



# Carteira Recomendada de Ações – Small Caps

## Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Junho 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 S.A.

**Luiz Temporini**

São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

[Analise.acoes@btgpactual.com](mailto: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

#### Ações brasileiras apresentaram boa performance

Após um fraco desempenho em abril, o Ibovespa voltou a ter um desempenho positivo em maio (alta de 3,2% em reais e 7,8% em dólares), mantendo-se como um dos mercados de ações com melhor desempenho no acumulado do ano. Embora o desempenho relativo do Ibovespa tenha sido bom neste ano, acreditamos que o índice ainda está sendo negociado com um valuation muito atrativo. Reconhecemos que o aperto monetário nos EUA não ajudará os mercados emergentes de ações em geral, e as ações brasileiras em particular, mas continuamos acreditando que o Brasil está relativamente bem posicionado no atual ambiente geopolítico desafiador.

#### Os recém-chegados

Simpar e Blau são as novidades deste mês.

#### Quem fica e quem sai

CBA, 3R Petroleum, Minerva, Locaweb, Iguatemi, Sinqia, Desktop e Omega mantêm suas posições, enquanto Vamos e São Martinho saem.

#### Carteira Recomendada de Ações – Small Caps:

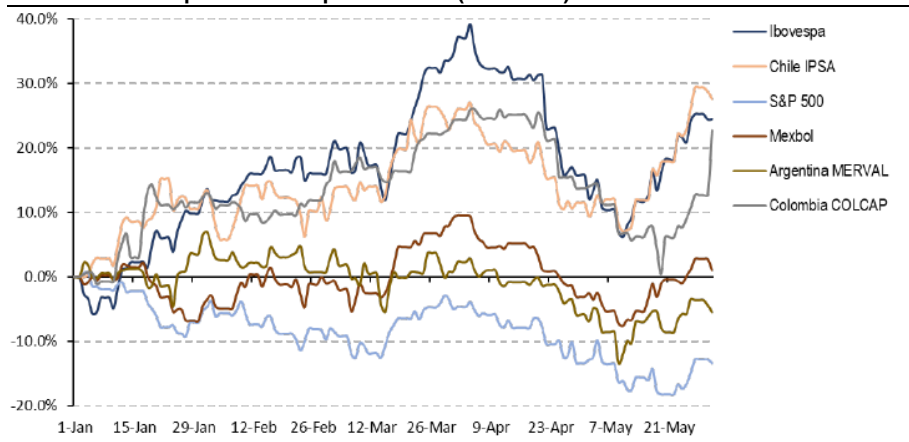
Empresa	Ticker	Peso	Volume Médio Diário (R\$ mi)	Market Cap. (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/V P	
					2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
3R Petroleum	RRRP3	10%	173	9.876	5,3x	2,6x	7,6x	3,0x	2,0x	1,2x
Simpar	SIMH3	10%	32	9.831	4,7x	4,8x	10,2x	6,5x	1,7x	1,4x
CBA	CBAV3	10%	71	9.766	3,3x	3,8x	5,3x	6,0x	1,8x	1,5x
Minerva	BEEF3	10%	95	8.308	5,0x	4,7x	14,0x	8,8x	5,3x	5,3x
Omega Energia	MEGA3	10%	25	6.152	8,3x	8,1x	20,7x	13,8x	1,5x	1,4x
Blau	BLAU3	10%	8	4.273	6,5x	5,5x	11,0x	9,6x	2,2x	1,9x
Locaweb	LWSA3	10%	132	3.883	12,0x	6,2x	29,3x	21,2x	1,3x	1,2x
Iguatemi	IGTI1	10%	68	2.953	10,6x	9,5x	27,4x	22,7x	1,6x	1,6x
Sinqia	SQIA3	10%	24	1.625	11,0x	9,0x	54,6x	30,2x	3,0x	2,8x
Desktop	DESK3	10%	5	785	4,6x	3,5x	10,1x	5,6x	0,8x	0,7x

Fonte: BTG Pactual e Econômica

## Ações brasileiras apresentaram boa performance

Após um fraco desempenho em abril, o Ibovespa voltou a ter um desempenho positivo em maio (alta de 3,2% em reais e 7,8% em dólares), mantendo-se como um dos mercados de ações com melhor desempenho no acumulado do ano. Embora o desempenho relativo do Ibovespa tenha sido bom neste ano, acreditamos que o índice ainda está sendo negociado com um valuation muito atrativo.

**Gráfico 1: Desempenho Ibovespa vs Outros (base USD)**

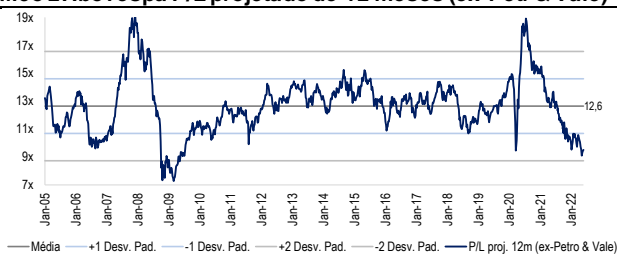


Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

As ações brasileiras estão sendo negociadas a um P/L projetado de 12 meses de 9,5x, quase dois desvios padrão abaixo da média histórica (Gráfico 2). O valuation é atrativo apesar das taxas de juros reais de longo prazo muito altas (encerraram maio em 5,72%). Enquanto isso, o prêmio para manter ações, medido como o inverso do P/L menos as taxas de juros reais de 10 anos, é de 4,8%, um desvio padrão acima da média histórica (Gráfico 3).

Reconhecemos que o aperto monetário nos EUA não ajudará as ações dos mercados emergentes em geral, e as ações brasileiras em particular. Mas continuamos acreditando que o Brasil está relativamente bem posicionado no atual ambiente geopolítico desafiador.

**Gráfico 2: Ibovespa P/L projetado de 12 meses (ex-Petr & Vale)**



Fonte: Economática, estimativas BTG Pactual

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



Fonte: Banco Central do Brasil, estimativas do BTG Pactual

Em nossa opinião, as taxas de juros reais de longo prazo em 5,7% implicam riscos políticos e fiscais significativos. Como temos defendido desde o início do ano, vemos espaço para que as taxas reais de longo prazo caiam ainda este ano, principalmente se os principais candidatos presidenciais do Brasil se comprometerem com a disciplina fiscal na campanha. Naturalmente, a queda das taxas de juros de longo prazo seria um importante gatilho para os preços das ações no Brasil.

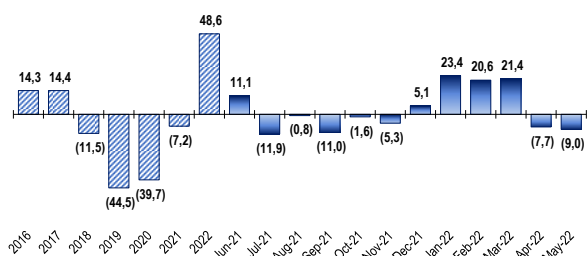
Por outro lado, o crescimento estruturalmente baixo do Brasil pode limitar o interesse dos investidores em ações brasileiras. Uma agenda de reformas mais agressiva, privatizações e leilões adicionais de infraestrutura podem ajudar a liberar parte desse valor.

## Investidores estrangeiros compraram ações brasileiras nos últimos dias

Após fortes fluxos de entradas de capital estrangeiro nos primeiros 3 meses do ano (total de R\$ 65 bilhões), os fluxos de saídas foram relativamente fortes em abril (R\$ 7,7 bilhões) e maio (R\$ 9,0 bilhões no acumulado do mês). Dito isso, nos últimos 5 dias, os estrangeiros foram compradores líquidos de ações brasileiras no valor de R\$ 3,2 bilhões.

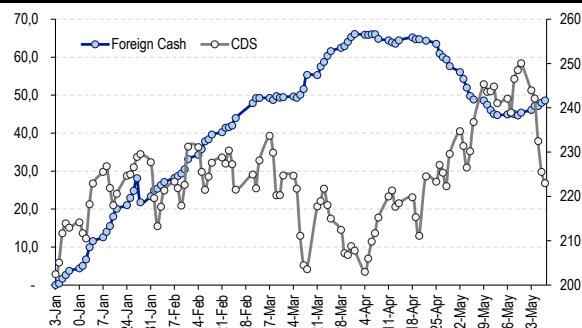
Acreditamos que a exposição geral dos investidores estrangeiros às ações brasileiras continua baixa, certamente muito abaixo dos níveis históricos. Atualmente, os fundos G.E.M (*Global Emerging Markets*) e LatAm possuem 6,3% e 58,6% de seus respectivos ativos em ações brasileiras.

**Gráfico 4: Fluxos de entrada de investidores estrangeiros**



Fonte: B3, estimativas do BTG Pactual

**Gráfico 5: Fluxo de Investidor estrangeiro no acumulado do ano**



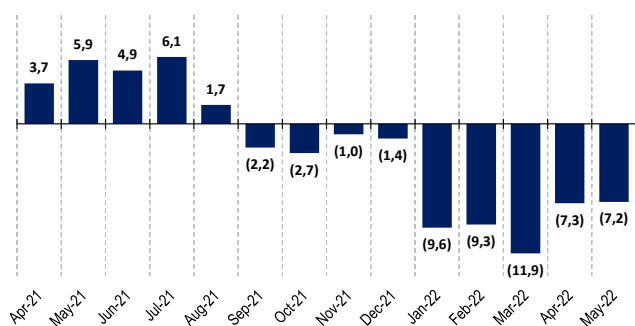
Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

## Os fundos de ações locais ainda registram resgates, mas menos

Como a taxa Selic continua subindo, os fundos de ações locais ainda enfrentam resgates. Nos primeiros 3 meses do ano, a média de resgates foi de R\$ 10,4 bilhões. No entanto, o ritmo desacelerou para R\$ 7,3 bilhões em abril e R\$ 7,2 bilhões em maio. À medida que o ciclo de alta da taxa de juros local se aproxima do fim, esperamos que os resgates diminuam ainda mais nos próximos meses.

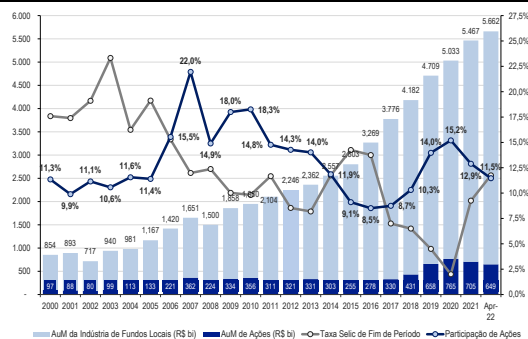
Com resgates totais no acumulado do ano se aproximando de R\$ 45 bilhões, as alocações de fundos mútuos locais para ações caíram para 11,5% em abril, abaixo dos 15,7% em maio de 2021.

**Gráfico 6: Fluxo de entrada líquido mensal dos fundos de ações**



Fonte: Economática, estimativas do BTG Pactual

**Gráfico 7: Alocação de fundos locais**



Fonte: Banco Central do Brasil, estimativas do BTG Pactual

## Análise de empresas com grande geração de caixa

Compilamos abaixo uma lista de ações brasileiras que estão gerando muito caixa (e, em alguns casos, têm dividend yields atraentes) ou negociadas a um P/VP abaixo de 1. Para evitar ações excessivamente ilíquidas, limitamos nossa seleção a

empresas com valor de mercado de pelo menos R\$ 2 bilhões (US\$ 400 milhões). Dentro desse universo, destacamos os ativos que nossos analistas mais gostam.

Nossa lista apresenta 18 empresas com valor de mercado acima de R\$ 2 bilhões que estão negociando com FCF yield acima de 10%. Algumas delas estão em nossos portfólios teóricos (10SIM, Small Caps, ESG) ou estão entre as Top Picks de nossos analistas em seus respectivos setores. Aqui, destacamos Petrobras, Gerdau, Vale, JBS, Arezzo, 3Tentos, CBA, TIM, Jalles Machado, Suzano, Iguatemi e SLC.

**Tabela 2: Top Picks negociadas com FCF Yield acima de 10%**

Company	Ticker	Market Cap (R\$ bn)	FCFE Yield	Rating
Petrobras	PETR4	451.99	28%	Neutral
Gerdau	GGBR4	48.08	20%	Buy
Vale	VALE3	409.18	16%	Buy
JBS	JBSS3	79.27	16%	Buy
Arezzo	ARZZ3	8.11	14%	Buy
3tentos	TTEN3	4.35	13%	Buy
CBA	CBAV3	8.88	13%	Buy
TIM Part	TIMS3	33.17	13%	Buy
Jalles Machado	JALL3	2.78	13%	Buy
Suzano	SUZB3	69.12	12%	Buy
Iguatemi	IGT11	5.48	10%	Buy
SLC Agrícola	SLCE3	11.06	10%	Buy

Fonte: estimativas do BTG Pactual

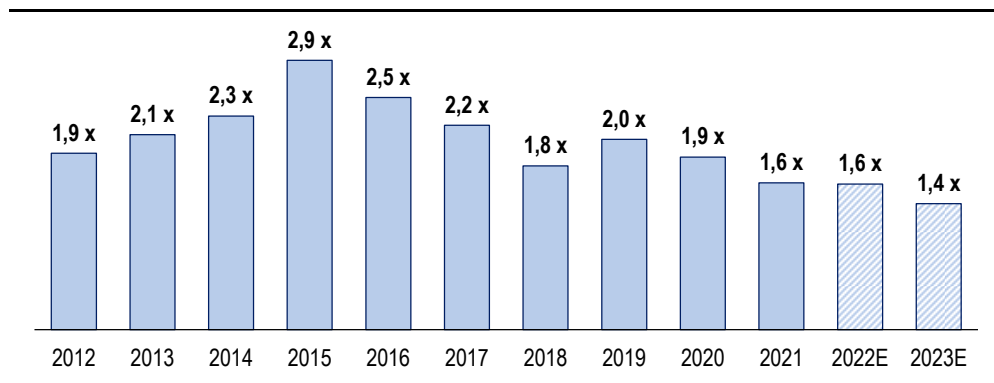
Analizamos uma lista dos maiores pagadores de dividendos do Brasil. Aqui, destacamos Petrobras, Vale (que tem um plano agressivo de recompra em andamento), Cyrela, Banco do Brasil, BB Seguridade, B3, Telefonica Brasil e Odontoprev.

Também compilamos uma lista de ações com valor de mercado acima de R\$ 2 bilhões que estão sendo negociadas abaixo de seus valores contábeis. Alguns podem argumentar que o PVP não é a melhor maneira de analisar os níveis de valuation de algumas dessas empresas. Para resolver esse problema, pedimos aos nossos analistas que escolhessem seus nomes preferenciais entre as ações negociadas abaixo (ou pelo) do valor patrimonial. Segue a lista: Cielo, Anima, Banco do Brasil, Embraer, Banco ABC, Cosan, Neoenergia, Cyrela, Gerdau e Locaweb. Algumas ações, como a Gerdau, por exemplo, são negociadas abaixo do valor contábil e têm um FCF yield acima de 10%.

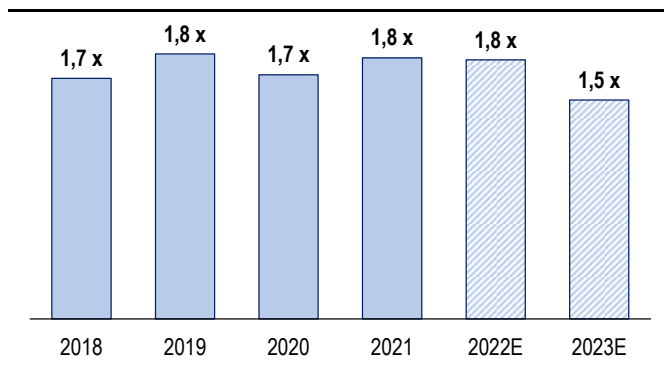
## Alavancagem das empresas brasileiras está diminuindo

A alavancagem das companhias abertas brasileiras caiu nos últimos anos. Ex-Petrobras e Vale, atingiu níveis mínimos de 10 anos em 2021, após atingir o pico em 2015. A desalavancagem dos exportadores de commodities foi o principal fator do declínio geral. Incluindo Petrobras e Vale, a desalavancagem é ainda mais forte, pois ambas cresceram seu EBITDA e, no caso da Petrobras, reduziu a dívida também. Esperamos que a alavancagem permaneça estável em 2022 e diminua um pouco mais em 2023.

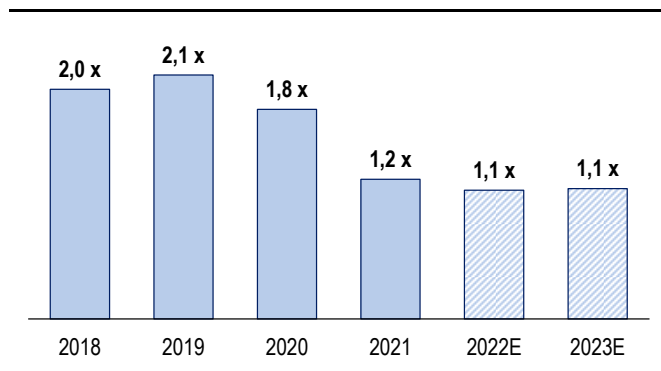


**Gráfico 8: Alavancagem das empresas sob nossa cobertura ex-Petr&Vale (Dívida Líquida / EBITDA)**


Fonte: estimativas BTG Pactual

**Gráfico 9: Alavancagem das empresas domésticas sob nossa cobertura**


Fonte: estimativas BTG Pactual

**Gráfico 10: Alavancagem das empresas sob nossa cobertura**


Fonte: estimativas BTG Pactual

Em 2021, a maior desalavancagem (ex-Petro e Vale) veio do forte crescimento do EBITDA consolidado (+44%), pois a dívida líquida também aumentou (+19%). Em 2022, esperamos que o EBITDA consolidado e a dívida líquida permaneçam estáveis, mantendo a alavancagem intacta em 1,6x – incluindo Petrobras e Vale, a alavancagem encerrou 2021 em 1,2x, e modelamos que caia para 1,1x em 2022. A lucratividade geral das empresas brasileiras listadas atingiu o pico recentemente, com a margem líquida do final de 2021 de 13,3%. Em 2022, projetamos rentabilidade menor devido a taxas de juros mais altas e o fraco crescimento econômico.

Com exceção das companhias aéreas, acreditamos que a maioria dos setores encerrou 2021 com alavancagem adequada. Alguns setores com vendas mais resilientes e previsíveis, como Propriedades (3,1x) e Infraestrutura (3,3x), podem lidar confortavelmente com uma alavancagem maior. Nenhum outro setor encerrou 2021 com alavancagem acima de 3x.

Diversas ações do setor de Propriedades figuram no topo da lista de empresas altamente alavancadas. No universo do varejo, a alavancagem é alta na Via Varejo e no Magazine Luiza. As companhias aéreas Gol e Azul também estão alavancadas, assim como a BRF.

**Tabela 3: Alavancagem por setor**

	2019	2020	2021	2022E	2023E
Cobertura BTGP	2,1 x	1,8 x	1,2 x	1,1 x	1,1 x
crescimento a/a	6,2%	-14,0%	-33,4%	-7,8%	1,2%
Cobertura BTGP (ex-Petr&Vale)	2,0 x	1,9 x	1,6 x	1,6 x	1,4 x
crescimento a/a	16,2%	-9,3%	-15,0%	-0,8%	-13,5%
Doméstico	1,8 x	1,7 x	1,8 x	1,8 x	1,5 x
crescimento a/a	10,1%	-7,8%	6,9%	-0,8%	-15,5%
Commodities	2,4 x	1,9 x	0,9 x	0,8 x	0,9 x
crescimento a/a	3,7%	-18,7%	-53,5%	-14,6%	16,1%
Agronegócio	2,4 x	2,3 x	2,3 x	1,7 x	1,5 x
Aéreas	3,3 x	9,9 x	10,3 x	4,7 x	n.a.
Bens de Capital	1,2 x	2,1 x	1,4 x	1,9 x	1,7 x
Aluguel de Carros & Logística	2,8 x	2,7 x	2,6 x	2,7 x	2,9 x
Educação	2,0 x	1,9 x	2,3 x	2,0 x	1,7 x
Financeiro (ex-Bancos)	0,1 x	0,0 x	n.a.	n.a.	n.a.
Alimentos & Bebidas	1,5 x	1,2 x	1,2 x	1,3 x	1,4 x
Saúde	1,6 x	1,6 x	2,2 x	2,3 x	1,7 x
Infraestrutura	2,7 x	3,2 x	3,3 x	2,5 x	2,2 x
Shoppings	2,4 x	2,2 x	2,8 x	1,6 x	1,2 x
Metais & Mineração	0,8 x	0,3 x	0,1 x	0,2 x	0,2 x
Petróleo & Gás	3,1 x	3,1 x	1,3 x	0,9 x	1,1 x
Propriedades	4,8 x	3,4 x	3,1 x	4,5 x	4,6 x
Papel & Celulose	4,6 x	4,0 x	2,5 x	2,0 x	2,0 x
Imobiliário	0,7 x	n.a.	0,6 x	1,3 x	0,9 x
Varejo	1,8 x	1,3 x	1,9 x	1,5 x	1,1 x
Tecnologia	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Telecom	0,7 x	0,5 x	0,5 x	1,1 x	0,9 x
Serviços Básicos	2,6 x	2,4 x	2,4 x	2,3 x	1,9 x

Fonte: estimativas BTG Pactual

## Os impactos positivos da queda das taxas de longo prazo

As taxas reais de longo prazo do Brasil têm oscilado próximo a 5,7%, um nível relativamente alto que implica uma dose considerável de risco político/fiscal. Embora as preocupações dos investidores sejam compreensíveis, principalmente com as próximas eleições presidenciais (fortemente polarizadas), esperamos que as taxas reais de longo prazo caiam, especialmente se os principais candidatos se comprometerem com a disciplina fiscal. Uma agenda de reformas mais agressiva, privatizações e leilões adicionais de infraestrutura também podem reduzir as taxas de longo prazo.

**Gráfico 11: Títulos governamentais de longo prazo (NTN-B 2035)**


Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

## Ibovespa: queda limitada, potencial de valorização atraente

A queda das taxas de juros de longo prazo pode desencadear uma importante reavaliação do Ibovespa. Como fizemos no passado, realizamos um exercício simples para estimar o valor justo do Ibovespa em vários cenários, onde usamos diferentes premissas para inflação de longo prazo, taxas de juros reais de longo prazo e crescimento real do PIB. Para simplificar, mantemos o ROE em 15%, embora calculemos que o ROE consolidado foi de 26% em 2021 e estimado em 20% em 2022. Também mantemos o prêmio de risco de ações em 3%.

### Resumo de todos os cenários

*Racional por trás de nossos cenários/suposições:*

Os cenários 1-2 são mais conservadores, com inflação, taxas de longo prazo e premissas de crescimento do PIB em linha com os números reais dessas variáveis. Mesmo nesses cenários, a queda do Ibovespa parece limitada, novamente sugerindo que os valuations estão adequadamente ajustados ao ambiente econômico/político mais difícil.

Os cenários 5-6 são otimistas. Assumimos uma inflação sob controle (3,0%-3,5%), taxas de longo prazo de volta a níveis historicamente baixos (3,5%-3,0%) e crescimento real do PIB de 2,0%-2,5%. Sob essas premissas, o potencial de valorização do Ibovespa é significativo.

Os cenários 3-4 estão alinhados com uma melhora moderada nas condições macroeconômicas gerais e, em nossa opinião, eles refletem de forma mais realista cenários tangíveis, onde assumimos a inflação e taxas reais de longo prazo variando de 4,0% a 4,5%, e crescimento real do PIB de 1,0%-1,5%.

Esses cenários apontam para múltiplos P/L justos em uma faixa de 9,7x a 11,5x versus o Ibovespa em um P/L projetado de 12 meses de 7,8x. O potencial de valorização varia de 25% a 48% nos cenários 3 e 4.

**Tabela 4: Sensibilidade do preço alvo do Ibovespa em diferentes cenários**

	Cenário 1	Cenário 2	Cenário 3	Cenário 4	Cenário 5	Cenário 6
<b>ROE</b>	<b>15,0%</b>	<b>15,0%</b>	<b>15,0%</b>	<b>15,0%</b>	<b>15,0%</b>	<b>15,0%</b>
<b>Ke</b>	<b>14,0%</b>	<b>13,0%</b>	<b>12,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>10,0%</b>	<b>9,0%</b>
Inflação	5,5%	5,0%	4,5%	4,0%	3,5%	3,0%
Taxa real	5,5%	5,0%	4,5%	4,0%	3,5%	3,0%
Taxa de juros	11,0%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%	6,0%
Prêmio	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>Crescimento</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,5%</b>
Inflação	5,5%	5,0%	4,5%	4,0%	3,5%	3,0%
Crescimento real	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
<b>P/L alvo</b>	<b>7,5x</b>	<b>8,5x</b>	<b>9,7x</b>	<b>11,5x</b>	<b>14,1x</b>	<b>18,1x</b>
P/L atual 2022	7,8x	7,8x	7,8x	7,8x	7,8x	7,8x
IBOV	111.890	111.890	111.890	111.890	111.890	111.890
<b>IBOV alvo</b>	<b>107.546</b>	<b>121.885</b>	<b>140.394</b>	<b>165.920</b>	<b>202.791</b>	<b>260.732</b>
Potencial de valorização	-3,9%	8,9%	25,5%	48,3%	81,2%	133,0%

Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

### Análise *bottom-up*: o poder de um custo de capital próprio mais baixo

No exercício acima, mostramos como nosso valuation justo do Ibovespa muda em diferentes cenários para taxas de juros reais de longo prazo, inflação e crescimento do PIB.



Decidimos aprofundar os diferentes setores e estimar como os valuations de setor/ações mudam para cada redução de 100bps no custo de capital próprio. Dados os diferentes níveis de Beta, duração do fluxo de caixa e prêmios de risco associados a cada setor/ação, o impacto varia enormemente de setor para setor e de ação para ação.

Os resultados mostrados na tabela abaixo foram obtidos após nossos analistas executarem seus modelos para ~180 empresas, assumindo uma redução de 100bps no custo de capital próprio. O aumento médio do preço-alvo para as empresas analisadas foi de 15%, mas a faixa vai de 2% até 82%.

As empresas de Metais e Mineração (mediana de 8,6%) e Infraestrutura (9,5%) têm os menores aumentos de preço-alvo. Empresas de infraestrutura tendem a ter fluxos de caixa de longa duração, porém nossa equipe modela fluxos de caixa de rodovias (CCR e ECOR) de acordo com a duração dos contratos existentes (ou seja, sem perpetuidade) o que limita o potencial de valorização quando  $K_e$  (custo de capital próprio) cai.

Do outro lado do espectro, as empresas de Bens de Capital (22%), Aluguel de Carros (19%) e Tecnologia (18%) desfrutam de um aumento acima da média em seus preços-alvo.

**Tabela 5: Aumento de preço alvo por setor**

Setor	Potencial de Valoriz. %
Metais e Mineração	8,6%
Infraestrutura	9,5%
Imobiliário	10,0%
Propriedades Comerciais	10,6%
Saúde e Educação	10,6%
Serviços Básicos	11,5%
Petróleo	12,1%
Bancos	12,8%
Agornegócio	13,8%
Telecom	13,8%
Varejo	15,4%
Papel e Celulose	15,7%
Alimentos e Bebidas	17,7%
Tecnologia	17,9%
Aluguel de Carros & Logística	19,4%
Financeiro (ex-Bancos)	20,0%
Bens de Capital	21,9%

Fonte: Estimativas do BTG Pactual

## Carteira Recomendada de Ações – Small Caps:

Simpar e Blau são as novidades deste mês. CBA, 3R Petroleum, Minerva, Locaweb, Iguatemi, Sinqia, Desktop e Omega mantêm suas posições, enquanto Vamos e São Martinho saem.

Maio				Junho			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
São Martinho	Agronegócio	SMT03	10%	Blau	Saúde	BLAU3	10%
Vamos	Aluguel de Veículos	VAMO3	10%	Simpar	Transporte	SIMH3	10%
CBA	Metais & Mineração	CBAV3	10%	CBA	Metais & Mineração	CBAV3	10%
3R Petroleum	Petróleo & Gás	RRRP3	10%	3R Petroleum	Petróleo & Gás	RRRP3	10%
Minerva	Alimentos	BEEF3	10%	Minerva	Alimentos	BEEF3	10%
Omega Energia	Serviços Básicos	MEGA3	10%	Omega Energia	Serviços Básicos	MEGA3	10%
Locaweb	Tecnologia	LWSA3	10%	Locaweb	Tecnologia	LWSA3	10%
Iguatemi	Shoppings	IGTI11	10%	Iguatemi	Shoppings	IGTI11	10%
Sinqia	Tecnologia	SQIA3	10%	Sinqia	Tecnologia	SQIA3	10%
Desktop	Telecom	DESK3	10%	Desktop	Telecom	DESK3	10%

Fonte: BTG Pactual

## Carteira Recomendada de Ações – Small Caps:

Empresa	Ticker	Peso	Volume Médio Diário (R\$ mi)	Market Cap. (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		PVP	
					2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
3R Petroleum	RRRP3	10%	173	9.876	5,3x	2,6x	7,6x	3,0x	2,0x	1,2x
Simpar	SIMH3	10%	32	9.831	4,7x	4,8x	10,2x	6,5x	1,7x	1,4x
CBA	CBAV3	10%	71	9.766	3,3x	3,8x	5,3x	6,0x	1,8x	1,5x
Minerva	BEEF3	10%	95	8.308	5,0x	4,7x	14,0x	8,8x	5,3x	5,3x
Omega Energia	MEGA3	10%	25	6.152	8,3x	8,1x	20,7x	13,8x	1,5x	1,4x
Blau	BLAU3	10%	8	4.273	6,5x	5,5x	11,0x	9,6x	2,2x	1,9x
Locaweb	LWSA3	10%	132	3.883	12,0x	6,2x	29,3x	21,2x	1,3x	1,2x
Iguatemi	IGTI11	10%	68	2.953	10,6x	9,5x	27,4x	22,7x	1,6x	1,6x
Sinqia	SQIA3	10%	24	1.625	11,0x	9,0x	54,6x	30,2x	3,0x	2,8x
Desktop	DESK3	10%	5	785	4,6x	3,5x	10,1x	5,6x	0,8x	0,7x

Fonte: BTG Pactual e Econômica

### Simpar (SIMH3)

Vemos a Simpar como um veículo interessante para exposição ao aluguel de carros e indústria de logística. Negociado a 10,2x P/L para 2022, atualmente oferece um ponto de entrada atraente. Depois de apresentar um crescimento sólido nos últimos anos, a Simpar sediou no última sexta-feira seu Investor Day, transmitindo uma mensagem de (i) crescimento constante (criação constante de novas avenidas de crescimento), (ii) foco no aumento da rentabilidade e alocação de capital (visto nos últimos aumentos do ROIC) e (iii) um importante senso de retenção de talentos e construção notável de capital humano – como demonstrado pela recente contratação de veteranos da indústria Ramon Alcaraz (JSL), Alessandro Soldi (Automob) e Paulo Caffarelli (Banco BBC). Após a revisão do nosso modelo (novo preço-alvo de R\$ 17/ação), o valuation atual implica em um desconto de holding de ~35% para o seu NAV, o que é muito exagerado, em nossa opinião.

### Sinqia (SQIA3)

Vemos as ações da Sinqia negociando com descontos excessivos. Se anualizarmos o EBITDA da empresa (R\$ 36,2 milhões) e somarmos os números completos de LOTE45 e Mercer (consolidado apenas em fevereiro), chegamos a um EBITDA anualizado proforma de R\$ 151 milhões, o que significa que a Sinqia está negociando a um atrativo 11x EV/EBITDA. Como as novas fusões e aquisições estão crescendo mais rápido que a Sinqia e apresentam maior lucratividade, esperamos que a empresa acelere seu crescimento orgânico e expanda as margens à medida que as empresas recém-adquiridas aumentam sua participação nas receitas gerais nos próximos anos.

### 3R Petroleum (RRRP3)

---

Estamos mantendo a RRRP no portfólio. A empresa simboliza o renascimento da revitalização dos ativos petrolíferos *onshore* e de águas rasas e, como um dos poucos players listados no segmento, oferece 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 deve ser sobre a execução do básico. Além disso, um custo de produção já baixo implica em um portfólio resiliente mesmo sob preços de petróleo mais baixos. Como um dos nomes mais baratos do setor de Petróleo & Gás da América Latina e com um bom potencial de crescimento da produção nos próximos 5 anos, acreditamos que o risco/retorno do 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 M&A bem-sucedida apoiada por múltiplos de entrada muito baixos, a RRRP agora também está pronta para embarcar em uma nova fase de crescimento orgânico. Mais do que nunca, o caso da RRRP é uma história de fundamentos de petróleo e gás, oferecendo pouca ou nenhuma exposição ao risco político. Com vários gatilhos esperados no curto prazo, acreditamos que a ação deve fechar gradualmente o desconto para seus pares. Reiteramos o nome como nossa Top Pick em nossa cobertura de Petróleo & Gás.

### Blau (BLAU3)

---

Após uma queda de 34% no acumulado do ano, em parte devido aos resultados trimestrais um pouco abaixo do consenso, acreditamos que a BLAU agora oferece um bom ponto de entrada, negociando a 11x P/L para 2022. Focado em medicamentos de alta complexidade, e como pioneiro na biotecnologia no Brasil, gostamos da tese: (i) fortes perspectivas de crescimento do mercado farmacêutico hospitalar local; (ii) grandes barreiras de entrada (complexidade de produção + protocolos exigentes por regulador + integração vertical); (iii) retornos elevados (ROIC 30%; ROE 22%); e (iv) grande *pipeline* de novos remédios em desenvolvimento. Após resultados ruins no 4T21, vemos melhores perspectivas pela frente (principalmente no segundo semestre), impulsionado pela recente valorização do real (+80% das matérias-primas são importadas, o que significa que mais de 75% dos custos da BLAU são denominados em dólares) e mais entregas de alfaepoetina (ganhou recentemente a licitação para vender esse remédio ao governo). Reiteramos nossa Compra.

### Desktop (DESK3)

---

A Desktop é a principal provedor de serviços de Internet (ISP) em São Paulo, o estado mais rico do Brasil. A Desktop está se movendo rapidamente. Desde que o fundo de private equity H.I.G se tornou acionista controlador em 20 de fevereiro, ele fez grandes e ousados movimentos comprando grandes operações de qualidade que combinam perfeitamente com as suas. Talvez mais interessante, vemos outras oportunidades em ISPs de médio porte (50-100 mil clientes) para Desktop perseguir no curto prazo. A 4,6x EV/EBITDA 2022E, a Desktop é negociada com um grande desconto para ISPs globais (~13,5x) e empresas de telecomunicações globais integradas (6,7x), que não estão crescendo. Comparado com os outros dois ISPs listados, a Desktop é negociada com prêmio para Unifique (5,1x) e com desconto para Brisanet (6,9x).

### Minerva (BEEF3)

---

Acreditamos que há uma história de valor brilhante para a Minerva à frente e, portanto, estamos adicionando a BEEF3 ao nosso portfólio 10SIM. Em primeiro lugar, há o componente do ciclo, com o Brasil à beira de uma reviravolta no ciclo do gado. Mas mais do que as melhorias do ciclo passado, acreditamos que a quantidade de gado disponível para abate aumentará significativamente, o que significa que esperamos que o próximo ciclo seja ainda mais forte do que os anteriores. Em segundo lugar, há o componente de preço, com a demanda por carne bovina brasileira e sul-americana permanecendo forte e apoiando os preços em alta no ano passado. Isso é um bom presságio para as margens e também deve significar receitas mais fortes, impulsionando o crescimento do resultado final. Em terceiro lugar, há geração de valor, com a presença de produção e experiência comercial do Minerva mais fortes do que nunca, além de apresentar um de seus balanços mais fortes já registrados. E por fim, há o valuation, com as ações negociadas com desconto de 10% em relação

ao histórico com base no EV/EBITDA 22 ou 14% em 2023, apesar da maior disciplina de alocação de capital. Reiteramos a Compra.

### Iguatemi (IGTI11)

---

A empresa vem apresentando resultados sólidos em todos os aspectos, já que a “normalização” das operações dos shoppings (após a flexibilização das restrições do Covid-19) tem sido uma ótima para os shoppings de alta renda (certamente o caso do Iguatemi). No 1T22, a Iguatemi apresentou sólido crescimento de SSS (+14,6% vs. 1T19 e 23% vs. níveis pré-Covid em março), refletindo a melhor capacidade operacional de seus shoppings e o sólido desempenho das varejistas de luxo (as vendas de artigos de luxo foram impulsionadas por maiores poupanças de indivíduos de alta renda e restrições de viagens internacionais). O Iguatemi possui um portfólio premium de shopping centers, principalmente voltados para consumidores AAA (mais resilientes ao cenário macro mais difícil), enquanto seu valuation é atraente (~12x P/FFO 2022E).

### Omega Energia (MEGA3)

---

Após a fusão da Ômega G com a Ômega D e a produção eólica abaixo do esperado no 2S21, a empresa está em processo de reconquista da confiança dos investidores. No entanto, acreditamos que a incorporação melhorou a governança corporativa, reduzindo o risco de transações com partes relacionadas e trará ganhos de eficiência em termos de custos e tributação. Além disso, a empresa já divulgou a produção eólica real no 1T, que atingiu 1.525GWh, bastante estável a/a e próxima das projeções de P50, o que deve refletir em resultados decentes no 1T. A Omega é um dos nomes mais baratos em nossa cobertura, sendo negociado a uma TIR real de 12%, o que parece exagerado em nossa opinião. Com todo o barulho em torno das energias renováveis, vemos a Omega como um ativo muito valioso e um potencial candidato a fusões e aquisições em algum momento.

### Locaweb (LWSA3)

---

Vemos as ações negociadas sendo negociadas a 12x EBITDA e 2,1x vendas em 2022E, um grande desconto para VTEX, Shopify e BigCommerce, embora a Locaweb cresça em ritmo semelhante. O preço atual da ação de ~R\$7 é um bom ponto de entrada, e com as margens chegando em um patamar que parecem ser o piso, sentimos que agora pode ser a hora de comprar as ações. A empresa está entregando o crescimento (na verdade, eles nunca deixaram de entregar). E quando as margens começarem a subir, acreditamos que a ação terá uma sólida performance.

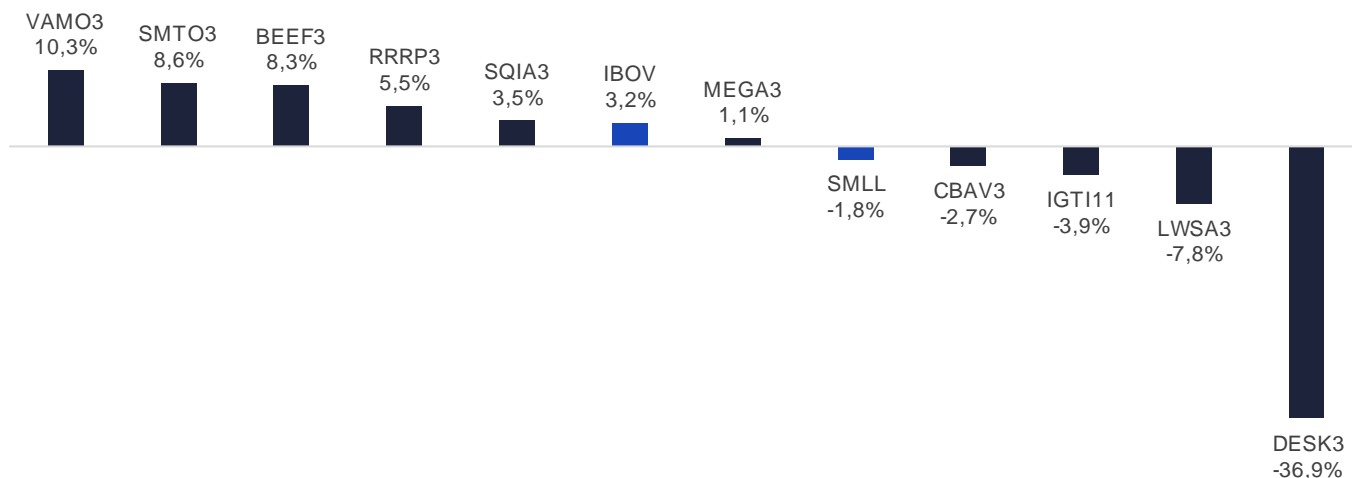
### CBA (CBAV3)

---

Estamos mantendo a CBA em nosso portfólio, pois vemos o papel como um dos principais beneficiados das tendências globais de descarbonização e transição energética sob nossa cobertura, tanto de curto quanto de longo prazo. Os preços do alumínio estão atualmente em ~US\$ 2.900/t (abaixo do potencial), ainda não refletindo 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. A longo prazo, à medida que a China avança com sua agenda de descarbonização, limitando a produção de alumínio a 45Mtpa, esperamos que os mercados se movam continuamente para déficits estruturais – os preços podem continuar subindo. A CBA se diferencia por utilizar 100% de fontes renováveis de energia em seu processo produtivo – pronta para capitalizar a tendência futura de descarbonização global. Esta é uma das ações temáticas mais interessantes sob nossa cobertura, com uma indústria baseada em anos de excesso de oferta e baixos retornos para uma realidade muito mais saudável estruturalmente. A CBA é negociada a ~3,3x EV/EBITDA 22, um desconto não merecido de 30-40% aos pares, em nossa opinião.

## Rentabilidade Histórica:

Gráfico 12: Performance por ação em Maio de 2022

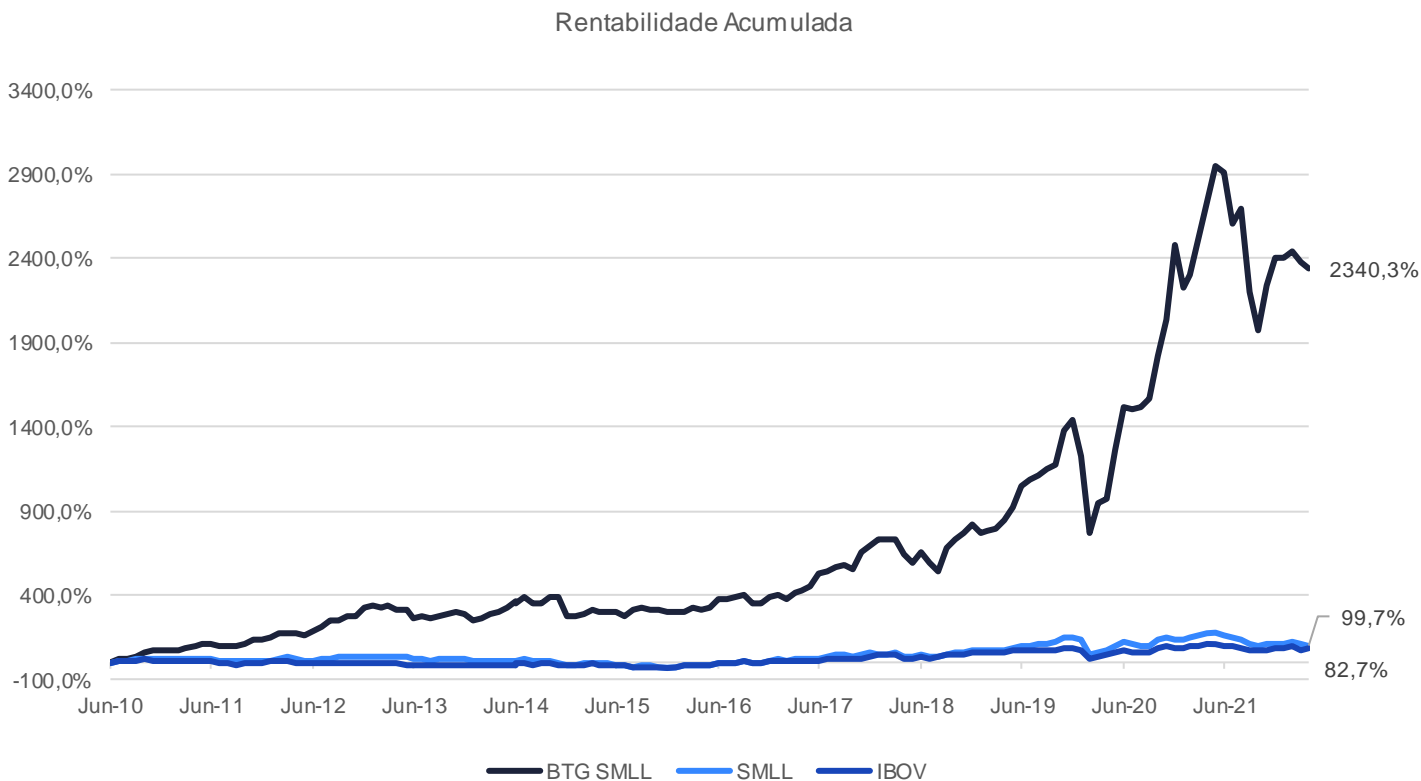


Fonte: BTG Pactual e Economática

## Performance Histórica:

No mês de Maio, a carteira BTG SMLL apresentou uma performance de -1,4%, contra uma performance de -1,8% do índice SMLL e de +3,2% do IBOV. Desde julho de 2010, a carteira acumula uma rentabilidade de 2.340,3%, contra 99,7% do SMLL e 82,7% do IBOV.

Gráfico 13: Performance Histórica (desde outubro de 2009)



Fonte: BTG Pactual e Economática

**Tabelas de Performance Histórica:**

BTG SMALL	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	BTG SMLL no ano	SMLL no ano	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%	-2,8%	-1,4%								4,3%	-4,0%	2340,3%	99,7%	82,7%

Fonte: BTG Pactual e Economática



## Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

## Disclaimer 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 em quadrado 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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.asp)*