



Carteira Recomendada de Ações – Small Caps

Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Fevereiro 2023

Carlos Sequeira, CFA

New York – BTG Pactual US Capital LLC

Osni Carfi

São Paulo – Banco BTG Pactual

Guilherme Guttilla

São Paulo – Banco BTG Pactual

Bruno Lima

São Paulo – Banco BTG Pactual

Analise.acoes@btgpactual.com

Objetivo da Carteira

A Carteira Recomendada de Ações – Small Caps (BTG SMLL) tem como objetivo capturar as melhores oportunidades e performances do mercado de small caps brasileiro, sendo composta por 10 ativos selecionados pela equipe de análise e estratégia do BTG Pactual. Dentre o universo de ações analisadas, estão empresas que possuem um valor de mercado informal de até R\$ 15 bilhões, tendo como benchmark o índice de small caps brasileiro (SMLL).

Pontos Principais

O Brasil está barato e o mundo está ajudando

Embora haja muitos desafios quando olhamos para as perspectivas econômicas do Brasil, um cenário econômico global mais benigno levou as ações locais a um desempenho relativamente bom em janeiro (+3,4% em Real; +7,4% em USD). Esperamos que o debate econômico aqui avance para um terreno mais positivo nos próximos meses, e que melhores perspectivas para a economia global, incluindo a reabertura da China, possam continuar a ter implicações positivas para os países emergentes, especialmente exportadores de commodities como o Brasil.

Os recém-chegados

Vamos, Cielo, Smartfit e São Martinho são as novidades deste mês.

Quem fica e quem sai

3R Petroleum, Santos Brasil, Desktop, Cury, Embraer e Porto Seguro mantêm suas posições, enquanto Mills, Sinqia, Banco ABC e Grupo Mateus 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
Porto Seguro	PSSA3	10%	39	16.525	n.a.	n.a.	10,5x	11,3x	1,6x	1,6x
Vamos	VAMO3	10%	40	14.875	8,0x	7,3x	18,3x	13,5x	3,4x	2,9x
Cielo	CIEL3	10%	123	13.499	2,4x	2,3x	7,3x	6,0x	0,6x	0,6x
Embraer	EMBR3	10%	104	12.011	8,0x	7,0x	15,1x	11,7x	0,8x	0,8x
Smart Fit	SMFT3	10%	15	9.304	8,6x	7,9x	31,0x	14,0x	2,1x	1,8x
3R Petroleum	RRRP3	10%	200	9.104	4,0x	1,7x	3,7x	2,3x	1,2x	0,8x
São Martinho	SMTO3	10%	59	8.663	3,3x	2,9x	9,3x	7,7x	1,6x	1,4x
Santos Brasil	STBP3	10%	43	7.608	7,1x	6,5x	13,2x	12,7x	3,0x	3,0x
Cury	CURY3	10%	20	3.908	6,7x	5,4x	7,0x	6,5x	4,4x	3,6x
Desktop	DESK3	10%	2	768	4,4x	3,6x	5,8x	3,1x	0,7x	0,6x

Fonte: BTG Pactual e Economática

O Brasil está barato e o mundo está ajudando

Embora haja muitos desafios quando olhamos para as perspectivas econômicas do Brasil, um cenário econômico global mais benigno levou as ações locais a um desempenho relativamente bom em janeiro (+3,4% em Real; +7,4% em USD).

A queda da inflação global pode desencadear o fim dos ciclos de aperto monetário – alguns acham que o FED pode começar a cortar as taxas ainda este ano – e embora a atividade econômica mais lenta ainda seja provável na Europa e nos EUA, uma recessão econômica nessas regiões em 2023 pode ser menos aguda do que inicialmente esperado.

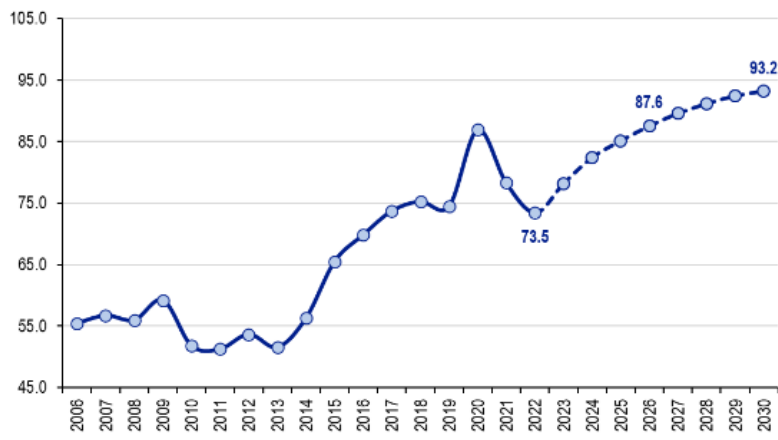
Na China, a reabertura econômica após um longo período de medidas altamente restritivas para impedir a propagação da Covid e uma desalavancagem ordenada do importante setor imobiliário do país podem impulsionar o crescimento do PIB em 2023 para 4,5-5% (vs. 3,3% esperado em 2022). Um maior crescimento chinês deve sustentar os preços de commodities, beneficiando exportadores de commodities como Brasil e Chile.

O PIB chinês mais forte, a queda nas taxas de juros dos EUA e o enfraquecimento do dólar beneficiaram as moedas dos mercados emergentes e sustentaram os preços dos ativos.

No Brasil, as preocupações fiscais e a autonomia do Banco Central estão no centro do debate

Os ativos brasileiros se beneficiaram dos últimos desenvolvimentos econômicos globais, mas menos do que poderiam se não fossem as preocupações com sua situação fiscal. O pacote de expansão fiscal de R\$ 170 bilhões/ano aprovado no final do ano passado colocou a dívida bruta do país em uma trajetória ascendente – nossa equipe macroeconômica espera que a dívida bruta sobre o PIB cresça de 74% em 2022 para 78% em 2023, 88% em 2026 e 93% em 2030.

Gráfico 1: Dívida Bruta do Setor Público (% do PIB)



Fonte: Banco Central do Brasil, BTG Pactual

O governo anunciou um conjunto de medidas fiscais de R\$ 242,7 bilhões para reduzir o *déficit* primário previsto para os próximos anos. O movimento é uma primeira tentativa de compensar maiores gastos gerados pelo pacote de expansão aprovado no ano passado. Mas as medidas parecem insuficientes, seja pela falta de apoio político de alguns itens, ou devido à incerteza sobre o potencial impacto fiscal de outras medidas. Nossa equipe macroeconômica estima que apenas R\$ 49 bilhões dos R\$ 243 bilhões propostos devem se concretizar.

Tabela 1: Pacote fiscal altamente dependente de receitas extraordinárias e incertas

Medidas Fiscais	Impacto - Estim. Oficial		Impacto - Estim. BTG		Observação
	R\$ bi	% PIB	R\$ bi	% PIB	
Reestimativa de receita	36,40	0,3%	0,0	0,0%	Já em nossa projeção
Medidas permanentes	108,28	1,0%	24,0	0,2%	-
Redução da dedução fiscal relativa ao ICMS (IVA estadual)	30,00	0,3%	30,0	0,3%	provável (dúvidas sobre o impacto)
Reintegração do PIS/COFINS sobre o combustível	28,88	0,3%	-6,0	-0,1%	a partir de Maio
Revisão de gastos	25,00	0,2%	0,0	0,0%	improvável
Contencioso Fiscal (Conselho Administrativo de Recursos Fiscais) - efeito permanente	15,00	0,1%	0,0	0,0%	altamente incerto
Regularização fiscal voluntária - efeito permanente	5,00	0,0%	0,0	0,0%	altamente incerto
Reintegração do PIS/COFINS sobre a receita financeira	4,40	0,0%	0,0	0,0%	Já em nossa projeção
Medidas Extraordinárias	98,00	0,9%	25,0	0,2%	-
Contencioso Fiscal (Conselho Administrativo de Recursos Fiscais) - efeito extraordinário	35,00	0,3%	0,0	0,0%	altamente incerto
Menor execução de investimento	25,00	0,2%	25,0	0,2%	provável
Fundos não reclamados do PIS/Pasep	23,00	0,2%	0,0	0,0%	Já em nossa projeção
Regularização fiscal voluntária - efeito extraordinário	15,00	0,1%	0,0	0,0%	altamente incerto
Impacto Total	242,68	0,0	49,0	0,0	-

Fonte: Ministério da Fazenda, estimativas do BTG Pactual

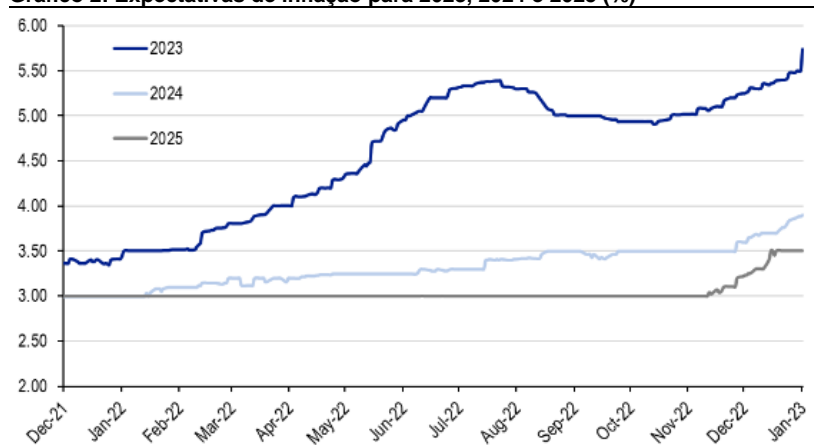
As expectativas de inflação estão mais altas, conforme pesquisa Focus

As expectativas de inflação se deterioraram continuamente nas últimas semanas. Segundo a pesquisa Focus do Banco Central, as expectativas para 2023 e 2024 (horizonte atual da política monetária) subiram de 5,31% e 3,65% há quatro semanas para 5,74% e 3,90%, e mesmo as expectativas além do horizonte da política monetária pioraram nas últimas semanas.

Apesar do anúncio de medidas para aumentar as receitas fiscais, a ausência de um quadro fiscal crível e a falta de sinais de uma trajetória sustentável da dívida/PIB têm cobrado o seu preço.

Talvez mais importante, o recente debate sobre as metas de inflação (Lula disse que elas deveriam subir) e as críticas à autonomia do Banco Central estão prejudicando a desancoragem das expectativas de inflação de longo prazo.

Mudar as metas de inflação agora, independentemente dos méritos do nível ótimo, é um recado muito ruim para os mercados e pode acabar tendo efeitos contrários sobre as taxas de juros – metas de inflação mais altas podem fazer com que as expectativas de inflação subam e forçar o Banco Central a aumentar ainda mais as taxas.

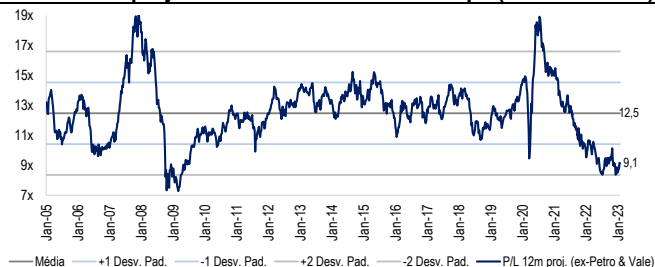
Gráfico 2: Expectativas de inflação para 2023, 2024 e 2025 (%)


Fonte: Focus Banco Central do Brasil, BTG Pactual

As ações brasileiras estão baratas mesmo em um ambiente de alta taxa de juros

As ações brasileiras estão sendo negociadas a 9,1x P/L de 12 meses projetados (ex-Petrobras e Vale), entre um e dois desvios padrão abaixo de sua média histórica de 12,5x e perto das mínimas de 2009. Incluindo a Petrobras e a Vale, as ações estão negociando em 7,2x, perto dos níveis vistos em 2005.

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



Fonte: Estimativas do BTG Pactual

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

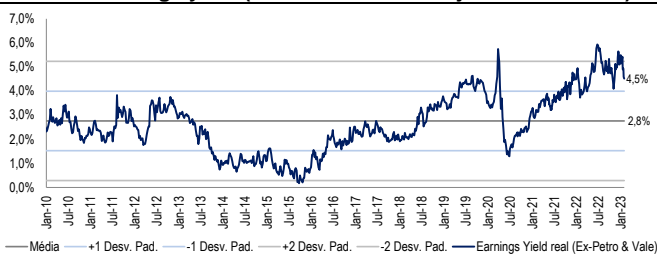


Fonte: Estimativas do BTG Pactual

Talvez mais interessante, o prêmio para manter ações, medido como o inverso do P/L menos as taxas de juros reais de 10 anos, é de 4,5%, entre um e dois desvios-padrão acima da média, apesar das altas taxas de longo prazo (NTN-Bs 2035 estarem pagando inflação +6,4%).

Mas se a situação fiscal do Brasil não for resolvida nos próximos meses, o risco é que as taxas de câmbio subam ainda mais, fazendo com que as ações tenham um desempenho inferior.

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



Fonte: Estimativas do BTG Pactual

Gráfico 6: Títulos públicos de longo prazo (NTN-B 2035)



Fonte: Estimativas do BTG Pactual

Revisões de lucros para baixo podem sinalizar valuations mais caros

As projeções de lucros das empresas listadas brasileiras estão sendo revisadas para baixo para levar em consideração o crescimento econômico marginalmente mais baixo em 2023 (0,8% de acordo com a pesquisa Focus) e taxas de juros potencialmente altas por mais tempo.

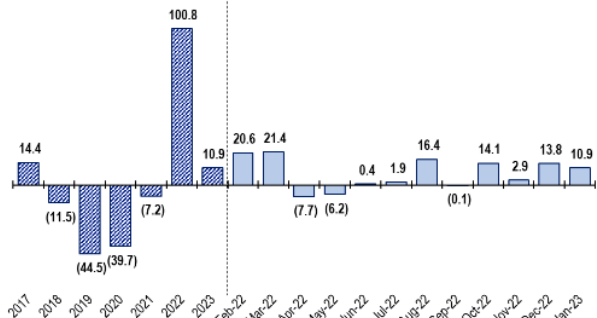
Nossa equipe de Equity Research agora projeta que os lucros consolidados crescerão 4,8% (reais nominais) em 2023, abaixo dos 7,7% de alguns meses atrás. A maior parte da revisão para baixo envolveu empresas basicamente expostas ao mercado doméstico, que agora devem crescer 10,3% contra 13,6% há alguns meses – nossas equipes dos setores financeiro e varejo recentemente cortaram suas estimativas para algumas empresas que cobrimos.

Vemos fortes chances de outras equipes cortarem suas projeções de lucros.

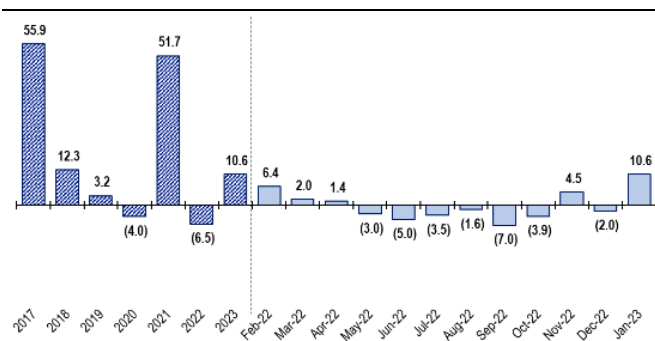
Estrangeiros entrando; Recursos ainda saindo de fundos de ações locais

O fluxo de entrada de investidores estrangeiros continua forte no início do ano. Depois de R\$ 100 bilhões em 2022 e R\$ 31 bilhões apenas no 4T22, os estrangeiros alocaram outros R\$ 11 bilhões em ações brasileiras em janeiro.

A percepção de que as ações brasileiras estão baratas, aliada à reabertura da China, seus impactos positivos para a economia brasileira e uma melhor visão geral do estado da economia global, colocaram os mercados emergentes de volta no radar dos investidores. O fluxo de entrada em Fundos de Mercados Emergentes foi de US\$ 10,6 bilhões em janeiro.

Gráfico 7: Fluxo de entrada de estrangeiros em ações brasileiras (R\$ bi)


Fonte: B3, BTG Pactual

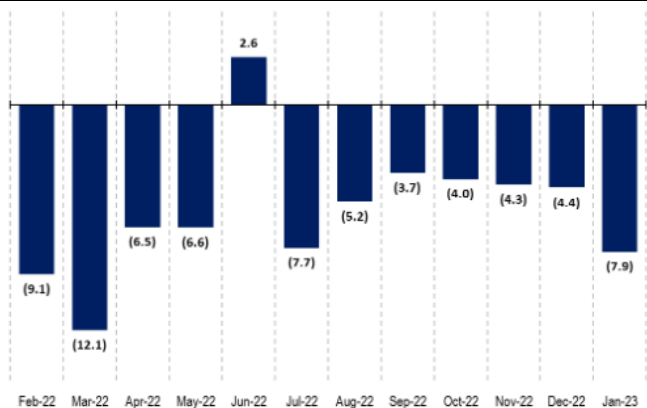
Gráfico 8: Fluxos para Fundos G.E.M (US\$ bilhões)


Fonte: EPFR, BTG Pactual

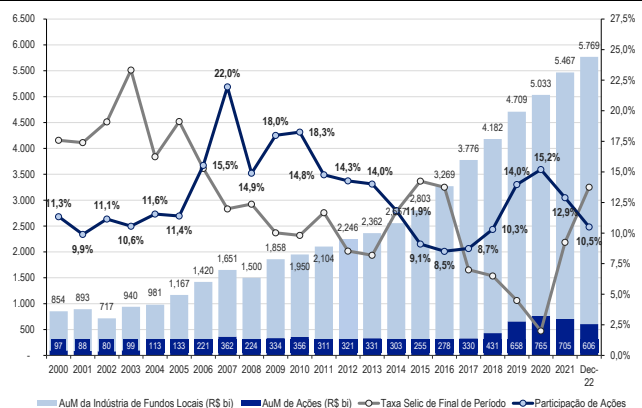
Os fundos de ações locais sofreram resgates em 13 dos últimos 14 meses devido ao aumento das taxas de juros, com um fluxo de saída de R\$ 71 bilhões em 2022.

Os resgates desaceleraram e somaram R\$ 3,7 bilhões em setembro, mas voltaram a subir em outubro devido às preocupações com as contas fiscais do governo e, portanto, às expectativas de que os juros possam permanecer altos por mais tempo, levando os investidores a aumentar ainda mais sua alocação em instrumentos de renda fixa.

Em janeiro, os resgates de fundos de ações locais foram de R\$ 7,9 bilhões, a maior desde março de 2022. Em 2022, as alocações de ações por fundos multimercados locais foram de 10,5%, abaixo dos 15,2% em 2020.

Gráfico 9: Captação Líquida Mensal de Fundo de Ações (R\$ bi)


Fonte: Anbima, Estimativa BTG Pactual

Gráfico 10: Alocações de Fundos Locais


Fonte: Anbima, Estimativa BTG Pactual

As alocações em ações brasileiras por fundos globais e de Mercados Emergentes aumentaram consistentemente de meados de 2022 a outubro e depois caíram em novembro-dezembro devido a novas preocupações com a política fiscal.

A exposição ao Brasil de fundos Latam caiu de 62,15% em outubro para 58,61% em novembro, mas recuperou um pouco em dezembro para 59,12%. Grande parte dessas alocações foi para México, Chile e Peru. Com a entrada em ações brasileiras novamente forte em janeiro, as alocações relativas ao Brasil podem aumentar no mês.

Tabela 2: Alocação de Fundos para o Brasil

Data	Alocações de fundos em Brasil			
	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%
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%
Oct-22	7,93%	0,53%	0,90%	62,15%
Nov-22	6,45%	0,42%	0,74%	58,61%
Dec-22	6,31%	0,42%	0,68%	59,12%

Fonte: Anbima, Estimativa BTG Pactual

Tabela 3: Alocação de fundos de América Latina

Data	Alocação de fundos de América Latina					
	Argentina	Brasil	Chile	Colômbia	México	Peru
Dec-15	1,11%	43,09%	9,76%	2,25%	35,93%	3,48%
Dec-16	1,48%	56,03%	8,01%	2,03%	23,95%	4,07%
Dec-17	3,49%	56,42%	8,80%	1,82%	22,02%	3,43%
Dec-18	2,36%	59,85%	6,45%	1,52%	21,46%	3,74%
Dec-19	1,61%	65,86%	5,21%	1,67%	18,73%	3,08%
Dec-20	2,81%	62,71%	5,50%	1,13%	20,85%	2,49%
Dec-21	3,24%	55,09%	5,76%	1,08%	27,87%	2,27%
Dec-21	3,24%	55,09%	5,76%	1,08%	27,87%	2,27%
Mar-22	2,59%	58,61%	5,38%	0,96%	24,51%	2,34%
Apr-22	2,49%	58,56%	5,55%	1,21%	24,43%	2,03%
May-22	2,22%	58,91%	5,85%	1,19%	23,81%	1,97%
Jun-22	2,27%	57,41%	5,69%	1,11%	25,68%	2,10%
Jul-22	2,85%	60,14%	5,18%	0,96%	24,71%	2,28%
Aug-22	2,71%	60,16%	5,30%	0,81%	23,38%	2,07%
Sep-22	2,58%	61,31%	4,76%	0,79%	24,46%	2,35%
Oct-22	2,50%	62,15%	4,40%	0,75%	24,73%	2,60%
Nov-22	2,51%	58,61%	4,94%	0,89%	26,89%	3,10%
Dec-22	2,35%	59,12%	5,04%	0,88%	25,73%	3,09%

Fonte: Anbima, Estimativa BTG Pactual

Carteira Recomendada de Ações – Small Caps:

Vamos, Cielo, Smartfit e São Martinho são as novidades deste mês. 3R Petroleum, Santos Brasil, Desktop, Cury, Embraer e Porto Seguro mantêm suas posições, enquanto Mills, Sinqia, Banco ABC e Grupo Mateus saem.

Janeiro				Fevereiro			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Mateus	Varejo	GMAT3	10%	Porto Seguro	Financeiro ex-Bancos	PSSA3	10%
Embraer	Bens de Capital	EMBR3	10%	Vamos	Aluguel de Veículos	VAMO3	10%
Porto Seguro	Financeiro ex-Bancos	PSSA3	10%	Cielo	Financeiro ex-Bancos	CIEL3	10%
3R Petroleum	Petróleo & Gás	RRRP3	10%	Embraer	Bens de Capital	EMBR3	10%
Santos Brasil	Infraestrutura	STBP3	10%	Smart Fit	Varejo	SMFT3	10%
Sinqia	Tecnologia	SQIA3	10%	3R Petroleum	Petróleo & Gás	RRRP3	10%
Banco ABC	Bancos	ABCB4	10%	São Martinho	Agronegócio	SMTO3	10%
Cury	Construção Civil	CURY3	10%	Santos Brasil	Infraestrutura	STBP3	10%
Mills	Bens de Capital	MLS3	10%	Cury	Construção Civil	CURY3	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
Porto Seguro	PSSA3	10%	39	16.525	n.a.	n.a.	10,5x	11,3x	1,6x	1,6x
Vamos	VAMO3	10%	40	14.875	8,0x	7,3x	18,3x	13,5x	3,4x	2,9x
Cielo	CIEL3	10%	123	13.499	2,4x	2,3x	7,3x	6,0x	0,6x	0,6x
Embraer	EMBR3	10%	104	12.011	8,0x	7,0x	15,1x	11,7x	0,8x	0,8x
Smart Fit	SMFT3	10%	15	9.304	8,6x	7,9x	31,0x	14,0x	2,1x	1,8x
3R Petroleum	RRRP3	10%	200	9.104	4,0x	1,7x	3,7x	2,3x	1,2x	0,8x
São Martinho	SMTO3	10%	59	8.663	3,3x	2,9x	9,3x	7,7x	1,6x	1,4x
Santos Brasil	STBP3	10%	43	7.608	7,1x	6,5x	13,2x	12,7x	3,0x	3,0x
Cury	CURY3	10%	20	3.908	6,7x	5,4x	7,0x	6,5x	4,4x	3,6x
Desktop	DESK3	10%	2	768	4,4x	3,6x	5,8x	3,1x	0,7x	0,6x

Fonte: BTG Pactual e Econômica

São Martinho (SMTO3)

Estamos adicionando a SMTO ao nosso portfólio. O setor de Açúcar & Etanol passou por uma tempestade perfeita nesta safra, em uma combinação de (i) menores rendimentos agrícolas decorrentes de secas e geadas da safra anterior, que resultaram em desalavancagem operacional e maiores custos unitários de produção; (ii) a redução de impostos estaduais e federais sobre combustíveis, que derrubaram os preços do etanol; (iii) preços menores do açúcar, na expectativa de que o Brasil mude seu mix de produção de energia para alimentos; e (iv) preços da CBio abaixo do esperado, uma vez que as metas de aquisição foram adiadas. A ação obviamente sofreu, mas também esperamos uma história mais positiva pela frente. As chuvas favoráveis até agora devem permitir a recuperação da produtividade na safra 23/24, provocando uma muito bem-vinda diluição de custos fixos, enquanto os preços dos fertilizantes também recuaram significativamente. Depois de muitas idas e vindas, parece estar se formando um consenso de que as isenções de impostos federais sobre combustíveis devem ser encerradas até o final de fevereiro, respaldado também pela orientação constitucional que obriga o governo a conceder impostos menores sobre combustíveis renováveis em relação aos seus substitutos fósseis. Além disso, os preços do petróleo continuam elevados e a PETR ostenta uma capacidade um tanto limitada de conter os preços da gasolina com base em seu estatuto e no fato de o Brasil ser um importador líquido de derivados de petróleo. Os preços do açúcar também têm estado surpreendentemente fortes devido ao aperto na oferta de curto prazo do Brasil e da Índia. E há o valuation, com as ações sendo negociadas em um mínimo histórico de 6,5x EV/EBIT 2023/24. Com um momento melhor pela frente, reiteramos a nossa Compra.

Vamos (VAMO3)

Nossa tese otimista reflete a oportunidade de “mercado azul” para a Vamos e as principais vantagens competitivas da empresa. Somos construtivos com a companhia e esperamos um quarto trimestre sólido, principalmente devido a: (i) os *yields* estão melhorando consistentemente, refletindo a capacidade da Vamos de repassar um custo de capital mais alto e um melhor mix de clientes; (ii) um sólido momento da divisão de concessionária, sustentando uma margem EBITDA próxima de ~10% e (iii) a concorrência no mercado de locação de caminhões continua mais fraca, em comparação com outros segmentos de locação. Negociando a 8x EV/EBITDA 23, reiteramos a Compra.

3R Petroleum (RRRP3)

Mantemos em nosso portfólio. Nos últimos meses, ouvimos muitas críticas dos investidores relacionadas ao fato de que a RRRP ainda precisava concluir várias de suas aquisições, juntamente com o ceticismo em relação ao *funding* para Potiguar. Sim, Papa-Terra e Potiguar são ativos importantes que ainda não atingiram todo o seu potencial, mas vemos um cenário positivo para que a ação. Por fim, reforçamos nossa visão de que os fundamentos são muito favoráveis: (i) o valuation é pouco exigente (3,1x e 1,4x EBITDA para 2023 e 2024, respectivamente), (ii) os riscos de execução parecem bem equilibrados e (iii) vemos o preço das ações nos preços do Brent abaixo de US\$ 65/bbl a partir do próximo ano, o que parece improvável neste momento. Projetamos uma expansão de múltiplos gradual e acreditamos que a recente reformulação da gestão levará a uma melhoria; (i) da comunicação da empresa, (ii) alinhamento de interesses entre acionistas de referência e administração, (iii) e simplificação das operações, tudo isso deve desempenhar um papel relevante na redução da percepção de risco na tese de investimento e custo de capital.

Smart Fit (SMFT3)

As academias e estúdios de *fitness* estavam entre os mais impactados pela pandemia, atingidos por *lockdowns* e limites no número de pessoas que podiam ter aulas e treinos. Apesar de já apresentar uma tendência de recuperação, a indústria de academias enfrentou vários desafios no ano passado, incluindo a ameaça de recessão global, desafios contínuos da cadeia de suprimentos e taxas de juros em rápido aumento. Mas há motivos para otimismo, principalmente impulsionados por uma maior conscientização sobre saúde, condicionamento físico e esportes, além de nenhuma restrição de mobilidade. Ainda vemos riscos da tese de investimento para a Smartfit, como a inflação corroendo o poder de compra e prejudicando o fluxo de membros, mas a SMFT está muito bem posicionada para aumentar sua participação no mercado latino-americano (13%) por meio de quatro pilares: (i) grande escala na região, com 1.169 academias, 348 mil assinaturas digitais e 3,4 milhões de membros (*offline*) em 14 países a partir de setembro; (ii) *unit economics* atrativo das unidades das academias, com grandes melhorias de lucratividade recentemente graças à maior alavancagem operacional e iniciativas de otimização de custos; e (iii) exposição a um setor exposto à recuperação do consumo global de serviços, como já observado em muitos países. Portanto, apesar de um valuation premium (31x P/L 2023, 14x P/L 2024 e 8,6x EV/EBITDA 2023 pré-IFRS16), vemos boas perspectivas de crescimento nos próximos quatro anos e uma tese de investimento sólida para os próximos meses, dado o melhor momento de resultados.

Desktop (DESK3)

Provedor de serviços de internet (ISP) líder 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 se tornou acionista controlador em fev/20, ele tem feito movimentos grandes e ousados ao comprar operações grandes e de alta qualidade que combinam perfeitamente com suas próprias operações. Vemos a Desktop como uma excelente oportunidade para os investidores, tornando-a nossa Top Pick entre as ISPs. A estrutura de capital da empresa deve melhorar após o aumento de capital, permitindo acelerar a atividade de M&A. E considerando que o setor de telecomunicações é intensivo em capital, muitos pequenos provedores estão tendo dificuldades para manter suas operações funcionando

content.btgpactual.com.br

no ambiente de alta taxa de juros, potencialmente abrindo oportunidades atraentes de M&As. A 5,8x P/L 2023E, ela é negociada com um grande desconto para ISPs globais (15x) e empresas de telecomunicações integradas globais (11x).

Cury (CURY3)

A Cury está muito bem-posicionada para se beneficiar das recentes mudanças no programa CVA (o governo anunciou alguns aumentos nos subsídios que devem impulsionar um aumento nos preços de venda de novas residências e aumentar a velocidade de vendas). Enquanto isso, a empresa está entregando margens altas e tem um forte *pipeline* de lançamentos. A ação também é a nossa principal escolha no segmento imobiliário devido: (i) a sua execução impecável; (ii) ventos favoráveis das recentes revisões positivas do programa CVA; (iii) forte crescimento operacional, com o melhor ROE do setor; e (iv) valuation atrativo (7,0x P/L 2023E). Dessa forma, estamos mantendo Cury em nosso portfólio de Small Caps.

Embraer (EMBR3)

Após um fraco desempenho operacional no terceiro trimestre, a Embraer reafirmou seu guidance para o ano fiscal de 2022, com entregas sólidas no quarto trimestre, refletindo a recuperação da aviação comercial e o forte momentum do segmento executivo. A maior parte dessa perspectiva de entrega melhorada é impulsionada pela diminuição da escassez de componentes, a principal razão por trás do fraco desempenho no terceiro trimestre. Além do melhor momento de resultados, a Embraer fornece exposição à indústria de aviação em recuperação e continua sendo uma tese de valor interessante (por exemplo, ramp up do eVTOL, segurança cibernética, segmento de defesa e arbitragem da Boeing). Além disso, vemos as ações negociando a um valuation atraente de 8x EV/EBITDA23 (vs. média internacional de pares de 14x), oferecendo um bom ponto de entrada.

Santos Brasil (STBP3)

Continuamos otimistas com base em um forte momento operacional, favorecido por um ambiente favorável de preços e um valuation atrativo. Nossa visão de longo prazo reflete: (i) um melhor ambiente regulatório na indústria portuária; (ii) melhor dinâmica competitiva em Santos, criando condições de preços favoráveis para STBP; (iii) perspectivas positivas para o setor portuário/infraestrutura; e (iv) um balanço sólido, sustentado por sua posição de caixa líquido. O maior contrato da Santos Brasil para o Tecon Santos expira no final de março e as negociações para renovação foram iniciadas, para as quais esperamos um aumento de preço de 25 a 30%, o que deve gerar uma grande expansão do EBITDA neste ano (+30% a/a em nossa estimativa). Negociando a 11% de TIR real, vemos a tese de investimento se tornar ainda mais atraente.

Cielo (CIEL3)

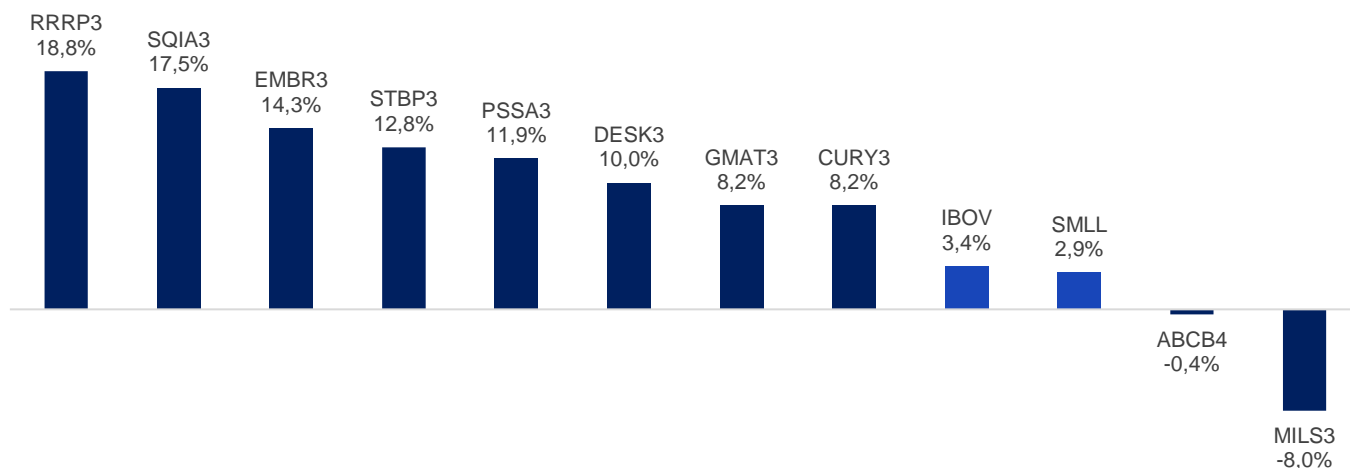
Apesar das ações subirem 143% em 2022, reiteramos nossa visão positiva sobre a Cielo, que apresentou mais um bom resultado trimestral no 4T22, trazendo o lucro líquido recorrente para R\$ 910 milhões no 2S22. Anualizando isso, atingimos um resultado anual de R\$ 1,8 bilhão em 2023. Mas o limite regulatório anunciado recentemente para as taxas de intercâmbio (que vemos como positivo para “players puramente adquirentes” como a Cielo) sustenta nossa estimativa de que o lucro líquido pode chegar a R\$ 2,0 bilhões em 2023. Além disso, um mercado de crédito mais difícil à frente nos deixa ainda mais otimistas em seus negócios de pré-pagamento, sugerindo uma assimetria positiva para os resultados de 2023. Com um valuation atraente (P/L 23 em 7,3x/lucro recorrente), juntamente com sólidos fundamentos operacionais e resultados, ainda a vemos como uma ótima ação para possuir, pelo menos no curto prazo.

Porto Seguro (PSSA3)

Conforme visto nos últimos trimestres, a sinistralidade dos seguros de automóveis tem se mostrado pressionada, pois a menor oferta de veículos elevou os preços dos carros, o que continuou impactando os resultados de 2022. No entanto, agora esperamos que seus resultados melhorem significativamente nos próximos trimestres (e especialmente em 2023), pois a repactuação de suas apólices de seguro de automóveis começa a impactar os resultados e melhorar significativamente a sinistralidade. Esperamos que a empresa reporte números melhores do que as projeções no quarto trimestre, enquanto as expectativas de uma redução mais forte nos preços dos carros podem ser um aspecto positivo importante (como aconteceu no mercado dos EUA). Assim, podemos ver um risco positivo para nossa projeção de lucro líquido de R\$ 1,5 bilhão em 2023 (+53% a/a). Com baixa exposição ao risco político e mudanças regulatórias, acreditamos que o valuation esteja atraente (em 10,5x P/L 23), e um forte momentum esperado de lucros deve ser uma boa combinação para o bom desempenho da ação nos próximos meses.

Rentabilidade Histórica:

Gráfico 11: Performance por ação em Janeiro de 2023

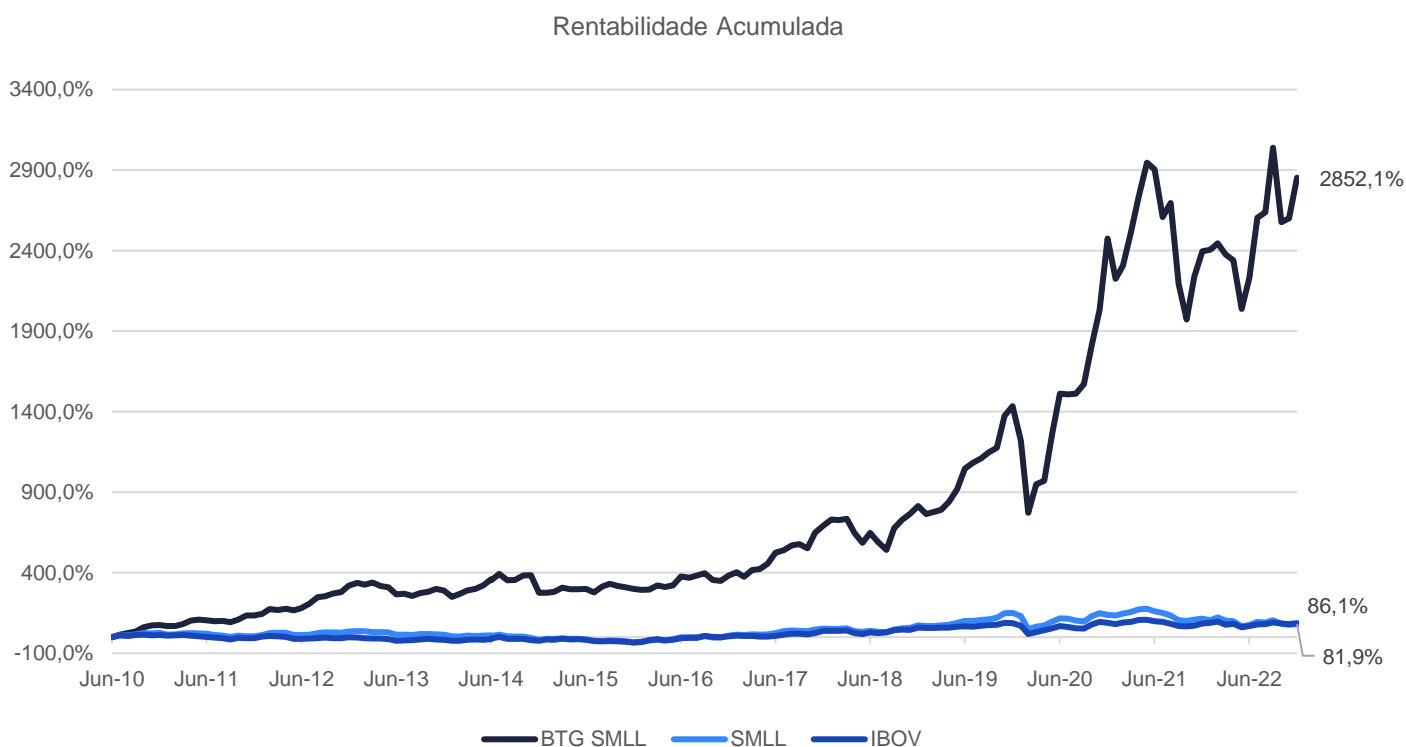


Fonte: BTG Pactual e Econômica

Performance Histórica:

No mês de Janeiro, a carteira BTG SMLL apresentou uma performance de +9,3%, contra uma performance de 2,9% do índice SMLL e de 3,4% do IBOV. Desde julho de 2010, a carteira acumula uma rentabilidade de 2.852,1%, contra 81,9% do SMLL e 86,1% do IBOV.

Gráfico 12: 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 SMALL no ano	SMML no ano	BTG SMALL Acum.	SMML 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%	-14,7%	0,9%	15,4%	-15,1%	2600,3%	76,7%	80,1%
2023	9,3%												9,3%	2,9%	2852,1%	81,9%	86,1%

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.

- 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

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição somente no Brasil, sob circunstâncias permitidas pela regulamentação vigente. BTG Pactual S.A. é o responsável pela distribuição desse relatório no Brasil. Nada nesse relatório constitui indicação de que a estratégia de investimento ou recomendações aqui citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Este relatório possui caráter informativo, não constitui material promocional e não foi produzido como uma solicitação de compra ou venda de qualquer ativo ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição. Os dados que aparecem nos gráficos referem-se ao passado, a rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Os preços e demais informações contidas neste relatório são críveis e dignas de confiança na data de publicação do mesmo e foram obtidas de uma ou mais das fontes que seguem: (i) fontes expressas ao lado da informação; (ii) preço de cotação no principal mercado regulado do valor mobiliário em questão; (iii) fontes públicas confiáveis; ou (iv) base de dados do BTG Pactual S.A.

Nenhuma garantia ou declaração, tanto expressa quanto implícita, é provida em relação à exatidão, abrangência ou confiabilidade das informações aqui contidas, com exceção das informações referentes ao BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas. Também não tem o intuito de ser uma declaração completa ou um resumo sobre os ativos, mercados ou estratégias abordados no documento. Em todos os casos, investidores devem conduzir suas próprias investigações e análises antes de proceder ou deixar de proceder qualquer ação relacionada aos valores mobiliários analisados neste relatório. BTG Pactual S.A. não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. BTG Pactual S.A. 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. BTG Pactual S.A. não tem obrigações fiduciárias com os destinatários deste relatório e, ao divulgá-lo, não apresenta capacidade fiduciária.

O presente relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício do seu próprio julgamento. Opiniões, estimativas e projeções expressas aqui constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data na qual foi preparada e por isso, está sujeito a mudanças sem aviso e pode diferir ou ser contrário a opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual, BTG Pactual S.A. e suas afiliadas ou subsidiárias como resultado do uso de diferentes hipóteses e critérios.

Preços e disponibilidade de instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a mudanças sem aviso.

A análise contida aqui é baseada em diversas hipóteses. Diferentes hipóteses podem ter resultados substancialmente diferentes.

Os analistas responsáveis pela preparação deste relatório podem interagir com a mesa de operações, mesa de vendas e outros departamentos, com o intuito de reunir, sintetizar e interpretar informações de mercado. BTG Pactual S.A. não está sob a obrigação de atualizar ou manter atualizada a informação contida neste relatório.

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 BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do 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 BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

Os ativos mencionados neste relatório podem não estar disponíveis para venda em todas as jurisdições ou para certas categorias de investidores. Opções, derivativos e futuros não são adequados a todos os investidores e a negociação desses tipos de instrumentos é considerada arriscada. Hipotecas e ativos lastreados em títulos de crédito podem envolver alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta às taxas de juros ou outras variáveis de mercado. Performance passada não é indicação de resultado futuro. Se um instrumento financeiro é cotado em uma moeda que não a do investidor, mudanças nas taxas de câmbio podem afetar de forma adversa o valor, o preço ou o retorno proveniente de qualquer ativo mencionado nesse documento e o leitor deve considerar o risco relacionado ao descasamento de moedas.

Este relatório não leva em consideração objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades especiais de nenhum investidor em particular. Investidores devem buscar orientação financeira baseada em suas particularidades antes de tomar qualquer decisão de investimento baseadas nas informações aqui contidas. Para recomendações de investimento, execução de ordens de negociação ou outras funções correlacionadas, os clientes devem contatar seus representantes de vendas locais. O BTG Pactual S.A., 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 presente relatório.

Qualquer preço apresentado neste relatório possui caráter informativo e não representa avaliação individual do valor de mercado do ativo ou outro instrumento. Não há garantias de que qualquer transação pode ou pôde ter sido efetuada nos preços apresentados neste relatório. Os preços eventualmente apresentados não necessariamente representam os preços contábeis internos ou os preços teóricos provenientes de avaliação por modelos do BTG Pactual S.A. e podem estar baseados em premissas específicas. Premissas específicas assumidas pelo BTG Pactual S.A. ou por terceiros podem ter resultados substancialmente diferentes.

Este relatório não pode ser reproduzido ou distribuído por qualquer outra pessoa, parcialmente ou em sua totalidade, sem o prévio consentimento por escrito do BTG Pactual S.A.

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