



Carteira Recomendada de Ações – Small Caps

Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Julho 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

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 Ibovespa está extremamente descontado

O Ibovespa sofreu uma grande correção em junho, caindo 11,5% em reais e 19,4% em dólares, desempenho fortemente abaixo do S&P500 (-8,4%) e assim chegando a um ótimo ponto de entrada, dado o seu valuation descontado. As ações locais (ex-Petro & Vale) estão sendo negociadas a 8,4x P/L projetado de 12 meses, ou 6,9x com Petro&Vale, e o prêmio para manter ações (~6%) é o mais alto em 12 anos.

Os recém-chegados

Santos Brasil, Intelbras, Alupar e Banco ABC são as novidades deste mês.

Quem fica e quem sai

Minerva, Desktop, Locaweb, Sinqia, 3R Petroleum e Blau mantêm suas posições, enquanto Simpar, CBA, Omega e Iguatemi 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 |
| Intelbras | INTB3 | 10% | 33 | 8.095 | 15,7x | 12,2x | 17,7x | 12,0x | 3,6x | 3,0x |
| Minerva | BEEF3 | 10% | 83 | 7.753 | 4,8x | 4,5x | 13,1x | 8,2x | 5,0x | 4,9x |
| Alupar | ALUP11 | 10% | 23 | 7.739 | 7,8x | 7,6x | 13,8x | 11,0x | 1,1x | 1,1x |
| 3R Petroleum | RRRP3 | 10% | 150 | 7.121 | 5,7x | 2,2x | n.a. | 3,3x | 1,7x | 1,0x |
| Santos Brasil | STBP3 | 10% | 24 | 5.625 | 7,9x | 6,3x | 14,7x | 12,6x | 2,3x | 2,1x |
| Blau | BLAU3 | 10% | 9 | 4.496 | 7,1x | 6,2x | 11,5x | 9,8x | 2,3x | 2,0x |
| Banco ABC | ABCB4 | 10% | 11 | 3.421 | n.a. | n.a. | 4,4x | 4,0x | 0,7x | 0,6x |
| Locaweb | LWSA3 | 10% | 91 | 3.302 | 7,7x | 4,4x | 24,9x | 18,0x | 1,1x | 1,0x |
| Sinqia | SQIA3 | 10% | 16 | 1.343 | 11,1x | 9,1x | 35,2x | 23,4x | 2,5x | 2,3x |
| Desktop | DESK3 | 10% | 6 | 688 | 4,2x | 3,3x | 8,8x | 4,9x | 0,7x | 0,6x |

Fonte: BTG Pactual e Econômica

As ações brasileiras estão extremamente baratas

O Ibovespa sofreu uma grande correção em junho, caindo 11,5% em reais e 19,4% em dólares, desempenho fortemente abaixo do S&P500 (-8,4%). Embora seja improvável que o Ibovespa (ou maioria dos índices de mercados emergentes) sejam negociados completamente dissociados do S&P500, o fato é que o índice brasileiro em dólares (o EWZ) está próximo de seu menor patamar em 5 anos, em forte contraste com o S&P500 (gráficos 1-2).

Gráfico 1: Desempenho do S&P500



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

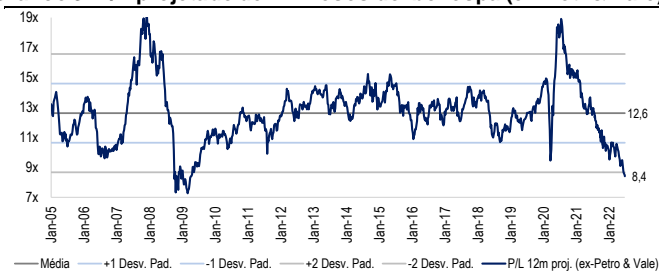
Gráfico 2: Desempenho EWZ



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

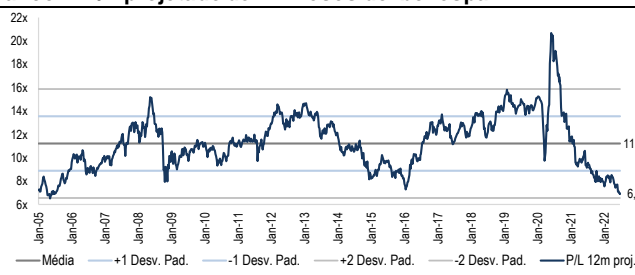
Após a correção de junho, o Ibovespa está sendo negociado a um valuation muito atrativo. O Ibovespa (ex-Petrobras e Vale) está negociando a 8,4x P/L projetado de 12 meses, dois desvios padrão abaixo da média histórica (gráfico 3) e um dos níveis mais baixos dos últimos anos – o P/L projetado de 12 meses, incluindo Petrobras e Vale, é de apenas 6,9x.

Gráfico 3: P/L projetado de 12 meses do Ibovespa (ex-Petr & Vale)



Fonte: estimativas BTG Pactual

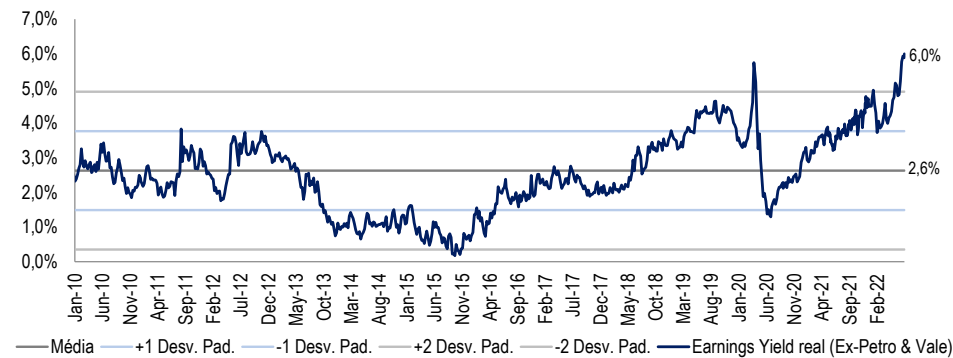
Gráfico 4: P/L projetado de 12 meses do Ibovespa



Fonte: do BTG Pactual

Enquanto os juros reais de longo prazo subiram em junho e encerraram o mês em alta de 5,9%, acima dos 5,7% de maio, os valuations parecem atraentes. O prêmio para manter ações, medido como o inverso do P/L menos as taxas de juros reais de 10 anos, é de 6,0%, o maior em 12 anos (gráfico 5).

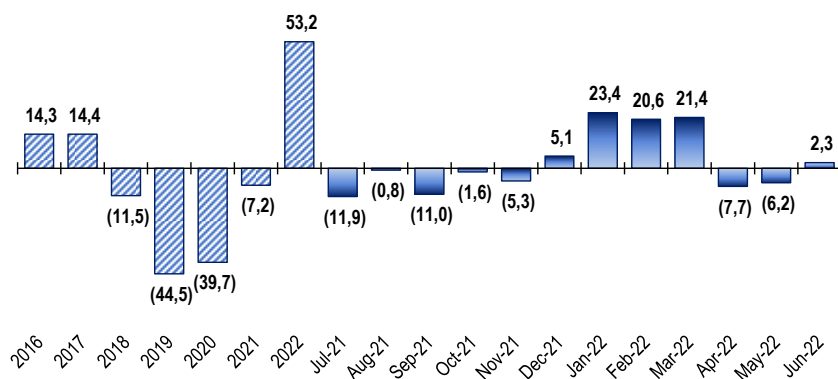
As taxas de juros reais de longo prazo em 5,9% já implicam grandes riscos políticos e fiscais. Como temos argumentado desde o início do ano, vemos espaço para que as taxas reais de longo prazo caiam ainda este ano, principalmente se os principais candidatos presidenciais se comprometerem com políticas econômicas responsáveis.

Gráfico 5: Earnings yield (L/P menos taxas de juros de 10 anos)


Fonte: Banco Central do Brasil, estimativas do BTG Pactual

Investidores estrangeiros foram compradores líquidos de ações brasileiras em junho

Os estrangeiros retiraram R\$ 6,2 bilhões em maio, após um fluxo de resgates de R\$ 7,7 bilhões em abril, mas foram compradores líquidos em junho no valor de R\$ 2,3 bilhões.

Gráfico 6: Fluxos de investidores estrangeiros (R\$ bi)


Fonte: B3

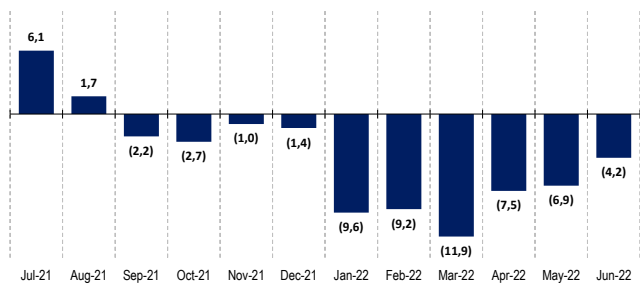
Os recursos continuam saindo do mercado de ações local

Como a Selic continua subindo, os fundos de ações locais sofreram retiradas por mais um mês, o décimo consecutivo, com um fluxo de saída de fundos de ações locais agora em R\$ 49 bilhões no acumulado do ano.

Mas, pelo menos, esse fluxo de saída diminuíram recentemente. Após um fluxo de saída médio de R\$ 10,2 bilhões no 1T22, a média caiu para R\$ 7,3 bilhões em abril/maio e R\$ 4,2 bilhões em junho. Como o ciclo de subida da Selic parece estar perto do fim, vemos as saídas desacelerando ainda mais nos próximos meses.

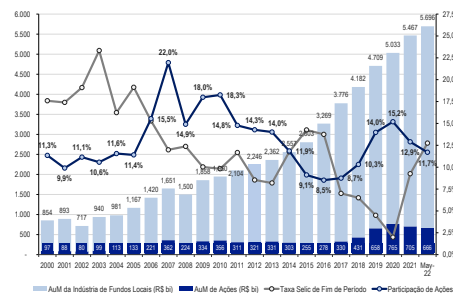
Com um fluxo de resgates total de R\$ 49 bilhões no acumulado do ano, a exposição a ações dos fundos de multimercados locais caiu para 11,7% em maio, abaixo dos 15,7% em maio de 2021.

Gráfico 7: Fundos de ações - Captações líquidas mensais



Fonte: Anbima, estimativas do BTG Pactual

Gráfico 8: Alocação de fundos locais



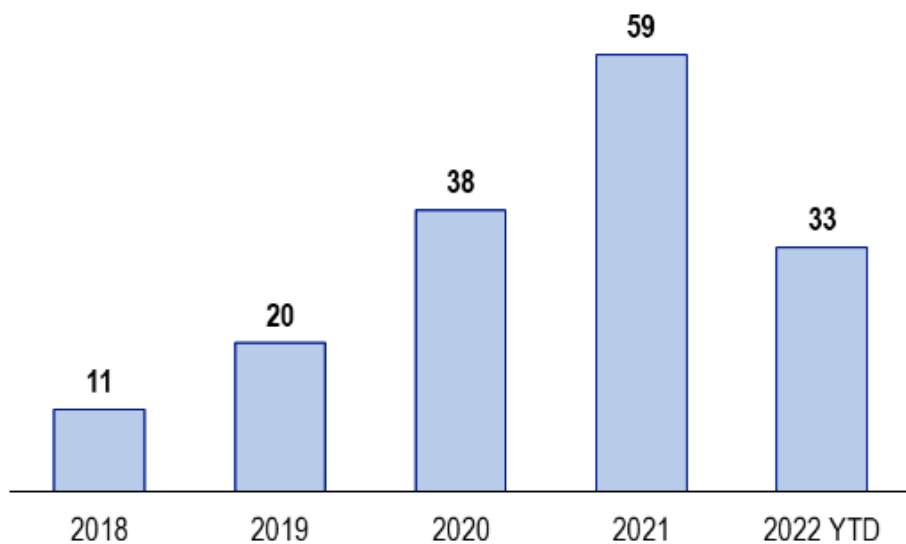
Fonte: Banco Central do Brasil, estimativas do BTG Pactual

Raio-X de recompras de ações

Analizamos as recompras de ações no Brasil nos últimos 5 anos e neste relatório destacamos as empresas mais consistentes em anunciar e implementar os maiores programas. Analizamos 161 programas anunciados por 78 empresas nos últimos 5 anos – 107 já foram concluídos e 54 ainda estão em aberto.

As empresas brasileiras intensificaram as recompras nos últimos anos, com 59 programas anunciados em 2021 vs. 38 em 2020 e 20 em 2019. Em 2022, foram anunciados 33 programas até o momento.

Gráfico 9: Programas de recompra por ano



Fonte: estimativas do BTG Pactual

O tamanho médio dos programas de recompra de ações é de 5% das ações em circulação

De acordo com a legislação brasileira do mercado de capitais, as companhias listadas podem anunciar programas de recompra de até 10% do total de suas ações em circulação. Uma vez executado o programa (ou encerrado pela empresa), um novo poderá ser aberto, novamente limitado a 10% das ações em circulação no momento do anúncio.

O tamanho médio dos 161 programas de recompra que analisamos foi de 5% do total de ações em circulação. Destas, 17 empresas anunciaram programas destinados a comprar, em média, 9-10% de suas ações em circulação, embora apenas

algumas delas tenham comprado mais de 50% das ações incluídas no programa, enquanto outras abriram programas para recomprar apenas 1% de suas ações em circulação.

As empresas com programas de recompra mais confiáveis

De todos os programas de recompra que analisamos e que já foram concluídos, apenas 44% das empresas recompraram efetivamente mais de 50% das ações do programa.

Algumas empresas têm executado consistentemente a maioria de suas recompras. Mais precisamente, 20 implementaram quase totalmente seus programas, recomprando mais de 90% das ações incluídas no programa, embora vários tenham anunciado pequenos programas ou não tenham sido consistentes na estratégia no passado – anunciando/executando 1 programa nos últimos 5 anos.

Apenas algumas empresas anunciaram e executaram grandes programas de recompra

Os principais destaques são as empresas que anunciaram e efetivamente executaram grandes programas de recompra.

12 empresas divulgaram programas para recomprar mais de 6% de suas ações em circulação, e efetivamente recompraram no mínimo 50% desse valor: ABC, Anima, Cosan, CSN, Direcional, JBS, JSL, Lavvi, Ser Educacional, Sinqia, SYN e Vale (vide tabela abaixo).

Tabela 2: Destaques do nosso banco de dados de recompra

| Empresa | # de programas de recompra | Programas ainda abertos | Programas já encerrados | Tamanho médio do programa (% de ações) | Porcentagem média comprada (programas fechados) |
|-----------------|----------------------------|-------------------------|-------------------------|--|---|
| Abc Brasil | 2 | 1 | 1 | 10% | 93% |
| Anima | 4 | 1 | 3 | 10% | 62% |
| Cosan | 4 | 1 | 3 | 6% | 87% |
| CSN | 3 | 1 | 2 | 6% | 98% |
| Direcional | 2 | 1 | 1 | 10% | 52% |
| JBS | 4 | 1 | 3 | 10% | 64% |
| JSL | 2 | 1 | 1 | 7% | 54% |
| Lawi | 3 | 1 | 2 | 10% | 84% |
| Ser Educacional | 4 | 1 | 3 | 9% | 60% |
| Sinqia | 3 | 1 | 2 | 10% | 60% |
| SYN | 2 | 0 | 2 | 10% | 100% |
| Vale | 3 | 1 | 2 | 6% | 100% |

Fonte: relatórios das empresas, BTG Pactual

A Vale anunciou programas para recomprar, em média, 6% de suas ações em circulação, e implementou integralmente esses programas. Também tem um programa de recompra em andamento para comprar até 10% de suas ações em circulação, e até agora recomprou 4% das ações.

Também destacamos a JBS, que nos últimos 5 anos anunciou 4 programas, todos para recomprar até 10% de suas ações em circulação – em média, recomprou 64% das ações incluídas nos 3 programas já fechados. Na última, concluída em 22 de maio, a JBS comprou 100% das ações. Também tem um programa recém-lançado (iniciado em 11 de maio) para comprar até 10% das ações em circulação.

A Cosan também anunciou quatro programas nos últimos anos para recomprar, em média, 6% de suas ações em circulação. Em média, executou 87% dos três programas já fechados. E nos dois últimos programas, recomprou ~100% das ações. A Cosan também possui um programa de recompra em andamento para comprar até 9,39% das ações em circulação, e já executou 70% do programa.

Veja abaixo uma tabela resumindo todas as recompras por empresa

Tabela 3: Recompras por empresa

| Empresa | # de programas de recompra | Programas ainda abertos | Programas já encerrados | Tamanho médio do programa (% de ações) | Porcentagem média comprada (programas fechados) | Empresa | # de programas de | Programas ainda abertos | Programas já encerrados | Tamanho médio do programa (% de ações) | Porcentagem média comprada (programas fechados) |
|--------------------|----------------------------|-------------------------|-------------------------|--|---|--------------------|-------------------|-------------------------|-------------------------|--|---|
| Abc Brasil | 2 | 1 | 1 | 10% | 93% | Lojas Renner | 1 | 0 | 1 | 1% | 25% |
| Ambev | 1 | 1 | 0 | 0% | 87% | M. Dias Branco | 1 | 1 | 0 | 10% | 47% |
| Ambipar | 1 | 1 | 0 | 5% | 0% | Magalu | 3 | 0 | 3 | 3% | 73% |
| Americanas | 2 | 1 | 1 | 3% | 100% | Marfrig | 4 | 0 | 4 | 2% | 99% |
| Anima | 4 | 1 | 3 | 10% | 62% | Meliuz | 1 | 1 | 0 | 10% | 4% |
| Arezzo | 3 | 1 | 2 | 10% | 8% | Melnick | 2 | 0 | 2 | 8% | 46% |
| Armac | 1 | 1 | 0 | 8% | 0% | Metalúrgica Gerdau | 1 | 1 | 0 | 10% | 0% |
| Aura Minerals | 1 | 1 | 0 | 10% | 11% | Minerva | 2 | 0 | 2 | 7% | 50% |
| Azul | 2 | 1 | 1 | 1% | 15% | MRV | 2 | 0 | 2 | 5% | 0% |
| Banco Inter | 2 | 1 | 1 | 3% | 10% | Multiplan | 2 | 0 | 2 | 3% | 83% |
| Bemobi | 2 | 1 | 1 | 4% | 100% | Natura | 3 | 0 | 3 | 2% | 76% |
| BK Brasil | 1 | 0 | 1 | 1% | 100% | Odontoprev | 4 | 1 | 3 | 4% | 98% |
| BR Properties | 3 | 1 | 2 | 4% | 100% | Porto Seguro | 4 | 1 | 3 | 7% | 0% |
| Bradesco | 4 | 1 | 3 | 1% | 29% | Positivo | 3 | 1 | 2 | 4% | 64% |
| BRF | 2 | 1 | 1 | 1% | 64% | Qualicorp | 1 | 0 | 1 | 4% | 63% |
| Brisanet | 1 | 1 | 0 | 10% | 12% | RaiaDrogasil | 2 | 0 | 2 | 0% | 50% |
| Cogna | 1 | 1 | 0 | 5% | 7% | Randon | 2 | 1 | 1 | 5% | 100% |
| Cosan | 4 | 1 | 3 | 6% | 87% | Rumo | 1 | 0 | 1 | 1% | 17% |
| CSN | 3 | 1 | 2 | 6% | 98% | Santander | 3 | 1 | 2 | 1% | 24% |
| CSN Mineração | 3 | 1 | 2 | 1% | 95% | Santos Brasil | 1 | 1 | 0 | 10% | 0% |
| CVC | 1 | 0 | 1 | 5% | 4% | Sao Carlos | 4 | 1 | 3 | 4% | 16% |
| Dexco | 2 | 0 | 2 | 4% | 100% | São Martinho | 1 | 0 | 1 | 7% | 44% |
| Direcional | 2 | 1 | 1 | 10% | 52% | Sequoia | 1 | 1 | 0 | 5% | 73% |
| Embraer | 1 | 0 | 1 | 1% | 22% | Ser Educacional | 4 | 1 | 3 | 9% | 60% |
| Energias do Brasil | 3 | 1 | 2 | 6% | 99% | Simpar | 3 | 1 | 2 | 8% | 46% |
| Eztec | 4 | 1 | 3 | 6% | 40% | Sinqia | 3 | 1 | 2 | 10% | 60% |
| Gerdau | 2 | 1 | 1 | 3% | 100% | SLC Agrícola | 2 | 1 | 1 | 2% | 100% |
| Gol | 1 | 0 | 1 | 1% | 100% | Sul America | 2 | 0 | 2 | 4% | 84% |
| Grupo Soma | 1 | 1 | 0 | 6% | 0% | Suzano | 1 | 1 | 0 | 3% | 2% |
| Hapvida | 2 | 1 | 1 | 10% | 15% | SYN | 2 | 0 | 2 | 10% | 100% |
| Hypera | 3 | 1 | 2 | 2% | 48% | Telefônica Brasil | 2 | 1 | 1 | 10% | 33% |
| Irani | 1 | 1 | 0 | 8% | 34% | Totvs | 2 | 0 | 2 | 1% | 78% |
| IRB Brasil | 1 | 0 | 1 | 5% | 19% | Tupy | 1 | 1 | 0 | 6% | 0% |
| Itaú Unibanco | 1 | 0 | 1 | 3% | 0% | Unifque | 2 | 1 | 1 | 5% | 100% |
| JBS | 4 | 1 | 3 | 10% | 64% | Vale | 3 | 1 | 2 | 6% | 100% |
| JSL | 2 | 1 | 1 | 7% | 54% | Via | 1 | 0 | 1 | 1% | 100% |
| Lawi | 3 | 1 | 2 | 10% | 84% | Vibra | 1 | 1 | 0 | 10% | 32% |
| Localiza | 3 | 1 | 2 | 9% | 5% | Wilson Sons | 1 | 1 | 0 | 2% | 0% |
| Locaweb | 1 | 0 | 1 | 1% | 100% | Yduqs | 1 | 1 | 0 | 7% | 25% |

Fonte: relatórios das empresas, BTG Pactual

Carteira Recomendada de Ações – Small Caps:

Santos Brasil, Intelbras, Alupar e Banco ABC são as novidades deste mês. Minerva, Desktop, Locaweb, Sinqia, 3R Petroleum e Blau mantêm suas posições, enquanto Simpar, CBA, Omega e Iguatemi saem.

| Junho | | | | Julho | | | |
|---------------|--------------------|--------|----------|---------------|------------------|--------|----------|
| Empresa | Setor | Ticker | Peso (%) | Empresa | Setor | Ticker | Peso (%) |
| Blau | Saúde | BLAU3 | 10% | Intelbras | Tecnologia | INTB3 | 10% |
| Simpar | Transporte | SIMH3 | 10% | Minerva | Alimentos | BEEF3 | 10% |
| CBA | Metais & Mineração | CBAV3 | 10% | Alupar | Serviços Básicos | ALUP11 | 10% |
| 3R Petroleum | Petróleo & Gás | RRRP3 | 10% | 3R Petroleum | Petróleo & Gás | RRRP3 | 10% |
| Minerva | Alimentos | BEEF3 | 10% | Santos Brasil | Infraestrutura | STBP3 | 10% |
| Omega Energia | Serviços Básicos | MEGA3 | 10% | Blau | Saúde | BLAU3 | 10% |
| Locaweb | Tecnologia | LWSA3 | 10% | Banco ABC | Bancos | ABCB4 | 10% |
| Iguatemi | Shoppings | IGTI11 | 10% | Locaweb | Tecnologia | LWSA3 | 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 | | P/V | |
|---------------|--------|------|------------------------------|----------------------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2022E | 2023E | 2022E | 2023E | 2022E | 2023E |
| Intelbras | INTB3 | 10% | 33 | 8.095 | 15,7x | 12,2x | 17,7x | 12,0x | 3,6x | 3,0x |
| Minerva | BEEF3 | 10% | 83 | 7.753 | 4,8x | 4,5x | 13,1x | 8,2x | 5,0x | 4,9x |
| Alupar | ALUP11 | 10% | 23 | 7.739 | 7,8x | 7,6x | 13,8x | 11,0x | 1,1x | 1,1x |
| 3R Petroleum | RRRP3 | 10% | 150 | 7.121 | 5,7x | 2,2x | n.a. | 3,3x | 1,7x | 1,0x |
| Santos Brasil | STBP3 | 10% | 24 | 5.625 | 7,9x | 6,3x | 14,7x | 12,6x | 2,3x | 2,1x |
| Blau | BLAU3 | 10% | 9 | 4.496 | 7,1x | 6,2x | 11,5x | 9,8x | 2,3x | 2,0x |
| Banco ABC | ABCB4 | 10% | 11 | 3.421 | n.a. | n.a. | 4,4x | 4,0x | 0,7x | 0,6x |
| Locaweb | LWSA3 | 10% | 91 | 3.302 | 7,7x | 4,4x | 24,9x | 18,0x | 1,1x | 1,0x |
| Sinqia | SQIA3 | 10% | 16 | 1.343 | 11,1x | 9,1x | 35,2x | 23,4x | 2,5x | 2,3x |
| Desktop | DESK3 | 10% | 6 | 688 | 4,2x | 3,3x | 8,8x | 4,9x | 0,7x | 0,6x |

Fonte: BTG Pactual e Econômica

Intelbras (INTB3)

A ação combina crescimento e valor. Em 2010, a receita líquida mal superou R\$ 300 milhões, mas ultrapassou R\$ 3 bilhões em 2021, alta de 9,5x. Na última década, a média de crescimento anual da receita foi de 21%, mantendo-se em dois dígitos a cada ano (mesmo em anos de PIB mais baixo). Igualmente impressionante é a lucratividade forte e consistente de retorno aos acionistas. Está sendo negociado a 12x o lucro de 2023E, um valuation muito atraente para uma empresa em constante crescimento e com alto ROIC e ROE.

Sinqia (SQIA3)

Vemos o preço das ações excessivamente descontado. Se atualizarmos o EBITDA da empresa (R\$ 36,2 milhões) e somarmos os números completos de LOTE45 e Mercer (consolidado somente em fevereiro), alcançamos um EBITDA proforma atualizado de R\$ 151 milhões, o que significa que a Sinqia está sendo negociada a um EV/EBITDA atrativo de 11x. Uma vez que as novas aquisições estão crescendo mais rápido que a Sinqia e com maior lucratividade, esperamos que a Sinqia acelere seu crescimento orgânico e aumente as margens com as empresas recém-adquiridas aumentando sua participação na receita consolidada nos próximos anos.

3R Petroleum (RRRP3)

Estamos mantendo a RRRP no portfólio. Os rumores recentes do setor de aumentos nos impostos provocaram uma grande queda das ações, que consideramos injustificada. Os resultados operacionais estão melhorando rapidamente, o Brent ainda está em alta no acumulado do ano (+40%) e os contratos do preço do petróleo de longo prazo também estão em alta vs. o início do ano, reforçando a tese de investimento. Mesmo assumindo curvas de produção menores do que as implícitas em seus relatórios de certificação de reservas, e pressupostos conservadores do preço do petróleo no longo prazo, o potencial de queda das ações é mínima. A partir de um ponto de vista de múltiplo de reservas, a ação está sendo negociada com +20% de desconto em relação aos pares da América Latina. A empresa simboliza o renascimento da revitalização dos ativos petrolíferos *onshore* e de ativos de águas rasas. E como uma das poucas empresas listadas, oferece o valor de escassez. Também oferece menor risco de execução do que sua curta vida útil de ~ 2 anos sugere. Ao focar em produção ao invés de exploração, e apostando em técnicas convencionais de revitalização já bem aceitas em toda a indústria do petróleo, a RRRP deve executar o básico. Após uma estratégia de aquisições bem-sucedida suportada por um múltiplo de entrada muito baixo, a companhia agora está pronta para embarcar em uma nova fase de crescimento orgânico. Com vários catalisadores esperados no curto prazo, a ação deve fechar gradativamente o desconto para seus pares, e assim reiteramos o nome como nossa escolha principal em nossa cobertura de Petróleo & Gás.

Blau (BLAU3)

Após uma queda de 30% 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 em ~11x P/L 2022. Focado em medicamentos de alta complexidade, e como pioneira da biotecnologia no Brasil, gostamos do investimento no case: (i) fortes perspectivas de crescimento do mercado farmacêutico hospitalar local; (ii) grande barreira 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 medíocres no 4T21, vemos um momento melhor de resultados (principalmente no 2º semestre), impulsionado pela recente valorização do real (+80% dos materiais são importados, o que significa que mais de 75% dos custos da BLAU são denominados em dólar) e mais entregas de alfaepoetina (ganhou recentemente a licitação para vender este medicamento ao governo). Reiteramos nossa recomendação de Compra.

Desktop (DESK3)

É o principal provedor de serviços de internet (ISP) em São Paulo, o estado mais rico do Brasil. A Desktop está se movendo rapidamente. Na verdade, desde que o fundo de private equity H.I.G tornou-se acionista controlador em Fev/20, foram feitos ousados movimentos corporativos ao comprar operações grandes e de alta qualidade que combinam perfeitamente com as próprias operações da Desktop. Talvez mais interessante, vemos oportunidades de aquisição em empresas ISPs de médio porte (50 a 100 mil clientes) no curto prazo. A 4,2x EV/EBITDA em 2022E, a Desktop é negociado com grande desconto para ISPs globais (13,6x) e empresas telecomunicações globais integradas (6,5x), que não estão crescendo. Em comparação com os outros dois ISPs listados, as ações são negociadas a um prêmio para a Unifique (3,0x) e com desconto para a Brisanet (5,8x).

Minerva (BEEF3)

Vemos uma história de valor brilhante e, portanto, estamos mantendo a Minerva em nosso portfólio. Em primeiro lugar, há o componente de ciclo, com o Brasil à beira de uma inversão no ciclo do gado. Mas mais do que as melhorias do ciclo anterior, 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 do preço da carne, com a demanda por carne bovina brasileira e sul-americana permanecendo forte e suportando uma alta de preços no ano passado. Isso é um bom presságio para as margens e deve significar receitas mais fortes, impulsionando o crescimento do lucro líquido. Em terceiro lugar, há os resultados, com a capacidade de produção e experiência comercial

da Minerva mais forte do que nunca, ao mesmo tempo que ostenta um dos seus balanços patrimoniais mais fortes já registrados. E, finalmente, há o valuation, com as ações sendo negociadas com um desconto de 13% em relação aos níveis históricos baseados no EV/EBITDA em 2022 (ou 16% para 2023) apesar da maior disciplina de alocação de capital. Reiteramos a Compra.

Alupar (ALUP11)

Nós a vemos como um dos melhores nomes defensivos para navegar o atual momento de mercado. Com a conclusão da maior parte de seu ciclo de investimentos, a empresa oferece forte geração de fluxo de caixa e proteção decente contra a inflação. Também a vemos sendo negociada a uma TIR real de 9,3%, de longe a mais atrativa no segmento de transmissão. Com um balanço mais forte, vemos espaço para a Alupar começar a pagar dividendos maiores, o que deve ajudar o nome a apresentar uma contração em sua TIR real. Também sinalizamos seu sólido histórico em alocação de capital. Recentemente, a Aneel sediou um dos maiores leilões de transmissão em anos, e a Alupar – em consórcio com EQTL e Mercury (Perf in) – participou com lances disciplinados, mas que acabou perdendo para competidores mais agressivos.

Santos Brasil (STBP3)

Nossa visão otimista de longo prazo é respaldada por (i) um melhor ambiente regulatório na indústria portuária; (ii) melhor dinâmica competitiva em Santos, criando condições de preços favoráveis para a empresa; (iii) perspectiva positiva do setor portuário/infraestrutura; e (iv) um sólido balanço patrimonial, sustentado por sua posição líquida de caixa. No curto prazo, vemos isso sustentando margens saudáveis no negócio de contêineres, auxiliadas por um desempenho resiliente de volume em Santos. Perto do final do ano, o mercado deve mudar seu foco para uma grande renovação de contrato com um cliente importante (~60% dos volumes), que esperamos que seja um evento positivo. Negociando com TIR real de 11,2%, vemos a tese tornando-se ainda mais atraente para os investidores.

Locaweb (LWSA3)

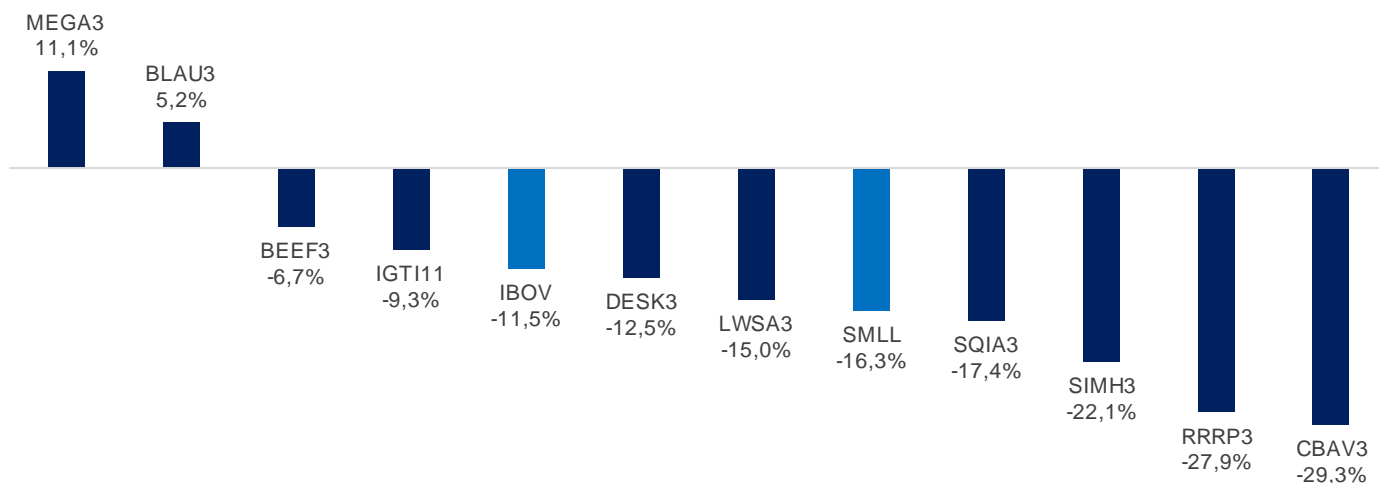
Vemos as sendo negociadas em 18x o lucro de 2023E, um grande desconto para VTEX, Shopify e BigCommerce, embora a Locaweb cresça em ritmo semelhante. O preço atual da ação de R\$ 5,60 é um bom ponto de entrada, com margens chegando aos seus níveis mais baixos, sentimos que agora pode ser a hora de comprar. A empresa está entregando crescimento (na verdade, nunca foi entregue de forma insuficiente), e acreditamos que a ação responderá bem assim que as margens começarem a subir.

Banco ABC (ABCB4)

Acreditamos que o ABC Brasil tem boa chance de entregar cerca de R\$ 800 milhões de lucro líquido este ano, implicando um P/L de 2022 muito barato de 4,4x, com um *dividend yield* de 9% (assumindo um payout de 40%). Depois de aumentar os lucro em ~80% em 2021, o lucro líquido pode crescer mais 40% em 2022. 15,5% de ROE surpreendeu positivamente no primeiro trimestre e projetamos o mesmo para o resto do ano. E com uma Selic mais alta e uma dinâmica de ativos saudável no segmento corporativo, o ROE poderia até se aproximar de 17%. O banco elevou a qualidade de seus resultados. E mesmo que as taxas de juros caíam, não projetamos mais um ROE de um dígito. Agora esperamos 16-17% (vs. os 14-15% que esperávamos alguns anos atrás). Gostamos da gestão do ABC. O banco tem grande credibilidade, um *funding* sólido e uma marca forte. E as ações são negociadas com um grande desconto sobre o patrimônio líquido (0,7x P/VP), que combinado com o momento favorável dos lucros reforça nossa visão positiva e que a ação merece ser uma de nossas Top Picks em Small Caps.

Rentabilidade Histórica:

Gráfico 10: Performance por ação em Junho de 2022

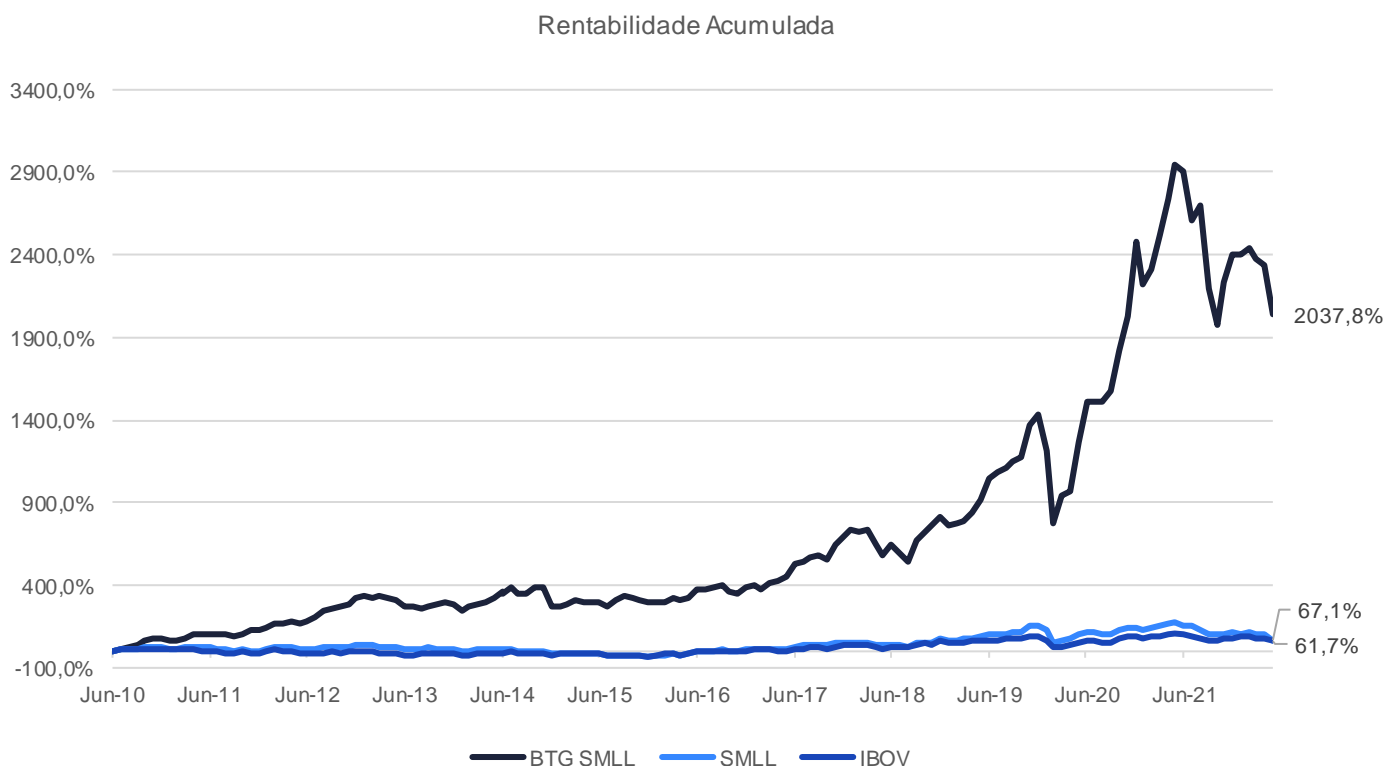


Fonte: BTG Pactual e Econômica

Performance Histórica:

No mês de Junho, a carteira BTG SMLL apresentou uma performance de -12,4%, contra uma performance de -16,3% do índice SMLL e de -11,5% do IBOV. Desde julho de 2010, a carteira acumula uma rentabilidade de 2.037,8%, contra 67,1% do SMLL e 61,7% do IBOV.

Gráfico 11: Performance Histórica (desde outubro de 2009)



Fonte: BTG Pactual e Econômica

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% | -12,4% | | | | | | | -8,6% | -17,8% | 2037,8% | 67,1% | 61,7% |

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 de sendo 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