



Carteira Recomendada de Ações – Small Caps

Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Novembro 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

Lula eleito; partidos de direita emergiram mais fortes

O ex-presidente Lula foi eleito o próximo presidente do país, derrotando Bolsonaro pela menor margem (50,9% a 49,1%) desde a redemocratização do Brasil. Como afirmamos após o primeiro turno, a votação na Câmara e no Senado reforçou a moderação no Congresso e o moveu um pouco mais para a direita, dificultando muito a aprovação de medidas extremas. Naturalmente, os mercados aguardam com ansiedade a decisão sobre o novo Ministro da Economia.

Os recém-chegados

Banco ABC, Mills e São Martinho são as novidades deste mês.

Quem fica e quem sai

Grupo Soma, 3R Petroleum, Santos Brasil, Locaweb, Desktop, Cury e Burger King mantêm suas posições, enquanto Fleury, Vamos e Intelbras 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
Grupo Soma	SOMA3	10%	80	11.426	16,4x	12,8x	30,1x	20,3x	1,5x	1,4x
3R Petroleum	RRRP3	10%	182	9.421	8,9x	3,2x	n.a.	3,8x	2,3x	1,3x
São Martinho	SMTO3	10%	43	9.342	3,2x	3,1x	6,3x	6,7x	1,8x	1,6x
Santos Brasil	STBP3	10%	38	7.857	8,9x	7,4x	22,7x	13,6x	3,3x	3,1x
Locaweb	LWSA3	10%	95	6.443	23,3x	17,8x	48,4x	35,0x	2,1x	2,0x
Bancos ABC	ABCB4	10%	18	4.554	n.a.	n.a.	5,5x	5,0x	0,9x	0,9x
Cury	CURY3	10%	22	3.612	7,3x	6,2x	9,8x	6,5x	5,0x	4,0x
Mills	MILS3	10%	13	3.205	7,7x	5,6x	16,0x	13,6x	2,7x	2,3x
Burger King	ZAMP3	10%	15	2.070	7,2x	2,5x	n.a.	30,5x	1,4x	1,3x
Desktop	DESK3	10%	2	904	6,5x	4,6x	17,2x	7,9x	1,0x	0,9x

Fonte: BTG Pactual e Econormática

Lula eleito; partidos de direita emergiram mais fortes

O ex-presidente Lula foi eleito o próximo presidente do Brasil para o mandato de 2023-26, superando Bolsonaro pela menor margem desde a redemocratização do país (50,9% a 49,1%, ou ~2 milhões de votos). A campanha de segundo turno de Bolsonaro fechou fortemente a lacuna do primeiro turno de 6,2 milhões de votos, mas não foi o suficiente.

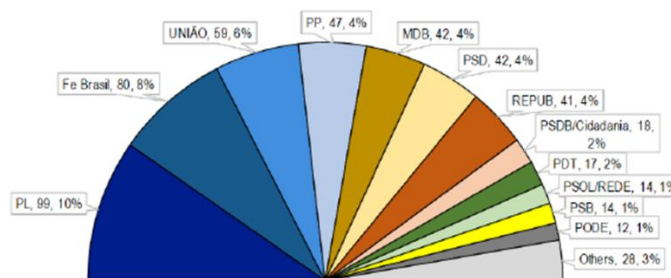
A estreita margem de vitória reacendeu os temores de que o resultado pudesse ser contestado, mas vemos pouco espaço para isso. Politicamente, Bolsonaro tem pouco apoio para seguir esse caminho depois que os presidentes da Câmara e do Senado e o presidente da Suprema Corte apoiaram o resultado da eleição. Também não vemos espaço para os militares se envolverem.

Um congresso de centro-direita

Como dissemos após o primeiro turno, a votação para a Câmara e o Senado reforçou a moderação no Congresso e o moveu um pouco mais para a direita – o número de deputados da Câmara dos partidos que apoiam formalmente Lula caiu para 126 (25%), enquanto no Senado, o número de cadeiras de apoio a Lula permaneceu em 14 (17%).

O partido de Bolsonaro (PL) mostrou força, elegendo 8 novos senadores e se tornando o maior partido do Senado (com 13 deputados). Os partidos considerados de direita ou centro-direita (PL, União, PSD, PP, Republicanos e Podemos) têm agora 51 cadeiras no Senado (de 81), uma maioria decisiva de 63%. Esses mesmos partidos elegeram 300 deputados da Câmara, ou 58,5% das cadeiras.

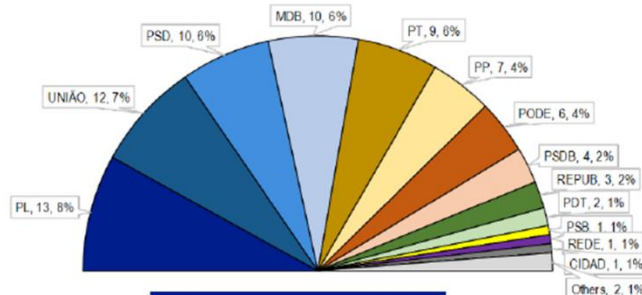
Gráfico 1: Resultados da Câmara dos Deputados



Câmara dos Deputados	Assentos	% do total
PL	99	19.3%
Fe Brasil	80	15.6%
UNIÃO	59	11.5%
PP	47	9.2%
MDB	42	8.2%
PSD	42	8.2%
REPUBLIC	41	8.0%
PSDB/Cidadania	18	3.5%
PDT	17	3.3%
PSOL/REDE	14	2.7%
PSB	14	2.7%
PODE	12	2.3%
Outros	28	5.5%
Total	513	100.0%

Fonte: TSE, BTG Pactual

Gráfico 2: Resultados do Senado



Senado	Assentos	% do total
PL	13	16.0%
UNIÃO	12	14.8%
PSD	10	12.3%
MDB	10	12.3%
PT	9	11.1%
PP	7	8.6%
PODE	6	7.4%
PSDB	4	4.9%
REPUBLIC	3	3.7%
PDT	2	2.5%
PSB	1	1.2%
REDE	1	1.2%
CIDAD	1	1.2%
Outros	2	2.5%
Total	81	100.0%

Fonte: TSE, BTG Pactual

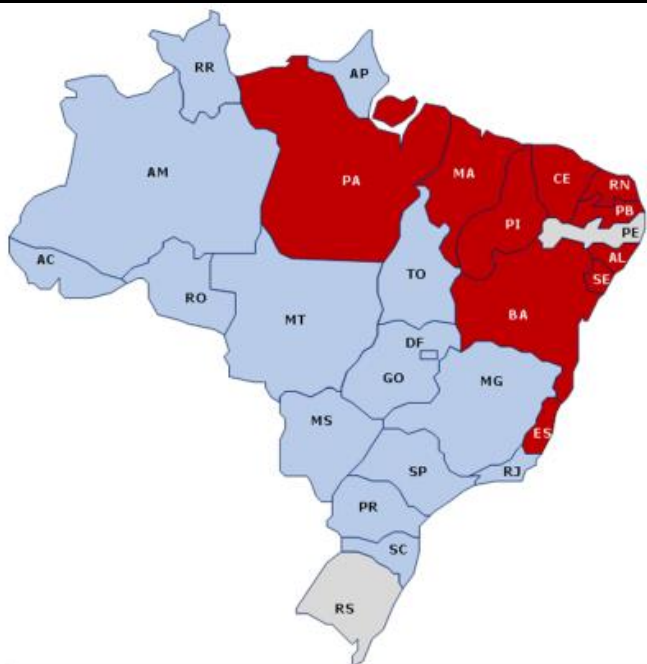
Eleições estaduais confirmaram força dos partidos de direita

Em nível estadual, 15 dos 27 governadores eleitos apoiam Bolsonaro, 10 são ligados ao PT e Lula e dois são independentes.

Talvez mais importante, estados governados por aliados de Bolsonaro governarão +130 milhões de pessoas (62% da população). Os três maiores estados, São Paulo, Minas Gerais e Rio, serão todos governados por aliados de Bolsonaro.

Isso significa que a aprovação de medidas extremas no Congresso será muito difícil, e as decisões sobre o orçamento do governo (impostos, renúncia de gastos, nova âncora fiscal etc.) terão que ser intensamente negociadas.

Figura 1: As eleições estaduais confirmaram a força dos partidos de direita



Fonte: TSE e BTG Pactual

Tabela 2: Estados governados por aliados de Bolsonaro governarão +130 milhões de pessoas (62% da população)

Estado	Governador	Apoio	População
Acre (AC)	Gladson Camelli (PP)	Bolsonaro	906,876
Amapá (AP)	Clécio Luís (Solidariedade)	Bolsonaro	877,613
Amazonas (AM)	Wilson Lima (União)	Bolsonaro	4,269,995
Goiás (GO)	Ronaldo Caiado (União)	Bolsonaro	7,206,589
Mato Grosso (MT)	Mauro Mendes (União)	Bolsonaro	3,567,234
Mato Grosso do Sul (MS)	Eduardo Riedel (PSDB)	Bolsonaro	2,839,188
Minas Gerais (MG)	Romeu Zema (Novo)	Bolsonaro	21,411,923
Paraná (PR)	Ratinho Júnior (PSD)	Bolsonaro	11,597,484
Rio de Janeiro (RJ)	Cláudio Castro (PL)	Bolsonaro	17,463,349
Rondônia (RO)	Marcos Rocha (União)	Bolsonaro	1,815,278
Roraima (RR)	Antonio Denarium (PP)	Bolsonaro	652,713
Santa Catarina (SC)	Jorginho Mello (PL)	Bolsonaro	7,338,473
São Paulo (SP)	Tarcísio (Republicanos)	Bolsonaro	46,649,132
Tocantins (TO)	Wanderlei Barbosa (Republicanos)	Bolsonaro	1,607,363
Distrito Federal (DF)	Ibaneis Rocha (MDB)	Bolsonaro	3,094,325
Total		15	131,297,535
Alagoas (AL)	Paulo Dantas (MDB)	Lula	3,365,351
Bahia (BA)	Jerônimo Rodrigues (PT)	Lula	14,985,284
Ceará (CE)	Elmano de Freitas (PT)	Lula	9,240,580
Espírito Santo (ES)	R. Casagrande (PSB)	Lula	4,108,508
Maranhão (MA)	Carlos Brandão (PSB)	Lula	7,153,262
Pará (PA)	Helder Barbalho (MDB)	Lula	8,777,124
Paraíba (PB)	João Azevedo (PSB)	Lula	4,059,905
Piauí (PI)	Rafael Fonteles (PT)	Lula	3,289,290
Rio Grande do Norte (RN)	Fátima Bezerra (PT)	Lula	3,560,903
Sergipe (SE)	Fábio Mitidieri (PSD)	Lula	2,338,474
Total		10	60,878,681
Pernambuco (PE)	Raquel Lyra (PSDB)	-	9,674,793
Rio Grande do Sul (RS)	Eduardo Leite (PSDB)	-	11,466,630

Fonte: TSE, IBGE e BTG Pactual

Mercados aguardam ansiosamente decisão sobre o próximo Ministro da Economia

Lula ainda não escolheu seu Ministro da Economia, mas deve fazê-lo nos próximos dias, deixando os mercados ansiosos pela decisão.

A maioria dos consultores políticos (e nós mesmos) acham que Lula vai escolher um político, como fez quando presidiu o país pela primeira vez. Os nomes mais elogiados são Alexandre Padilha (ex-ministro das Relações Institucionais e da Saúde em governos anteriores do PT), Wellington Dias (ex-governador do Piauí) e Rui Costa (ex-governador da Bahia).

Ontem, as especulações de que Fernando Haddad poderia ser escolhido ganharam força. Haddad perdeu a eleição para o governo de SP, foi ex-prefeito de SP, ex-ministro da Educação e candidato à presidência em 2018.

Os mercados esperam um nome de centro amigável ao mercado como Henrique Meirelles, ex-presidente do Banco Central na primeira presidência de Lula e ministro da Fazenda na presidência de Michel Temer. Sua nomeação seria muito bem-vinda pelos mercados, mas a vemos como improvável.

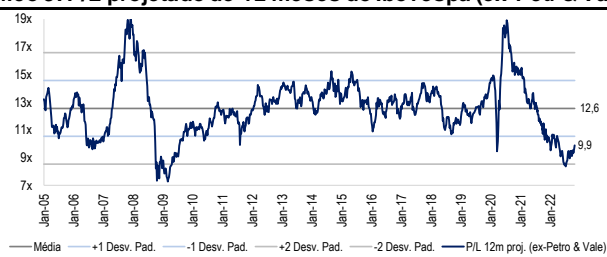
Menos incerteza pode impulsionar as ações brasileiras

Como já dissemos há algum tempo, as taxas de juros de longo prazo do Brasil (5,74% no final de outubro, contra 5,73% no final de setembro e 5,8% no final de agosto) têm implicado um grande risco eleitoral/político há algum tempo.

Com as eleições finalizadas, e assumindo que Lula anuncie políticas econômicas responsáveis, vemos espaço para que o risco político diminua e as taxas de longo prazo caiam.

Com as ações locais sendo negociadas em valuations atraentes, a queda das taxas de longo prazo poderia ser um gatilho para o Ibovespa. Além disso, o Brasil está no fim de seu ciclo de aperto monetário, a inflação está desacelerando, o país não tem grandes problemas de energia e está geopoliticamente isolado dos conflitos na Europa.

O Ibovespa está negociando em 9,9x P/L projetado de 12 meses (ex-Petrobras & Vale), entre um e dois desvios padrão abaixo da média histórica, e o prêmio para deter ações é de 4,4%, quase dois desvios padrão acima da média, apesar das taxas de longo prazo ainda elevadas.

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


Fonte: Estimativas do BTG Pactual

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


Fonte: Banco Central do Brasil, estimativas do BTG Pactual

Como o novo governo pode impactar diferentes setores

Empresas estatais como Petrobras e Banco do Brasil estarão sob pressão nos próximos meses, pois a incerteza sobre quem as administrará e quais são os planos para elas provavelmente fará com que essas ações tenham desempenho inferior ao mercado, mesmo que sejam reconhecidamente negociadas em valuations muito baratos.

Serviços Básicos

As chances são muito baixas/zero de que a privatização da Eletrobras seja revertida, pois o dinheiro e o capital político necessários para isso são imensos, além do fato de um Congresso de centro-direita dificultar este processo.

Talvez a situação mais preocupante seja a renovação das concessões das distribuidoras, que no final das contas é uma decisão do governo federal. A maioria dos participantes do mercado espera uma decisão técnica e uma renovação não onerosa. A renovação das concessões de distribuição é tecnicamente complicada e regras mais duras podem torná-lo ainda mais desafiador. E a verdade é que tudo pode acontecer aqui.

Serviços Financeiros

As empresas de serviços financeiros tendem a se sair bem independente de quem esteja no cargo. Entre os grandes bancos, continuamos gostando do Itaú, mas evitaríamos o Banco do Brasil (exposto politicamente, embora os resultados devam ser muito fortes), Santander e Bradesco (resultados fracos). Entre os bancos menores, Banco ABC é nosso nome preferido.

Entre os nomes mais expostos ao *financial deepening*, gostamos da B3. Mas a ação está altamente correlacionada com o mercado de ações em constante alta, o que só acontecerá se os anúncios econômicos do governo forem positivos.

Saúde e Educação

Na Saúde, a única preocupação é a regulamentação dos planos de saúde. Neste ponto, não há sinais de que a regulamentação mudará muito, principalmente porque novas regras têm de ser propostas pelo regulador, que é independente. Mas há sempre o risco de que o novo governo tente tornar a regulamentação mais favorável ao consumidor de baixo renda.

O setor de Educação é um setor que a maioria das pessoas espera se beneficiar de um governo Lula, baseado no antigo programa FIES, que financiava o acesso ao ensino superior em condições muito atrativas. O problema é que o programa não funcionou, deixando uma conta gigantesca para os contribuintes. Estamos céticos de que o novo governo venha com algo minimamente semelhante ao FIES, especialmente considerando a falta de espaço no orçamento.

Infraestrutura, Indústria, Aluguel de carros

A concessão de projetos de infraestrutura para investidores privados foi um dos principais destaques do governo Bolsonaro. Discussões sobre o novo marco regulatório e questões ideológicas podem desacelerar o *pipeline* de projetos de

infraestrutura. Esperamos que setores como estradas pedagiadas negociem de lado, aguardando uma visão mais clara das políticas do novo governo.

Os players de indústria e energia renovável devem ganhar alguma tração, na esperança de que os incentivos para o segmento industrial (intensivo em mão de obra) sejam restaurados. Quanto ao setor de energia renovável, os investidores esperam um foco adicional nas energias limpas, dado o perfil ambientalmente amigável do novo governo. A WEG pode se sair bem.

Vemos aluguel de carros como um setor protegido de grandes intervenções governamentais e com uma curva de crescimento de demanda estável. Gostamos da Localiza.

Imobiliário

As construtoras de baixa renda devem ter um bom desempenho, independentemente das eleições. Mudanças recentes no programa de habitação popular (CVA) foram muito positivas para melhorar as margens das empresas e a acessibilidade dos compradores de casas. Sob o governo Lula, esperamos que o programa deva ser melhorado ainda mais, pois durante sua campanha ele afirmou que o programa precisa ser ajustado para fornecer benefícios adicionais para famílias de baixa renda. Nós gostamos de Cury.

Varejo

No varejo, todas as discussões são macro. A prorrogação do Auxílio Brasil de R\$ 600/mês, que parece certa, é positiva para os varejistas em geral, especialmente aqueles mais expostos a regiões de baixa renda do país. Também gostamos de varejistas expostas a alta renda como Arezzo, que são menos impactadas pela alta inflação/taxas de juros altas.

Distribuição de Combustível e Etanol

Na distribuição de combustível, existem algumas possibilidades. Primeiro, se a Petrobras for pressionada a controlar os preços da gasolina/diesel, o que consideramos improvável, isso pode ser positivo para as distribuidoras de combustíveis incumbentes (Vibra, Raízen, Ultra), pois tornaria as importações menos.

Mas o governo Lula tem menos chances de estender as isenções de impostos sobre combustíveis até o próximo ano, ajudando o etanol a recuperar parte de sua competitividade, o que seria positivo para Raízen e São Martinho. Um governo com foco em meio-ambiente deve dar uma rotação positiva ao etanol. Naturalmente, o risco seria o controle dos preços dos combustíveis.

Alimentos e Bebidas

Operacionalmente falando, não esperamos que o governo recém-eleito traga grandes mudanças. Para o setor de proteína, houve comentários durante a campanha de Lula sobre repensar as políticas de exportação, embora desde então ele tenha se afastado dessa ideia e reiterado que não haverá intervenções no segmento do agronegócio. O Brasil não tem histórico de interferência nas exportações de commodities agrícolas, e o setor deve permanecer na defensiva.

Para a Ambev, M. Dias Branco e, em menor escala, a BRF, as políticas pró-renda disponível e pró-consumo doméstico podem ser positivas, enquanto o câmbio é outro ponto a ser observado, já que um real mais fraco deve beneficiar exportadores e empresas com operações no exterior (nomes de proteínas), traduzindo-se em pressões de custos para empresas expostas ao mercado doméstico (principalmente Ambev e M. Dias Branco).

Agronegócio

Sem intervenções setoriais esperadas, vemos impactos limitados para a SLC Agrícola e BrasilAgro. Ambas as empresas também devem se mostrar defensivas contra qualquer deterioração macro que enfraqueça o real, embora altas taxas de juros tendam a ser negativas para a monetização do negócio de transformação de terras da BrasilAgro.

Telecom e Tech

A exposição regulatória de telecomunicações é limitada e uma mudança no governo não deve alterar a dinâmica do setor. Com o leilão de licenças 5G já superado, o próximo grande evento regulatório é a renovação das concessões de telefonia fixa. Mas com o valor do negócio de telefonia fixa caindo rapidamente, a renovação da concessão está perdendo

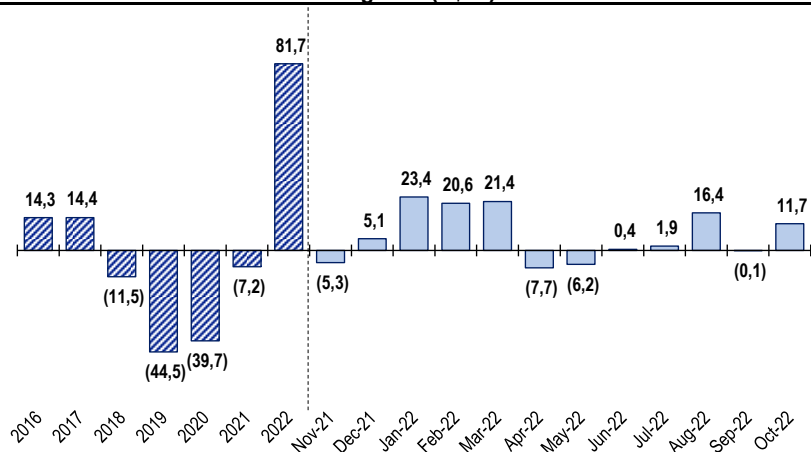
importância. Dito isto, é um setor defensivo que pode ter um bom desempenho se os anúncios econômicos forem recebidos negativamente pelo mercado.

Na frente de tecnologia, o impacto é ainda menor, pois essas ações tendem a ter um desempenho mais alinhado com a Nasdaq.

O fluxo estrangeiro está entrando

Após fortes entradas em agosto (R\$ 16,4 bilhões) e o fluxo líquido de recursos novos quase zerado em setembro (o que consideramos muito positivo dada a aguda volatilidade global de setembro), os estrangeiros alocaram mais R\$ 11,7 bilhões em ações brasileiras em outubro.

Gráfico 5: Fluxos de entradas de estrangeiros (R\$ bi)



Fonte: B3

De fato, as alocações em ações brasileiras por fundos globais, G.E.M e latino-americanos vêm aumentando de forma consistente, mostrando claramente uma tendência positiva. Nossas recentes conversas com investidores globais indicam maior interesse no mercado brasileiro, especialmente daqueles que desejam reduzir sua exposição à China.

Com o Ibovespa sendo negociado com um valuation atraente e investidores globais buscando outros mercados emergentes para alocar seu capital, esperamos que as alocações para o Brasil cresçam nos próximos meses, especialmente agora que a eleição está para trás.

Tabela 3: Alocações de fundos em Brasil

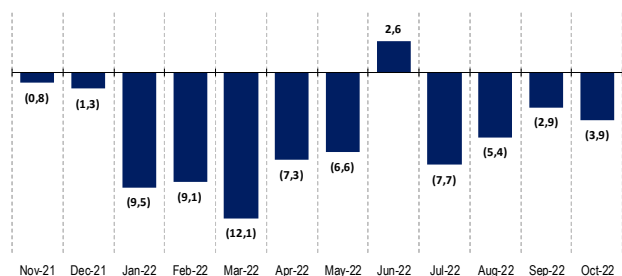
Alocações de fundos em Brasil				
Data	G.E.M.	Global	Global (ex-EUA)	LatAm
Dec-15	5,59%	0,58%	0,50%	43,09%
Dec-16	8,15%	0,68%	1,18%	56,03%
Dec-17	6,73%	0,52%	0,69%	56,42%
Dec-18	7,69%	0,54%	0,70%	59,85%
Dec-19	8,18%	0,45%	0,55%	65,86%
Dec-20	5,29%	0,25%	0,36%	62,71%
Dec-21	4,34%	0,26%	0,42%	55,09%
Nov-21	4,34%	0,25%	0,40%	56,37%
Dec-21	4,34%	0,26%	0,42%	55,09%
Jan-22	4,98%	0,32%	0,46%	58,88%
Feb-22	5,51%	0,33%	0,51%	58,30%
Mar-22	6,74%	0,40%	0,69%	58,61%
Apr-22	6,33%	0,34%	0,65%	58,56%
May-22	6,55%	0,48%	0,66%	58,91%
Jun-22	5,67%	0,44%	0,61%	57,41%
Jul-22	6,05%	0,44%	0,70%	60,14%
Aug-22	6,47%	0,53%	0,80%	60,16%
Sep-22	6,99%	0,46%	0,85%	61,31%

Fonte: EPFR

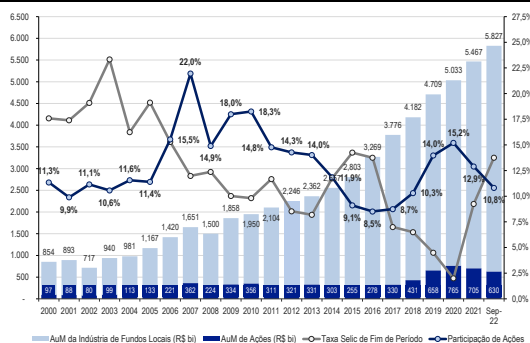
Mais um mês com fluxo de saída de fundos de ações locais

Recursos têm saído de fundos de ações locais em 13 dos últimos 14 meses, refletindo diretamente o aumento das taxas de juros, com resgates superiores a R\$ 60 bilhões no acumulado do ano.

Em outubro, R\$ 3,9 bilhões saíram de fundos de ações locais. No entanto, os fluxos de saída estão desacelerando (R\$ 3,4 bilhões por mês em média set/out vs. R\$ 6,5 bilhões em jul/ago). Com o fim do ciclo de aperto monetário, os resgates devem desacelerar ainda mais nos próximos meses.

Gráfico 6: Fundos de ações - fluxo líquido mensal


Fonte: Anbima, estimativas do BTG Pactual

Gráfico 7: Fundos locais - Alocações


Fonte: Anbima, estimativas do BTG Pactual

Carteira Recomendada de Ações – Small Caps:

Banco ABC, Mills e São Martinho são as novidades deste mês. Grupo Soma, 3R Petroleum, Santos Brasil, Locaweb, Desktop, Cury e Burger King mantêm suas posições, enquanto Fleury, Vamos e Intelbras saem.

Outubro				Novembro			
Empresa	Sector	Ticker	Peso (%)	Empresa	Sector	Ticker	Peso (%)
Vamos	Aluguel de Veículos	VAMO3	10%	Grupo Soma	Varejo	SOMA3	10%
Grupo Soma	Varejo	SOMA3	10%	3R Petroleum	Petróleo & Gás	RRRP3	10%
Intelbras	Tecnologia	INTB3	10%	São Martinho	Agronegócio	SMTO3	10%
3R Petroleum	Petróleo & Gás	RRRP3	10%	Santos Brasil	Infraestrutura	STBP3	10%
Santos Brasil	Infraestrutura	STBP3	10%	Locaweb	Tecnologia	LWSA3	10%
Fleury	Saúde	FLRY3	10%	Bancos ABC	Bancos	ABCB4	10%
Locaweb	Tecnologia	LWSA3	10%	Cury	Construção Civil	CURY3	10%
Cury	Construção Civil	CURY3	10%	Mills	Bens de Capital	MILS3	10%
Burger King	Varejo	BKBR3	10%	Burger King	Varejo	ZAMP3	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
Grupo Soma	SOMA3	10%	80	11.426	16,4x	12,8x	30,1x	20,3x	1,5x	1,4x
3R Petroleum	RRRP3	10%	182	9.421	8,9x	3,2x	n.a.	3,8x	2,3x	1,3x
São Martinho	SMTO3	10%	43	9.342	3,2x	3,1x	6,3x	6,7x	1,8x	1,6x
Santos Brasil	STBP3	10%	38	7.857	8,9x	7,4x	22,7x	13,6x	3,3x	3,1x
Locaweb	LWSA3	10%	95	6.443	23,3x	17,8x	48,4x	35,0x	2,1x	2,0x
Bancos ABC	ABCB4	10%	18	4.554	n.a.	n.a.	5,5x	5,0x	0,9x	0,9x
Cury	CURY3	10%	22	3.612	7,3x	6,2x	9,8x	6,5x	5,0x	4,0x
Mills	MILS3	10%	13	3.205	7,7x	5,6x	16,0x	13,6x	2,7x	2,3x
Burger King	ZAMP3	10%	15	2.070	7,2x	2,5x	n.a.	30,5x	1,4x	1,3x
Desktop	DESK3	10%	2	904	6,5x	4,6x	17,2x	7,9x	1,0x	0,9x

Fonte: BTG Pactual e Econômicã

Banco ABC (ABCB4)

Continuamos confiantes de que o banco voltará a apresentar bons resultados trimestrais. No 2T, registrou lucro líquido de R\$ 200 milhões, com ROE de 16,7% (o maior desde 2015), o que teria sido ainda melhor se não fosse conservador nas provisões de crédito. Projetamos lucro líquido de R\$ 210 milhões no 3º trimestre (+4% t/t; +38% a/a; 2% acima do consenso), mas vemos espaço para mais. Taxa Selic média mais alta, dinâmica de margem financeira líquida favorável, inadimplência historicamente baixa no segmento de grandes empresas e um mercado de crédito ativo significam que vemos riscos de alta para nossos números, com ROE provavelmente ultrapassando 17% no segundo semestre. O ABC vem trabalhando em outros projetos para aumentar a rentabilidade do logo prazo e torná-lo menos sensível às altas e baixas da taxa Selic. Somos grandes fãs de gestão e vemos tendências ascendentes para os próximos trimestres e para os próximos anos. O banco tem uma marca forte e credibilidade, está desfrutando de excelentes resultados e dinâmica de qualidade de ativos, e tem avenidas de crescimento sólidas. Ainda vemos uma alta extra, mesmo após um rali de +40% no acumulado do ano. Negociado a um atraente múltiplo de 0,9x VP e ~ 5x P/L 23, é uma das nossas principais escolhas no universo small/mid cap, e é por isso que reiteramos nossa recomendação de Compra.

Mills (MILS3)

Nossa visão otimista reflete: (i) sólido momento de curto prazo, com melhora de *yields*, maior índice de utilização e expansão da frota; (ii) fraca concorrência no mercado de MEWP, com a Mills 5x maior do que o segundo player; (iii) balanço patrimonial saudável, uma vez que a Mills apresentava uma posição de caixa líquido no 2T; (iv) boas perspectivas de

crescimento, principalmente após a entrada na indústria de linha amarela (EBITDA e CAGR de LPA de 22-25 de 32% e 27%); e (v) retornos sólidos (ROIC estimado de 22% em 2022 e 20% em 2023). Também a vemos sendo negociada a um valuation atraente (5,6x EV/EBITDA23 vs. média de pares locais de 9,0x), oferecendo um bom meio para ganhar exposição ao setor de aluguel de veículos pesados a um valuation mais barato.

3R Petroleum (RRRP3)

Nos últimos meses, ouvimos muitas críticas relacionadas ao fato de que a RRRP ainda precisava concluir várias de suas aquisições, juntamente com ceticismo quanto ao financiamento de Potiguar. Potiguar agora está totalmente financiado e achamos que as críticas à capacidade de execução são exageradas. Sim, Papa-Terra e Potiguar são ativos chave (+50% da produção proforma) que ainda devem entrar em operação, mas o cenário está se desenhando para que a ação responda melhor aos seus fundamentos. E seus fundamentos são muito favoráveis. O valuation é barato (3,2x e 1,6x EBITDA para 2023 e 2024), os riscos de execução são equilibrados e vemos a precificação das ações do Brent abaixo de US\$ 65/bbl a partir de 2023, o que parece improvável hoje. As ações subiram 30% em outubro, mas tiveram um desempenho muito inferior ao de seus pares no acumulado do ano (~30p.p.). Prevemos uma expansão de múltiplos gradual, sustentada por fortes preços do petróleo.

Grupo Soma (SOMA3)

Desde a compra da Hering (~40% das vendas), o Grupo Soma identificou diversas oportunidades de melhoria nas operações, com cinco principais iniciativas em 2022: (i) reestruturação da área de desenvolvimento de produtos (com novos executivos da Renner e C&A); (ii) nova área de planejamento comercial (compilação e conexão de dados dos canais Hering); (iii) mudanças na cadeia de suprimentos e na estrutura produtiva; (iv) investimentos digitais; e (v) abertura de lojas. Eles dividiram sua abordagem de integração e otimização da Hering em duas estratégias: (i) plano de curto prazo focado em melhorias operacionais, por exemplo, melhor planejamento comercial e melhoria da cadeia de suprimentos, envolvendo a implementação de uma plataforma de *push-and-pull* para as lojas próprias e franquias, visando aumentar as vendas com base no preço integral dos produtos e reduzindo o foco em itens de cauda longa; e (ii) Plano de longo prazo focado em melhorar a percepção de valor da marca, aprimorando a estratégia de *branding*, desenvolvimento de produtos e formatos de loja (100 lojas em um formato maior de 500-600m², a serem inauguradas nos próximos 5-6 anos, e potencial para abrir 300 lojas no formato Hering Light até 2026). Em uma perspectiva *top-down*, apesar de um cenário macro mais difícil para o nicho de atuação da Hering, a proposta de valor do Grupo Soma de gestão de várias marcas e sua exposição a consumidores de renda mais alta oferece maior poder de precificação e mais proteção contra a inflação do que a maioria dos concorrentes. Negociando a 20x P/L em 2023 e com 31% de CAGR estimado de LPA entre 2022-25, o valuation ainda oferece um potencial de alta para as ações.

Desktop (DESK3)

A Desktop é 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 fev/20, fez grandes e ousados movimentos de compra de operações de grande porte e de alta qualidade que combinam perfeitamente com suas próprias operações. A 4,6x EV/EBITDA 2023E, a companhia é negociada com um grande desconto para ISPs globais que não apresentam crescimento (11,2x) e empresas de telecomunicações globais integradas (5,8x). Comparado com os outros dois ISPs listados, também negocia com desconto para Brisanet (5,6x) e com prêmio para Unifique (3,7x).

Cury (CURY3)

Muito bem posicionada para se beneficiar das mudanças recentes no programa CVA (o governo anunciou recentemente subsídios mais altos que devem aumentar os preços de venda de novas casas e a velocidade de vendas), já que a empresa

está entregando altas margens e tem um forte *pipeline* de projetos a serem lançados no 2S23. Também é nossa Top Pick no segmento habitacional devido: (i) à sua execução impecável; (ii) revisões positivas recentes do programa CVA são ventos favoráveis para suas operações; (iii) forte crescimento operacional, com o melhor ROE da categoria; e (iv) valuation atrativo (6,5x P/L 2023E).

Burger King Brasil (ZAMP3)

Em 2020, nos primeiros dias do Covid, dissemos que, embora o setor de *fast-food* brasileiro fosse altamente fragmentado em relação a outros mercados maduros, vemos uma tendência de consolidação à medida que o setor reabrir. Mas o ruído de curto prazo, dadas as restrições de mobilidade, era enorme. Com a recuperação dos varejistas do setor de restaurantes, apesar das pressões inflacionárias, vemos um melhor momento para o BKBR em 2022, com quatro destaques: (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 no 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. O ZAMP3 é negociado a 2,5x EV/EBITDA 2023 (grande desconto para pares internacionais), com EBITDA 2022-26 CAGR de 16%.

Santos Brasil (STBP3)

Após resultados positivos no segundo trimestre e fortes expectativas para o terceiro trimestre, continuamos otimistas devido ao bom momento de lucros, favorecidos por um ambiente de preços positivo e crescimento de volume. Nossa visão de longo prazo reflete: (i) melhor ambiente regulatório no setor portuário; (ii) melhor dinâmica competitiva em Santos, criando condições de precificação favoráveis a SBTP; (iii) perspectivas positivas para o setor portuário/infraestrutura; e (iv) sólido balanço patrimonial, sustentado por sua posição de caixa líquido. No curto prazo, vemos a SBTP 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 grande cliente (~60% dos volumes), o que esperamos que seja um evento positivo para as ações. Negociando com uma TIR real de 12%, vemos a tese de investimento se tornando ainda mais atraente.

Locaweb (LWSA3)

Vemos as ações negociando em 18x EBITDA 2023E, um grande desconto para VTEX, Shopify e BigCommerce, apesar de crescer em ritmo semelhante. Com nossa tese de recuperação de margem em andamento, agora pode ser a hora de Comprar. A empresa está entregando no crescimento (sejamos honestos, nunca foi entregue a menos), e as ações responderão bem quando as margens começarem a se expandir.

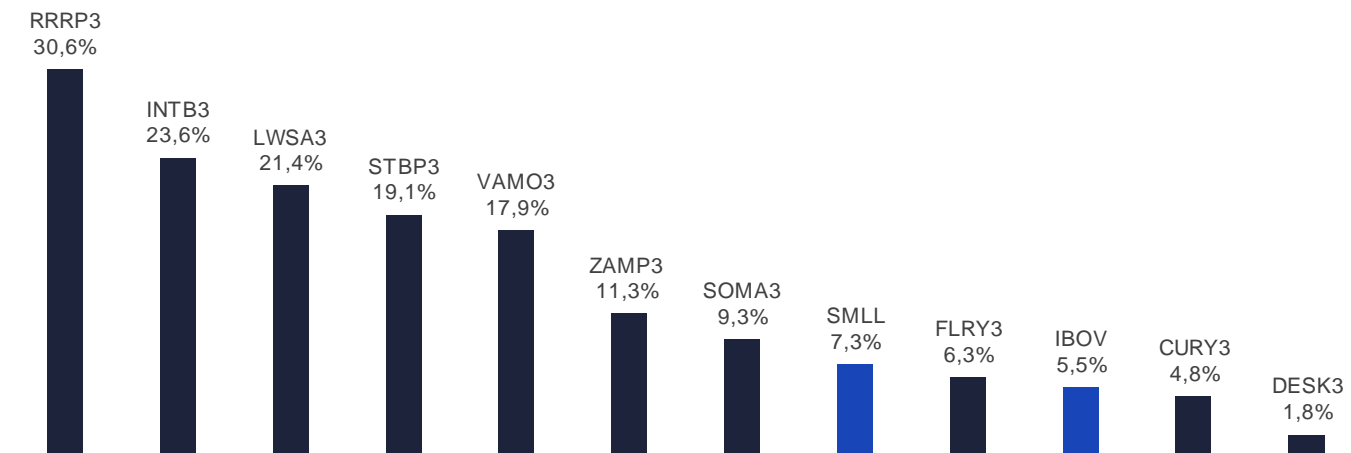
São Martinho (SMT03)

O setor de Açúcar & Etanol passou por uma tempestade perfeita este ano, refletindo: (i) menores *yields* agrícolas decorrentes de secas e geadas na safra anterior, que se traduziram em desalavancagem operacional e maiores custos unitários de produção; (ii) redução de impostos estaduais e federais sobre combustíveis, que derrubou os preços do etanol; (iii) preços menores de açúcar, na expectativa de o Brasil mudar seu mix de produção; e (iv) preços da CBio abaixo do esperado, uma vez que as metas de aquisição foram postergadas. A ação sofreu, mas também esperamos um ambiente melhor. As chuvas favoráveis até o momento (e principalmente se continuarem ao longo do verão) devem permitir a recuperação da produtividade na safra 23/24, gerando uma bem-vinda diluição dos custos fixos. Os preços do petróleo estão sólidos, com o preço da gasolina no Brasil já ~10% abaixo da paridade internacional. Embora existam riscos associados a mudanças na política de preços de combustível da Petrobras, também vemos menores chances de isenções de impostos de combustível serem mantidas no próximo ano (nos níveis federal e estadual). Assim, os preços do etanol

poderiam recuperar parte de sua competitividade com base nos preços mais altos da gasolina, o que também poderia fornecer um piso de preços para o açúcar. Uma agenda mais ambientalmente consciente do governo recém-eleito também poderia reforçar a relevância do setor. E apesar da turbulência, vemos as ações sendo negociadas em 7,1x EV/EBIT em 2023, na extremidade inferior de sua média histórica. Com um cenário melhor pela frente, mantemos nossa recomendação de Compra.

Rentabilidade Histórica:

Gráfico 8: Performance por ação em Outubro de 2022

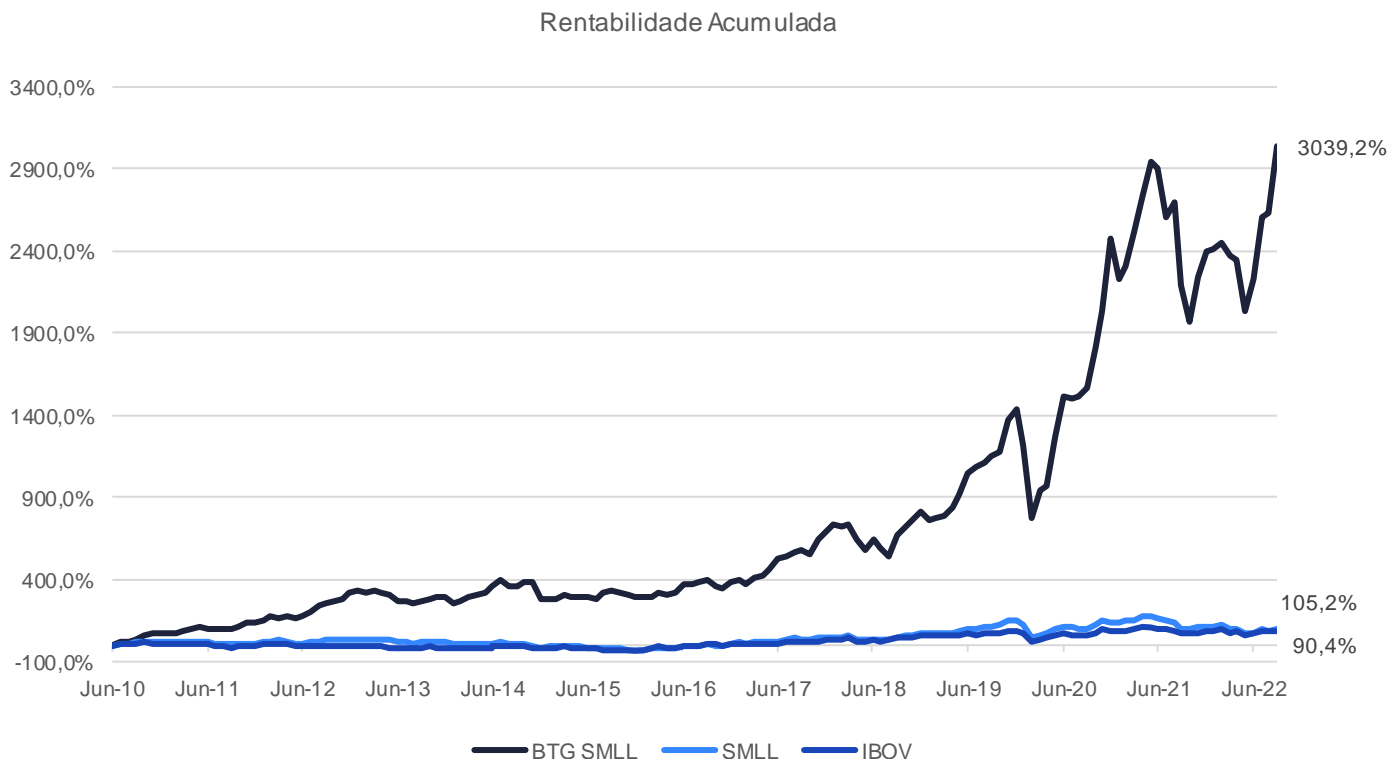


Fonte: BTG Pactual e Economática

Performance Histórica:

No mês de Outubro, a carteira BTG SMLL apresentou uma performance de +14,6%, contra uma performance de +7,3% do índice SMLL e de +5,5% do IBOV. Desde julho de 2010, a carteira acumula uma rentabilidade de 3.039,2%, contra 105,2% do SMLL e 90,4% do IBOV.

Gráfico 9: Performance Histórica (desde outubro de 2009)



Fonte: BTG Pactual e Economática

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%	16,1%	1,2%	14,6%			34,2%	-1,3%	3039,2%	105,2%	90,4%

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 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