



# Carteira Recomendada de Ações – Small Caps

## Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Agosto 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

#### As ações brasileiras estão sendo negociadas a preços atrativos

Embora o Ibovespa tenha se saído bem em julho (+4,7% em BRL; +4,8% em USD), ainda teve um desempenho muito abaixo do S&P500 (+9,1%), e isso depois de uma queda de 19% em USD em junho (vs. -8,4% para S&P). O fraco desempenho do Ibovespa nos últimos dois meses acentuou a diferença de valuation entre as ações brasileiras e outros mercados de melhor desempenho, deixando o índice brasileiro (em dólares) próximo ao seu nível mais baixo em 5 anos.

#### Os recém-chegados

Burger King e Mater Dei são as novidades deste mês.

#### Quem fica e quem sai

Minerva, Desktop, 3R Petroleum, Locaweb, Santos Brasil, Intelbras, Sinqia e Banco ABC mantêm suas posições, enquanto Alupar e Blau 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%  | 27                           | 8.908                | 16,4x     | 12,3x | 18,0x | 14,0x | 3,9x  | 3,2x  |
| Minerva       | BEEF3  | 10%  | 71                           | 7.653                | 4,8x      | 4,5x  | 12,9x | 8,1x  | 4,9x  | 4,9x  |
| 3R Petroleum  | RRRP3  | 10%  | 158                          | 6.892                | 5,5x      | 2,1x  | n.a.  | 3,2x  | 1,7x  | 1,0x  |
| Santos Brasil | STBP3  | 10%  | 20                           | 5.625                | 7,9x      | 6,3x  | 14,7x | 12,6x | 2,3x  | 2,1x  |
| Locaweb       | LWSA3  | 10%  | 77                           | 3.993                | 11,1x     | 6,6x  | 30,0x | 21,7x | 1,3x  | 1,2x  |
| Banco ABC     | ABCB4  | 10%  | 12                           | 3.798                | n.a.      | n.a.  | 4,9x  | 4,4x  | 0,7x  | 0,7x  |
| Mater Dei     | MATD3  | 10%  | 3                            | 3.120                | 5,9x      | 4,2x  | 15,5x | 10,5x | n.a.  | n.a.  |
| Burger King   | BKBR3  | 10%  | 9                            | 1.694                | 6,3x      | 4,6x  | n.a.  | 24,7x | 1,1x  | 1,1x  |
| Sinqia        | SQIA3  | 10%  | 10                           | 1.468                | 12,5x     | 10,1x | 38,5x | 25,5x | 2,7x  | 2,5x  |
| Desktop       | DESK3  | 10%  | 3                            | 851                  | 6,2x      | 4,6x  | 12,8x | 8,5x  | 0,9x  | 0,8x  |

Fonte: BTG Pactual e Econormática

## As ações brasileiras estão atraentes

Embora o Ibovespa tenha apresentado um bom desempenho em julho (+4,7% em reais; +4,8% em dólares), ele ainda teve um desempenho muito inferior ao S&P500 (+9,1%). E isso depois do Ibovespa ter caído 19% em USD em junho (vs. -8,4% para S&P). O fraco desempenho do Ibovespa nos últimos dois meses acentuou a diferença de valuation entre as ações brasileiras e outros mercados com melhor desempenho. Atualmente, o Ibovespa em dólares (o EWZ) está próximo dos níveis mais baixos dos últimos 5 anos.

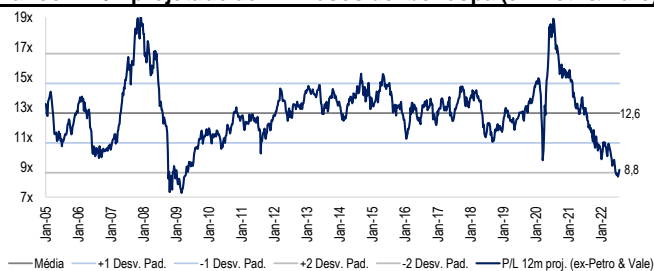
Como os lucros das empresas brasileiras listadas têm sido bastante resilientes ultimamente, os níveis de valuation que estamos vendo agora estão bastante descontados. O Ibovespa está sendo negociado a 7,3x P/L projetado de 12 meses, dois desvios padrão abaixo dos níveis históricos (gráfico 1). A última vez que negociou com tal valuation foi em 2005. Mesmo removendo Petrobras e Vale, os preços permanecem baixos, com o índice em 8,8x P/L projetado de 12 meses, dois desvios padrão abaixo da média. A última vez que o índice (ex-Petro e Vale) foi negociado nesse patamar foi em 2008-09, durante a crise financeira global.

**Gráfico 1: P/L projetado de 12 meses do Ibovespa**



Fonte: Estimativas do BTG Pactual

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



Fonte: Estimativas do BTG Pactual

O baixo desempenho reflete em parte os crescentes riscos eleitorais e fiscais, fazendo com que as taxas de juros reais de longo prazo continuem subindo mês após mês, para níveis vistos apenas em tempos de crise política intensa. Os juros reais de longo prazo subiram um pouco mais em julho e fecharam o mês em 6,2% (vs. 5,9% em junho, 5,7% em maio e 4,3% um ano atrás; gráfico 3).

Embora as taxas reais estejam muito altas, os valuations estão tão baixos que o prêmio para manter ações, medido como o inverso do P/L menos as taxas de juros reais de 10 anos, é um dos mais altos dos últimos 12 anos, em 5,1% (gráfico 4).

Como mencionado anteriormente, as taxas atuais implicam em grande risco político. A clareza sobre o cenário eleitoral (que acontecerá em algum momento de outubro) seguido do anúncio pelo presidente eleito de suas principais políticas econômicas, que esperamos ser responsáveis, não importa quem vença, pode fazer com que o risco político diminua e as taxas de longo prazo se reduzam (ao menos um pouco). Com os valuations nos níveis atuais, esse cenário pode levar a uma alta das ações.

**Gráfico 3: Títulos governamentais de longo prazo (NTN-B 2035)**



Fonte: Banco Central do Brasil, BTG Pactual

**Gráfico 4: Earnings yield (L/P menos taxas de juros de 10 anos)**



Fonte: Banco Central do Brasil, BTG Pactual

## Os resultados das empresas brasileiras listadas estão se mostrando resilientes

Nós estimamos que as empresas brasileiras reportarão uma queda de 2,4% a/a nos lucros consolidados de 2022. Ex-Petrobras e Vale, projetamos que o lucro cresça apenas 0,9% a/a. Ainda mais interessante, nossas projeções de lucro foram revisadas para cima nos últimos 6 meses, com o lucro consolidado de 2022 aumentado em 3,3% e em 0,6% ex-Petrobras e Vale.

Embora ainda estejamos estimando empresas domésticas reportando um crescimento de lucro s em 2022 (+4,7% a/a), reduzimos nossas estimativas para essas empresas em 5,3% nos últimos 6 meses e ainda achamos que os lucros de exportadores de commodities em 2022 cairão (modelamos uma queda a/a de 7,6%), mas menos do que esperávamos 6 meses atrás (aumentamos nossos lucros estimados dos exportadores de commodities em 11,6%).

Para 2023, esperamos que o lucro ex-Petrobras e Vale cresça 9,7% a/a, impulsionado por empresas que vendem, principalmente, no mercado interno (crescimento de 19,5% a/a em 2023). Com a economia prevista para desacelerar em 2023, nossas projeções podem estar mais do lado otimista.

**Tabela 2: Crescimento dos lucros**

|  | 2020    | 2021    | 2022E   | 2023E   | 12m proj. | 2022 vs 2021 | 2023 vs 2022 | 2022 vs 2020 |
|--|---------|---------|---------|---------|-----------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Cobertura BTGP</b>                    | 170.751 | 526.613 | 514.125 | 503.300 | 507.897   | -2,4%        | -2,1%        | 201,1%       |
| <b>Cobertura BTGP (ex-Petr&amp;Vale)</b> | 157.467 | 309.951 | 312.718 | 342.749 | 329.996   | 0,9%         | 9,6%         | 98,6%        |
| <b>Doméstico</b>                         | 156.524 | 223.437 | 233.876 | 279.461 | 260.103   | 4,7%         | 19,5%        | 49,4%        |
| <b>Commodities</b>                       | 14.226  | 303.175 | 280.249 | 223.838 | 247.793   | -7,6%        | -20,1%       | 1869,9%      |
| Agronegócio                              | 4.863   | 8.066   | 12.681  | 14.438  | 13.692    | 57,2%        | 13,9%        | 160,8%       |
| Aéreas                                   | -17.085 | -1.727  | 192     | 192     | 192       | n.a.         | n.a.         | n.a.         |
| Bancos                                   | 65.240  | 89.144  | 105.057 | 113.737 | 110.051   | 17,9%        | 8,3%         | 61,0%        |
| Bens de Capital                          | -296    | 4.890   | 5.588   | 7.282   | 6.562     | 14,3%        | 30,3%        | n.a.         |
| Aluguel de Carros & Logíst.              | 2.702   | 5.216   | 5.386   | 6.847   | 6.226     | 3,3%         | 27,1%        | 99,4%        |
| Educação                                 | -654    | 6       | -70     | 591     | 310       | n.a.         | n.a.         | n.a.         |
| Financeiro (ex-Bancos)                   | 11.553  | 12.537  | 14.669  | 17.423  | 16.253    | 17,0%        | 18,8%        | 27,0%        |
| Alimentos & Bebidas                      | 31.421  | 39.201  | 30.254  | 24.031  | 26.674    | -22,8%       | -20,6%       | -3,7%        |
| Saúde                                    | 4.005   | 3.736   | 5.427   | 9.072   | 7.524     | 45,2%        | 67,2%        | 35,5%        |
| Infraestrutura                           | 661     | 2.764   | 3.568   | 4.328   | 4.005     | 29,1%        | 21,3%        | 439,7%       |
| Metais & Mineração                       | 29.851  | 166.086 | 136.120 | 95.118  | 112.530   | -18,0%       | -30,1%       | 356,0%       |
| Petróleo & Gás                           | -8.000  | 115.358 | 105.276 | 100.197 | 102.354   | -8,7%        | -4,8%        | n.a.         |
| Papel & Celulose                         | -12.487 | 13.665  | 26.172  | 14.085  | 19.218    | 91,5%        | -46,2%       | n.a.         |
| Imobiliário                              | 5.317   | 7.183   | 7.997   | 9.693   | 8.973     | 11,3%        | 21,2%        | 50,4%        |
| Varejo                                   | 7.586   | 10.889  | 12.081  | 19.324  | 16.248    | 10,9%        | 59,9%        | 59,3%        |
| Software                                 | 926     | 1.076   | 1.566   | 2.109   | 1.878     | 45,5%        | 34,7%        | 69,0%        |
| Telecom                                  | 6.679   | 7.568   | 5.537   | 7.670   | 6.764     | -26,8%       | 38,5%        | -17,1%       |
| Serviços Básicos                         | 38.469  | 40.953  | 36.624  | 57.162  | 48.441    | -10,6%       | 56,1%        | -4,8%        |

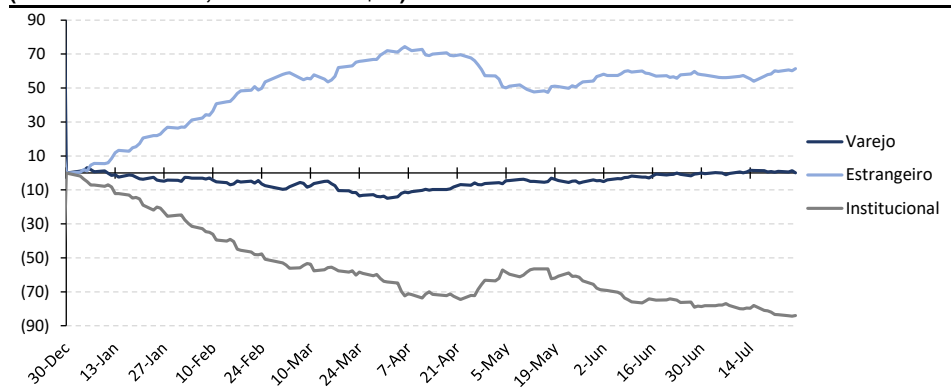
Fonte: Estimativas do BTG Pactual

## Sem fluxo de recursos para ações brasileiras

Do ponto de vista técnico, é fácil explicar o desempenho ruim do Ibovespa ultimamente. Investidores estrangeiros, que investiram +R\$ 60 bilhões em ações brasileiras nos primeiros 3 meses do ano, retiraram os recursos nos últimos 4 meses (R\$ 15 bilhões) e não mostram sinais de retorno enquanto nos aproximamos das eleições presidenciais.

Os investidores institucionais locais também não estão comprando ações. De fato, os fluxos de saída têm sido grandes. Os únicos compradores marginais são os pequenos investidores, que passaram a comprar mais agressivamente em maio e continuaram desde então (gráfico 5).

**Gráfico 5: Negociação Líquida por Tipo de Investidor considerando Contratos Futuros (acumulado do ano, cumulativo - R\$ bi)**



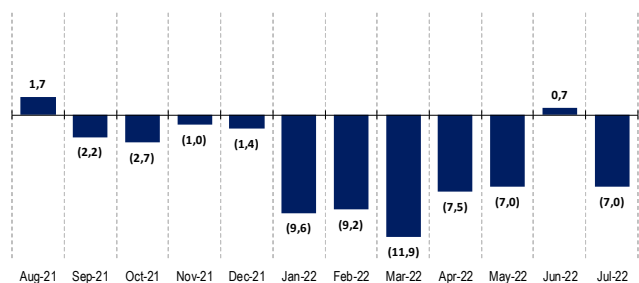
Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Após alguns meses de vendas mais agressivas, os estrangeiros ficaram fora do mercado em junho e julho, com um *net new money* próximo de zero nos últimos dois meses.

Os fundos de ações locais enfrentaram resgates novamente em julho (~R\$ 7 bilhões), pelo 11º mês consecutivo. A retirada de capital no acumulado do ano é de R\$ 52 bilhões, consequência direta do aumento das taxas de juros, com a Selic em 13,25% em julho e com expectativa de subir na próxima Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom).

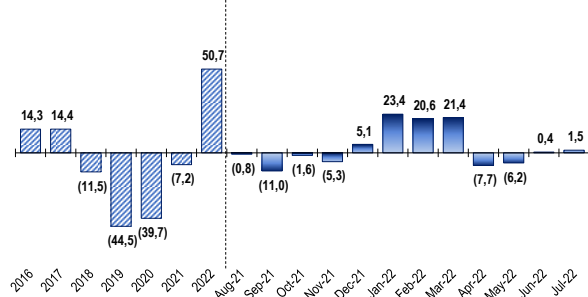
Alguns podem ver o copo meio cheio e argumentar que pelo menos os resgates diminuíram nos últimos meses. Mas com as taxas de juros ainda subindo, é difícil projetar quando esse fluxo de saída deve parar. Esperamos que os resgates desacelerem ainda mais nos próximos meses, à medida que as elevações de taxas de juros terminem.

**Gráfico 6: Fundos de ações - fluxo líquido mensal**



Fonte: Estimativas do BTG Pactual

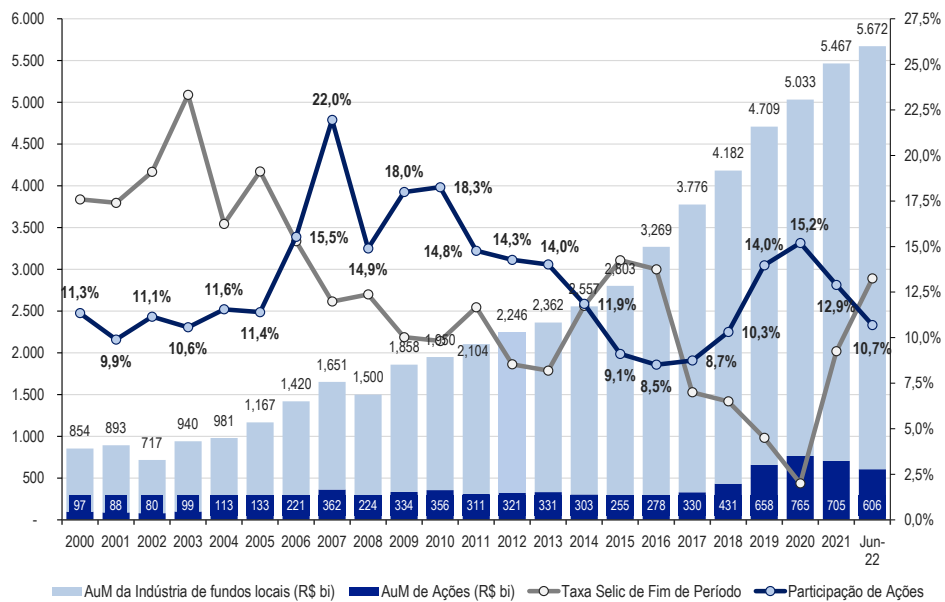
**Gráfico 7: Fluxos de investidores estrangeiros (R\$ bi)**



Fonte: Estimativas do BTG Pactual

Com resgates no acumulado do ano se aproximando de R\$ 52 bilhões, as alocações em ações de fundos multimercados locais caíram para 10,7% em junho, abaixo dos 15,7% em maio de 2021.

**Gráfico 8: Fundos locais - alocações**



Fonte: Estimativas do BTG Pactual

## Carteira Recomendada de Ações – Small Caps:

Burger King e Mater Dei são as novidades deste mês. Minerva, Desktop, 3R Petroleum, Locaweb, Santos Brasil, Intelbras, Sinqia e Banco ABC mantêm suas posições, enquanto Alupar e Blau saem.

| Julho         |                  |        |          | Agosto        |                |        |          |
|---------------|------------------|--------|----------|---------------|----------------|--------|----------|
| Empresa       | Setor            | Ticker | Peso (%) | Empresa       | Setor          | Ticker | Peso (%) |
| Intelbras     | Tecnologia       | INTB3  | 10%      | Intelbras     | Tecnologia     | INTB3  | 10%      |
| Minerva       | Alimentos        | BEEF3  | 10%      | Minerva       | Alimentos      | BEEF3  | 10%      |
| Alupar        | Serviços Básicos | ALUP11 | 10%      | 3R Petroleum  | Petróleo & Gás | RRRP3  | 10%      |
| 3R Petroleum  | Petróleo & Gás   | RRRP3  | 10%      | Santos Brasil | Infraestrutura | STBP3  | 10%      |
| Santos Brasil | Infraestrutura   | STBP3  | 10%      | Locaweb       | Tecnologia     | LWSA3  | 10%      |
| Blau          | Saúde            | BLAU3  | 10%      | Banco ABC     | Bancos         | ABCB4  | 10%      |
| Banco ABC     | Bancos           | ABCB4  | 10%      | Mater Dei     | Saúde          | MATD3  | 10%      |
| Locaweb       | Tecnologia       | LWSA3  | 10%      | Burger King   | Varejo         | BKBR3  | 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/P |       |
|---------------|--------|------|------------------------------|----------------------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|               |        |      |                              |                      | 2022E     | 2023E | 2022E | 2023E | 2022E | 2023E |
| Intelbras     | INTB3  | 10%  | 27                           | 8.908                | 16,4x     | 12,3x | 18,0x | 14,0x | 3,9x  | 3,2x  |
| Minerva       | BEEF3  | 10%  | 71                           | 7.653                | 4,8x      | 4,5x  | 12,9x | 8,1x  | 4,9x  | 4,9x  |
| 3R Petroleum  | RRRP3  | 10%  | 158                          | 6.892                | 5,5x      | 2,1x  | n.a.  | 3,2x  | 1,7x  | 1,0x  |
| Santos Brasil | STBP3  | 10%  | 20                           | 5.625                | 7,9x      | 6,3x  | 14,7x | 12,6x | 2,3x  | 2,1x  |
| Locaweb       | LWSA3  | 10%  | 77                           | 3.993                | 11,1x     | 6,6x  | 30,0x | 21,7x | 1,3x  | 1,2x  |
| Banco ABC     | ABCB4  | 10%  | 12                           | 3.798                | n.a.      | n.a.  | 4,9x  | 4,4x  | 0,7x  | 0,7x  |
| Mater Dei     | MATD3  | 10%  | 3                            | 3.120                | 5,9x      | 4,2x  | 15,5x | 10,5x | n.a.  | n.a.  |
| Burger King   | BKBR3  | 10%  | 9                            | 1.694                | 6,3x      | 4,6x  | n.a.  | 24,7x | 1,1x  | 1,1x  |
| Sinqia        | SQIA3  | 10%  | 10                           | 1.468                | 12,5x     | 10,1x | 38,5x | 25,5x | 2,7x  | 2,5x  |
| Desktop       | DESK3  | 10%  | 3                            | 851                  | 6,2x      | 4,6x  | 12,8x | 8,5x  | 0,9x  | 0,8x  |

Fonte: BTG Pactual e Econômica

### Intelbras (INTB3)

A ação combina crescimento e valor. Em 2010, a receita líquida mal superou os R\$ 300 milhões, mas superou R\$ 3 bilhões em 2021, um aumento de 9,5x. Na última década, o crescimento médio anual da receita foi de 21%, mantendo-se em dois dígitos todo ano (mesmo em anos difíceis de PIB menor). Igualmente impressionante é a lucratividade sólida e os retornos aos acionistas. As ações estão sendo negociada a 14x os lucros de 2023E, um valuation muito atraente para uma empresa em crescimento consistente e com alto ROIC e ROE.

### Sinqia (SQIA3)

Vemos o preço das ações com um desconto excessivo. Se anualizarmos o EBITDA da empresa (R\$ 36,2 milhões) e somarmos os números completos de LOTE45 e Mercer (consolidados somente em fevereiro), chegamos a um EBITDA anualizado proforma de R\$ 151 milhões, o que significa que a Sinqia está negociando a um atrativo 12,5x EV/EBITDA. Uma vez que os novos M&As estão crescendo mais rápido do que a própria e com maior lucratividade, esperamos que a empresa acelere seu crescimento orgânico e expanda as margens à medida que as empresas adquiridas recentemente aumentem sua participação nas receitas gerais nos próximos anos.

### 3R Petroleum (RRRP3)

---

Estamos mantendo no portfólio. Rumores recentes de impostos mais altos no setor provocaram uma grande correção das ações, que vemos como não merecido. Os resultados operacionais estão melhorando rapidamente, o Brent ainda está positivo no acumulado do ano (+35%) e os contratos de preço do petróleo de longo prazo também estão em alta em relação ao início do ano, o que fortalece a tese de investimento. Mesmo supondo curvas de produção mais baixas do que as implícitas em seus relatórios de certificação de reservas e premissas conservadoras de preço de petróleo de longo prazo, a margem de segurança continua muito confortável. Do ponto de vista de múltiplo baseado em reservas, a ação também é negociada com um desconto de +20% para os pares da América Latina e oferece menor risco de execução do que sugere sua curta vida útil de 2 anos. Ao focar na produção e não na exploração e apostar em técnicas convencionais de revitalização que já são bem aceitas em toda a indústria do petróleo, a tese da RRRP deve ser sobre a execução do básico. Depois de entregar uma estratégia de M&A bem-sucedida apoiada por múltiplos de entrada muito baixos, agora a companhia está pronta para embarcar em uma nova fase de crescimento orgânico. Com vários gatilhos esperados no curto prazo, a ação deve fechar gradativamente o desconto em relação aos pares. É a nossa principal escolha no setor.

### Mater Dei (MATD3)

---

Com um momento de resultados melhor e um bom valuation (10,5x P/L em 2023; após 40% de queda no acumulado do ano), o Mater Dei oferece um bom ponto de entrada. Vemos um 2º trimestre melhor, com base em: (i) forte crescimento da receita líquida (apoiado pela consolidação de recentes fusões e aquisições); (ii) maiores volumes de procedimentos eletivos (em um trimestre sazonalmente mais forte); (iii) evolução operacional do Hospital Mater Dei Salvador; e (iv) margem EBITDA decente (embora menor a/a pela base de comparação difícil). Depois de acelerar o seu crescimento e entregar uma forte atividade inorgânica em 2021 (5 aquisições de hospitais desde o IPO), o desafio é integrar e capturar as sinergias – no qual a competente equipe de gestão do Mater Dei deve entregar. Reiteramos a Compra.

### Desktop (DESK3)

---

O principal provedor de serviços de Internet (ISP) em São Paulo, o estado mais rico do Brasil. A Desktop está se movendo rapidamente. De fato, desde que o fundo de private equity H.I.G tornou-se acionista controlador em 20/02, fez grandes e ousados movimentos de compra de operações de grande porte e de alta qualidade, que se encaixam perfeitamente com suas próprias operações. Com P/L de 8,5x em 2023E, a Desktop é negociada com um grande desconto para ISPs globais (38,1x) e empresas de telecomunicações globais integradas (11,6x), que não estão crescendo. Em comparação com os outros dois ISPs listados, as ações são negociadas com desconto para Unifone e Brisanet (13,4x e 47,9x).

### Minerva (BEEF3)

---

Vemos uma história de valor brilhante e mantemos a BEEF3 na 10SIM. Em primeiro lugar, há o componente do ciclo, com o Brasil à beira de uma virada no ciclo do gado. Contudo, mais do que as melhorias do ciclo anterior, o gado disponível para abate deve aumentar, o que significa que esperamos um ciclo positivo ainda mais forte. Em segundo lugar, há o componente de preço da carne bovina, com a demanda por carne bovina brasileira e sul-americana ainda forte e apoiando a alta de preços do ano passado. Isso é um bom presságio para as margens e também deve significar receitas mais fortes, beneficiando os resultados. Em terceiro lugar, os números são resilientes, com a produção e a experiência comercial da Minerva mais fortes do que nunca, além de apresentar um de seus balanços mais fortes de todos os tempos. E, finalmente, o valuation, com as ações negociando com um desconto de 11% em relação aos níveis históricos com base no EV/EBITDA de 2022, apesar da melhor disciplina de alocação de capital. Temos uma recomendação de Compra.



## Burger King Brasil (BKBR3)

---

Em 2020, nos primeiros momentos do Covid, dissemos que, embora o setor brasileiro de restaurantes fosse altamente fragmentado em relação a outros mercados maduros, uma tendência de consolidação deveria acelerar à medida que o setor reabrisse. Mas os ruídos de curto prazo, dadas as restrições de mobilidade, eram enormes. Com a recuperação dos varejistas de restaurantes, apesar da pressão da inflação, vemos um melhor momento para o BKBR em 2022, com quatro destaques principais: (i) crescimento mais rápido (BKBR planeja abrir 70-90 lojas este ano); (ii) curva de aprendizado digital (incluindo plataforma própria de entrega) e investimentos em CRM (+100 lojas operando com entrega própria, 5 milhões de membros do programa de fidelidade e 30% de todas as vendas identificadas); (iii) cenário de mercado mais racional entre os principais pares; e (iv) aumento de custos devido à inflação de curto prazo e preços de commodities, embora em ritmo mais lento do que nos últimos trimestres, aumentando a alavancagem operacional.

## Santos Brasil (STBP3)

---

Estamos otimistas com os resultados do segundo trimestre, que serão divulgados este mês. Nossa visão otimista de longo prazo reflete: (i) melhor ambiente regulatório no setor portuário; (ii) melhor dinâmica competitiva em Santos, criando condições favoráveis de precificação da Santos Brasil; (iii) perspectivas positivas para o setor portuário/infraestrutura; e (iv) sólido balanço patrimonial, suportado por sua posição de caixa. No curto prazo, também vemos a Santos Brasil sustentando margens saudáveis no negócio de terminais de contêineres, auxiliado por volumes resilientes em Santos. No final do ano, o foco do mercado deve mudar para uma grande renovação de contrato com um cliente importante (~60% dos volumes), o que esperamos ser um evento positivo para as ações. Negociando a uma TIR real de 11,2%, vemos a tese de investimento se tornando ainda mais atraente.

## Locaweb (LWSA3)

---

Vemos as ações negociando em 22x lucro 2023E, um grande desconto para VTEX, Shopify e BigCommerce, embora a Locaweb cresça em um ritmo semelhante. O preço atual da ação de R\$6,8 é um bom ponto de entrada e, com as margens saindo das mínimas, sentimos que agora pode ser a hora de comprar. A empresa está entregando crescimento (na verdade, nunca deixou de entregar), e acreditamos que a ação responderá bem quando as margens começarem a subir.

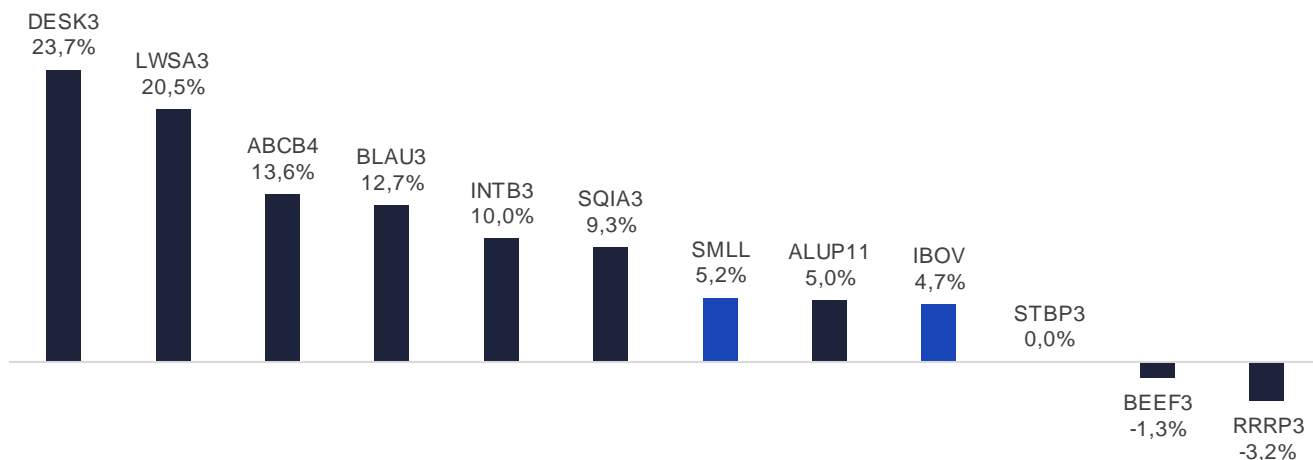
## Banco ABC (ABCB4)

---

O banco tem uma boa chance de ter um lucro líquido de ~R\$800 milhões em 2022, implicando em um P/L em 2022 muito barato de 5x, com um *dividend yield* de 8% (assumindo um payout de 40%). Depois de crescer o lucro ~80% em 2021, o lucro líquido pode subir mais 40% em 2022. O ROE de 15,5% do primeiro trimestre surpreendeu positivamente, e projetamos o mesmo para o restante de 2022. E com uma Selic maior e maior qualidade de ativos no segmento corporativo, o ROE pode até se aproximar de 17%. O banco está entregando resultados muito mais sólidos. E mesmo que as taxas de juros caiam, não estimamos mais ROEs de apenas um dígito. Esperamos agora 16-17% (vs. 14-15% esperados alguns anos atrás). Somos fãs da equipe de gestão do banco ABC. O banco tem grande credibilidade, um *funding* sólido e uma marca forte. E a ação está sendo negociada com um grande desconto em relação ao valor patrimonial, o que combinado com um sólido momento de resultados, reforça nossa visão de que agora as ações estão atraentes e merecem ser uma das nossas Top Picks em small caps no setor financeiro.

## Rentabilidade Histórica:

Gráfico 9: Performance por ação em Julho de 2022

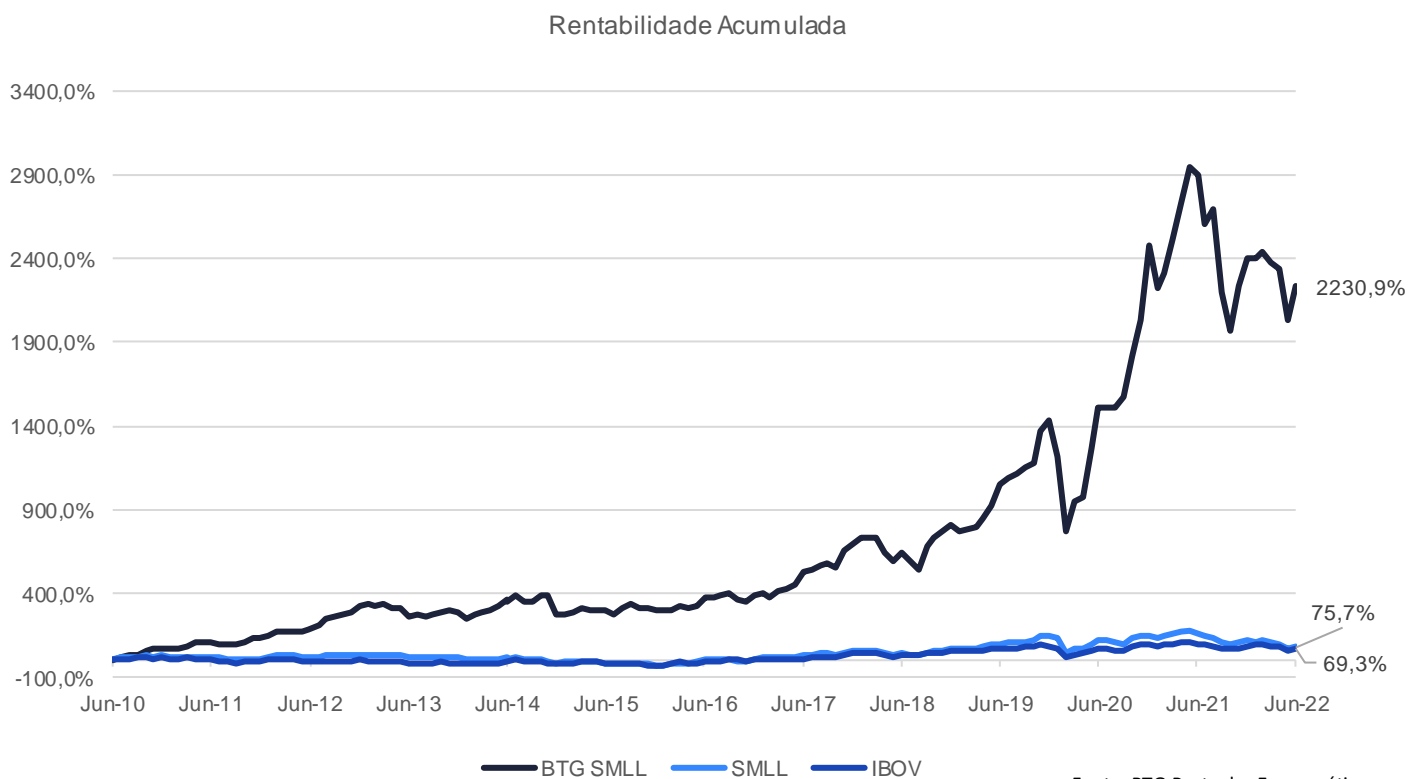


Fonte: BTG Pactual e Econômica

## Performance Histórica:

No mês de Julho, a carteira BTG SMLL apresentou uma performance de +9,0%, contra uma performance de +5,2% do índice SMLL e de +4,7% do IBOV. Desde julho de 2010, a carteira acumula uma rentabilidade de 2.230,9%, contra 75,7% do SMLL e 69,3% do IBOV.

Gráfico 10: Performance Histórica (desde outubro de 2009)



Fonte: BTG Pactual e Econômica

**Tabela 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% | 9,0%  |       |       |        |       |       | -0,4%           | -11,9%      | 2230,9%        | 75,7%      | 69,3%      |

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 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 de dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.*

*O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.*

*O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.*

**Certificação dos analistas:** *Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.*

*Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.*

*Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.*

*O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.*

*Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse [www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)*