vemos as ações negociando a 1,0x EV/Vendas em 2022, um grande desconto para seu par mais óbvio, a empresa antifraude israelense Riskified, e mais barato do que um grupo de empresas SaaS (software como serviço) de alto crescimento. Reiteramos nossa Compra na empresa.

3R Petroleum (RRRP3)

Estamos mantendo no portfólio a RRRP. A empresa simboliza o renascimento da revitalização dos ativos petrolíferos onshore e de águas rasas e, como uma das poucas empresas listadas no segmento, oferece o valor de escassez. Em nossa opinião, a empresa também oferece menor risco de execução do que sugere sua curta vida útil de aproximadamente 2 anos. Ao focar na produção e não na exploração, e apostando em técnicas convencionais de revitalização que já estão bem fundamentadas em toda a indústria de petróleo, a RRRP tem um negócio que envolve a execução do básico no setor de Óleo & Gás. Além disso, com um custo de produção já baixo implicando em um portfólio resiliente mesmo sob preços de petróleo menores. Como um dos nomes mais baratos do setor de P&G da América Latina e com um bom potencial de crescimento da produção nos próximos 5 anos, acreditamos que a relação risco-retorno da 3R é assimétrico para o lado positivo. É uma boa opção para aqueles investidores que procuram exposição a fortes preços do Brent com exposição reduzida a riscos políticos. Em suma, depois de entregar uma estratégia de aquisições bem-sucedida apoiada por múltiplos de entrada muito baixos, a RRRP agora também está pronta para embarcar em uma nova fase de crescimento orgânico. Espera-se que a empresa comece a operar muitos de seus clusters recentemente adquiridos nos próximos 6 meses, o que acreditamos ser um dos principais aspectos que podem contribuir para reduzir ainda mais o risco da tese de investimento.

Vamos (VAMO3)

Estamos otimistas com a tese de crescimento da Vamos para os próximos anos, beneficiados por uma penetração estruturalmente menor do aluguel de caminhões no Brasil, que deve se expandir materialmente com a crescente conscientização dos benefícios da escala e desalavancagem das empresas na terceirização de veículos, que deve se tornar ainda mais atraentes em 2022 em meio ao aumento das taxas de juros e dos preços dos caminhões. Adicionalmente, a empresa possui importantes vantagens competitivas, tais como: (i) melhores condições de compra, sustentadas por sua grande frota e rápido crescimento; (ii) capacidade comercial diferenciada, alavancada pelo seu controlador, o Grupo Simpar; e (iii) inigualável rede de venda de ativos usados, que proporciona maior poder de precificação. O macroambiente de seu setor de negócios, combinado com as principais vantagens econômicas da Vamos, impulsiona nossa expectativa de resultados sólidos no primeiro trimestre, com altos níveis de CAPEX e um ritmo de crescimento forte esperado para o ano. Sinalizamos que os resultados do 1º trimestre também devem ser favorecidos pela sazonalidade de fortes investimentos, que costuma ser mais concentrada no início do ano. Negociando a 20,8x P/L em 2022, reiteramos nossa tese positiva de investimento na Vamos.

Desktop (DESK3)

A Desktop é a provedora líder de serviços de Internet (ISP) em São Paulo, o estado mais rico do Brasil. A empresa está se movendo rapidamente. Desde que o fundo de private equity H.I.G se tornou o acionista controlador em 20 de fevereiro, ele fez movimentos grandes e ousados ao comprar operações grandes e de qualidade que combinam perfeitamente com as suas. Talvez mais interessante, vemos outras oportunidades em ISPs de médio porte (50-100 mil clientes) para a Desktop perseguir no curto prazo. A 6,4x EV/EBITDA 2022E, a Desktop é negociada com um grande desconto para ISPs globais (14x) e em linha com as telcos integradas globais (6,5x), que não estão crescendo. Em comparação com os outros dois ISPs listados, a Desktop é negociada com desconto para a Unifique (5,8x) e para a Brisanet (6,8x).

Cielo (CIEL3)

Durante nosso CEO Conference, realizado em fevereiro, a Cielo reforçou a dinâmica de reprecificação bem-sucedida no mercado de aquisição e o feedback que recebemos recentemente é que a tendência continua. O aumento das taxas de pré-pagamento é definitivamente uma boa notícia para a recuperação da margem da Cielo, e reforçamos que notícias positivas sobre rentabilidade têm sido bastante escassas para a empresa nos últimos anos (ROE de apenas 6% em 2021). Portanto, acreditamos que a reprecificação no negócio principal de aquisição poderia desencadear um “momentum” melhor para nomes incumbentes como a Cielo, cujo valuation parece pouco exigente. Acreditamos também que os volumes de varejo estão um pouco melhores do que o inicialmente esperado, com surpresas positivas vindo de grandes contas (empresas voltando para a Cielo após a saída para outras adquirentes, comprovando uma dinâmica de precificação mais racional em todos os segmentos). E, por fim, esperamos que a venda da MeS seja aprovada pelos reguladores em breve, o que simplificaria as atividades diárias da administração, melhoraria os lucros e aumentaria a liquidez em um valuation melhor do que o esperado.

Iguatemi (IGTI11)

Com 100% dos shoppings do Brasil já abertos (com maior capacidade operacional), as vendas dos shoppings aceleraram. Apesar do cenário macro ser mais difícil agora (por exemplo, menor crescimento do PIB, inflação alta, taxas de juros mais altas etc.), esperamos que as vendas dos shoppings continuem crescendo à medida que a campanha de vacinação está melhorando (80% dos adultos receberam a 2ª dose no Brasil até agora). No 4T21, a Iguatemi apresentou sólido crescimento de SSS - vendas mesmas lojas - (15% acima dos níveis pré-Covid) e SSR – aluguel mesmas lojas - (crescimento de 28% vs. 4T19), refletindo a melhor capacidade operacional de seus shoppings e o bom desempenho dos varejistas de luxo (as vendas de artigos de luxo impulsionado pela maior poupança de pessoas de alta renda e restrições em viagens internacionais). A Iguatemi possui um portfólio premium de shopping centers, voltado principalmente para consumidores de alta renda (mais resilientes em meio a um cenário econômico mais difícil), enquanto seu valuation é atraente em nossa visão (~14x P/FFO 2022E).

Orizon (ORVR3)

Desde seu IPO em Fev/21, a Orizon encontrou oportunidades para melhorar o retorno de seus ativos e expandir seu portfólio, como (i) em 21/09, a empresa conquistou um PPA de 20 anos a R\$ 549/MWh por sua usina de transformação de resíduos em energia em Barueri (São Paulo); (ii) em Nov-21, a Orizon, juntamente com o fundo de investimento Jive, venceu o leilão dos ativos da Estre (7 aterros sanitários mais 1 central de valorização de resíduos), (iii) em Dez-21 a empresa vendeu 100% dos seus créditos de carbono gerados em 2021 a um preço acima do esperado de ~US\$ 5/ton e (iv) em Fev-22 anunciaram a aquisição do aterro Cuiabá. Além disso, a empresa apresentou bons resultados operacionais no 4T21 e avançou na gestão de passivos e na desalavancagem. A empresa negocia a uma TIR real de 10,85%, com espaço para crescimento adicional, pois a Orizon atua em um setor muito fragmentado e com fortes perspectivas de crescimento e atualmente está desenvolvendo novos UTMs, UBM (unidades de processamento de materiais) e aterros *greenfield*, sem mencionar todas as oportunidades de M&A no negócio de aterros sanitários.

Locaweb (LWSA3)

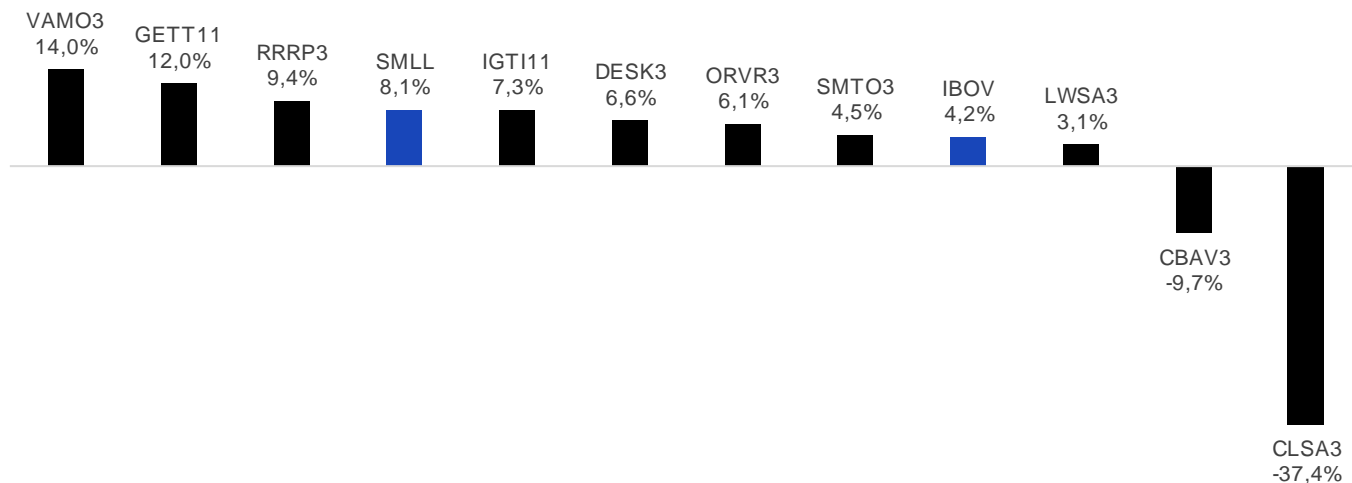
Analisando outros players de e-commerce, vemos que a Locaweb cresce em ritmo semelhante (considerando apenas a operação de e-commerce, a Locaweb supera esses players) para Shopify, Bigcommerce e VTEX, mas negocia com um grande desconto (3,9x Vendas 2022E vs. média de 8,6x). Em uma base de EV/EBITDA, a LWSA parece bastante atraente negociando em 22,2x EV/EBITDA de 2022E, um nível que consideramos um ponto de entrada atraente. É sempre desafiador encontrar um fundo em meio a uma correção das ações (e uma correção de todas as empresas de tecnologia, não apenas da Locaweb), mas a discrepância entre seu valuation e o de outras empresas de software é muito grande, nos obrigando a manter o nome em nosso portfólio.

CBA (CBAV3)

Estamos mantendo a CBA ao nosso portfólio, pois vemos as ações como um dos principais beneficiários das tendências globais de descarbonização sob nossa cobertura, tanto de curto quanto de longo prazo. Os preços do alumínio estão atualmente perto de US\$ 3.500/t, após uma série de interrupções/restrições de fornecimento nos últimos meses (conflito Rússia/Ucrânia, restrições de energia na Europa, crise de energia na China), enquanto a demanda global permanece sólida. No longo prazo, à medida que a China avança com sua agenda de descarbonização, limitando a produção de alumínio a 45 Mtpa, esperamos que os mercados continuem a apresentar déficits estruturais (os preços podem continuar subindo/tese de contango). A CBA se diferencia por utilizar 100% de fontes renováveis de energia em seu processo produtivo (com baixo nível na curva de emissões globais) - pronta para capitalizar a futura tendência de descarbonização globalmente. Este é um dos temas de investimento mais interessantes sob nossa cobertura, com uma indústria se reestruturando, após anos de excesso de oferta e baixos retornos para uma situação estruturalmente muito mais saudável. A CBA é negociada a 4x EV/EBTIDA em 2022, um desconto injustificado de ~20-30% para os pares.

Rentabilidade Histórica:

Gráfico 10: Performance por ação em Março de 2022

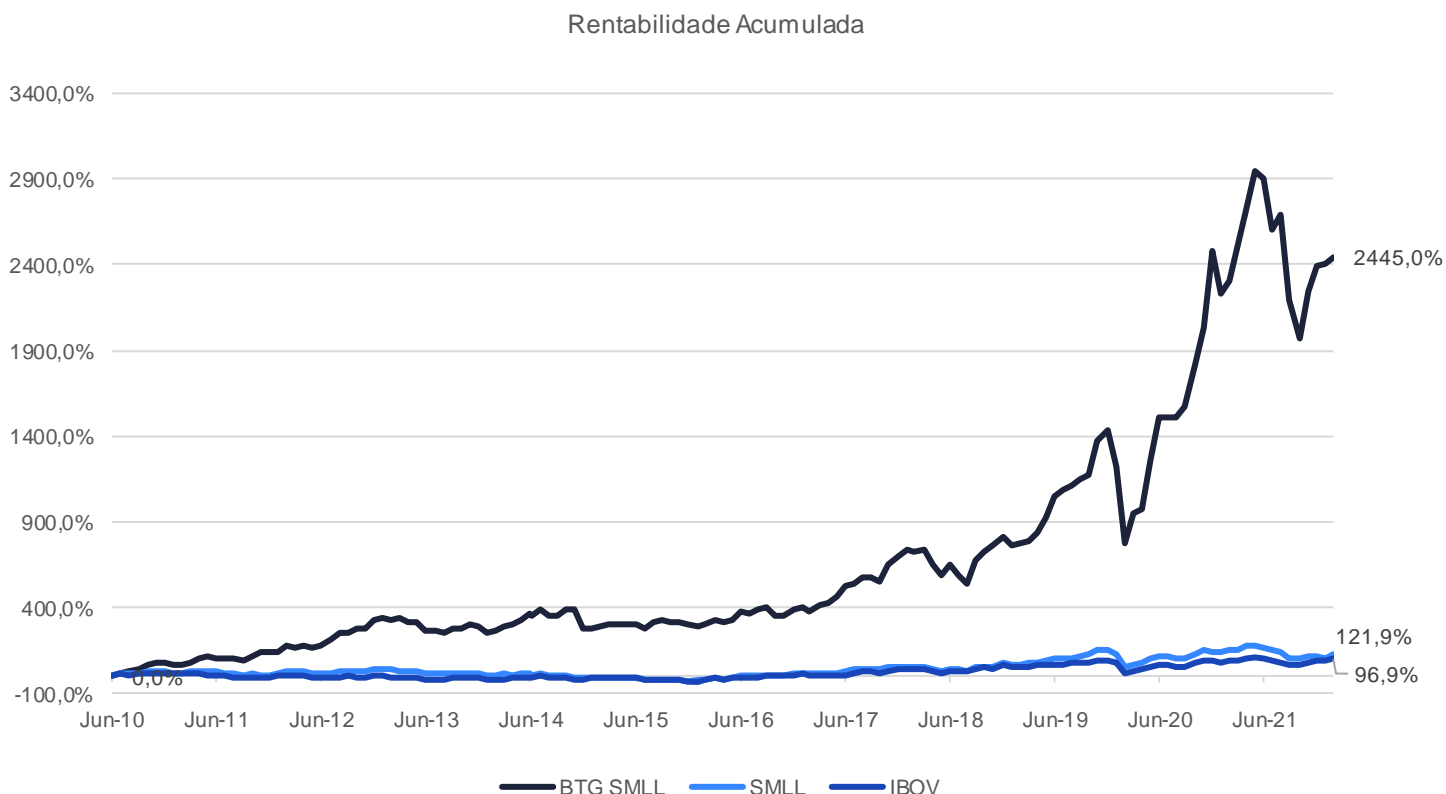


Fonte: BTG Pactual e Econômica

Performance Histórica:

No mês de Março, a carteira BTG SMLL apresentou uma performance positiva de +1,6%, contra uma performance de +8,1% do índice SMLL e de +4,2% do IBOV. Desde julho de 2010, a carteira acumula uma rentabilidade de 2.445%, contra 121,9% do SMLL e 96,9% do IBOV.

Gráfico 11: Performance Histórica (desde outubro de 2009)



Fonte: BTG Pactual e Econômica

Tabelas de Performance Histórica:

Performance	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
BTGD SMLL	74,3%	34,7%	79,0%	-7,4%	24,9%	-15,9%	9,8%	67,1%	15,5%	70,5%	44,5%	9,9%	2,0%
SMLL	26,7%	-16,6%	28,7%	-15,2%	-17,0%	-22,4%	31,8%	49,6%	7,5%	57,8%	-0,6%	-16,2%	3,1%
IBOV	13,7%	-18,1%	7,4%	-15,5%	-2,9%	-13,3%	38,9%	26,9%	15,0%	31,5%	2,9%	-11,9%	7,0%

Performance	Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dec-22
BTGD SMLL	6,7%	0,4%	1,6%									
SMLL	3,4%	-4,6%	8,1%									
IBOV	7,0%	2,7%	4,2%									

* Rentabilidade em 2010 a partir do mês de julho.

Fonte: BTG Pactual e Econômica

BTG SMALL	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	BTG SMLL no Ano	SMLL	BTG SMLL Acum.	SMLL Acum.	Ibov Acum.
2010						0,0%	14,7%	9,0%	8,6%	18,6%	6,8%	1,3%	74,3%	26,7%	74,3%	26,7%	13,7%
2011	-3,3%	0,5%	7,3%	11,5%	2,9%	-1,8%	-3,1%	1,2%	-4,1%	8,6%	12,2%	0,0%	34,7%	-16,6%	134,8%	5,6%	-6,9%
2012	4,2%	11,9%	-1,8%	3,0%	-4,1%	5,4%	10,0%	12,8%	2,0%	4,7%	2,3%	10,7%	79,0%	28,7%	320,2%	35,9%	0,0%
2013	4,2%	-3,0%	3,3%	-5,0%	-1,7%	-10,6%	1,0%	-3,5%	4,8%	2,0%	4,7%	-2,6%	-7,4%	-15,2%	289,0%	15,2%	-15,5%
2014	-10,2%	5,2%	5,9%	2,8%	5,3%	9,0%	-1,5%	9,0%	-8,1%	0,2%	6,1%	0,7%	24,9%	-17,0%	385,9%	-4,3%	-17,9%
2015	-22,5%	0,0%	1,5%	6,4%	-2,4%	0,2%	0,5%	-5,5%	9,5%	4,1%	-3,0%	-2,2%	-15,9%	-22,4%	308,7%	-25,7%	-28,9%
2016	-2,1%	-1,4%	0,5%	6,3%	-2,3%	2,6%	12,9%	-1,6%	3,0%	2,8%	-8,2%	-1,6%	9,8%	31,8%	348,6%	-2,1%	-1,2%
2017	7,7%	4,1%	-5,6%	9,0%	1,2%	6,4%	11,9%	2,8%	4,6%	1,2%	-3,8%	14,8%	67,1%	49,4%	649,4%	46,2%	25,4%
2018	5,9%	4,8%	-0,5%	1,0%	-10,6%	-8,2%	9,0%	-7,7%	-6,9%	20,9%	6,8%	4,4%	15,5%	8,1%	765,4%	58,1%	44,2%
2019	5,6%	-5,3%	1,4%	1,5%	5,9%	8,2%	12,5%	3,1%	2,4%	3,0%	2,3%	15,6%	70,5%	57,8%	1375,1%	149,4%	89,7%
2020	4,0%	-14,0%	-33,9%	20,3%	2,1%	27,4%	18,1%	-0,3%	0,2%	3,6%	14,8%	11,2%	44,5%	-0,6%	2032,2%	147,8%	95,2%
2021	20,8%	-9,7%	3,5%	8,7%	8,4%	7,5%	-1,4%	-9,9%	3,2%	-17,8%	-9,6%	12,9%	9,9%	-16,2%	2239,5%	107,7%	72,0%
2022	6,7%	0,4%	1,6%										8,8%	3,1%	2445,0%	121,9%	96,9%

Fonte: BTG Pactual e Econômica

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 Global

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.asp