



Carteira Recomendada de Ações – Small Caps

Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Fevereiro 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 Digital

Luiz Temporini

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

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

Compre Brasil; Muito já está precificado

Mesmo após o forte desempenho de janeiro, os valuations no Brasil continuam muito atrativos, com as ações locais (sem Petro&Vale) negociadas a 10,5x P/L projetado de 12 meses. Na verdade, os valuations são atraentes mesmo em um cenário de taxas de juros reais de longo prazo muito altas. O prêmio para manter ações é de 4,0%, um desvio padrão acima de seu nível histórico.

Os recém-chegados

Iguatemi, São Martinho e Orizon são as novidades deste mês.

Quem fica e quem sai

CBA, Locaweb, 3R Petroleum, Santos Brasil, Banco ABC, Desktop e Sinqia mantêm suas posições, enquanto Track & Field, 3tentos e Clearsale saem.

Carteira Recomendada de Ações – Small Caps:

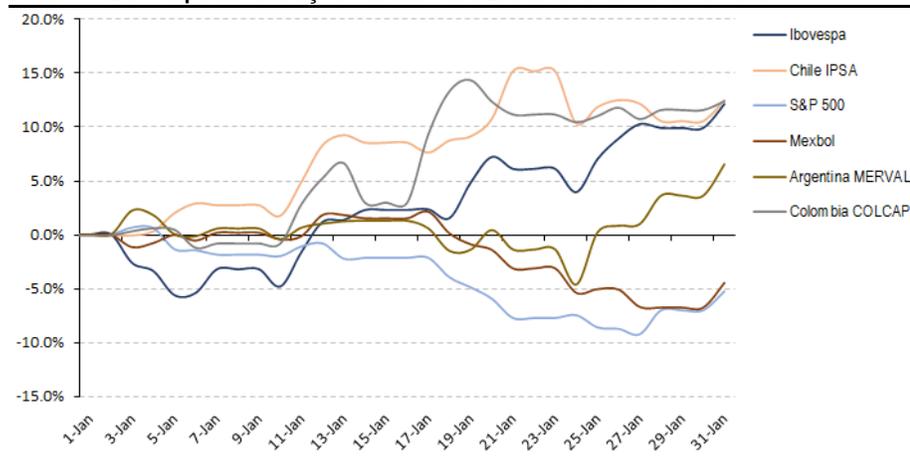
| Empresa | Ticker | Peso | Volume Médio Diário (R\$ mi) | Market Cap. (R\$ mi) | P/L | | EV/EBITDA | | P/V/P | |
|---------------|--------|------|------------------------------|----------------------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2022E | 2023E | 2022E | 2023E | 2022E | 2023E |
| São Martinho | SMT03 | 10% | 45 | 12.726 | 4,3x | 4,2x | 11,3x | 10,6x | 2,7x | 2,6x |
| CBA | CBAV3 | 10% | 37 | 10.332 | 3,6x | 4,0x | 5,6x | 6,3x | 1,9x | 1,6x |
| 3R Petroleum | RRRP3 | 10% | 107 | 7.747 | 4,0x | 2,7x | 6,5x | 2,7x | 1,4x | 1,0x |
| Santos Brasil | STBP3 | 10% | 32 | 6.020 | 8,5x | 6,9x | 15,8x | 13,5x | 2,5x | 2,2x |
| Locaweb | LWSA3 | 10% | 125 | 5.715 | n.a. | n.a. | 24,1x | 19,2x | - | - |
| Iguatemi | IGT11 | 10% | 47 | 3.770 | 10,6x | 9,5x | 27,6x | 22,9x | 1,6x | 1,6x |
| Banco ABC | ABCB4 | 10% | 14 | 3.486 | n.a. | n.a. | 4,9x | 4,4x | 0,7x | 0,6x |
| Orizon | ORVR3 | 10% | 11 | 2.003 | 10,0x | 8,3x | 19,8x | 14,4x | 3,8x | 3,0x |
| Desktop | DESK3 | 10% | 6 | 1.712 | 5,9x | 4,3x | 13,1x | 9,2x | 1,7x | 1,5x |
| Sinqia | SQIA3 | 10% | 18 | 1.656 | 13,6x | 11,3x | 42,3x | 28,1x | 3,0x | 2,7x |

Fonte: BTG Pactual

Compre Brasil; Muito já está precificado

Depois de ser o mercado de ações da América Latina com pior desempenho em 2021 (-18% em USD), o Brasil lidera até agora em 2022 (+12% em USD).

Gráfico 1: Desempenho das ações da América Latina no acumulado do ano

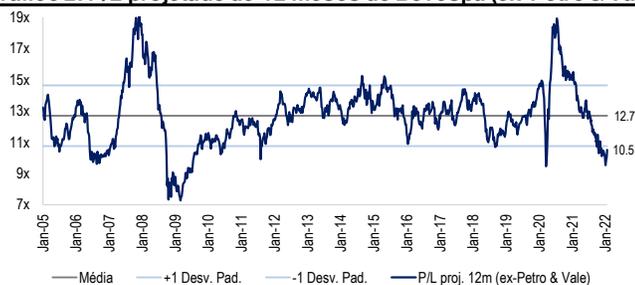


Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Mesmo após o forte desempenho de janeiro, os valuations no Brasil ainda são muito atrativos, com ações locais (ex-Petrobras e Vale) negociadas a 10,5x P/L projetado de 12 meses, um desvio padrão abaixo da média.

Os valuations são atrativos mesmo em um cenário de taxas de juros reais de longo prazo muito altas (taxas de longo prazo reais terminaram janeiro em 5,6%, ante 5,3% no final de dezembro). O prêmio para manter ações, medido como o inverso do P/L menos as taxas de juros reais de 10 anos, está em 4,0%, ou um desvio padrão acima de seu nível histórico.

Gráfico 2: P/L projetado de 12 meses do Bovespa (ex-Petro & Vale)



Fonte: Economática, estimativas BTG Pactual

Gráfico 1: Earnings Yield (L/P menos taxas de juros de 10 anos)



Fonte: Banco Central do Brasil, estimativas do BTG Pactual

Fundamentalmente, os ganhos do Ibovespa dependem do nível das taxas de juros reais de longo prazo, que, por sua vez, dependem da situação política e fiscal do país. Vemos espaço para que as taxas reais de longo prazo caíam em 2022, especialmente se ambos os candidatos se comprometerem com a disciplina fiscal durante a campanha eleitoral presidencial.

Assim, embora 2022 seja inevitavelmente um ano mais volátil, os atuais níveis de valuation significam que vemos espaço para as ações brasileiras se saírem bem. Estamos, assim, adicionando risco ao nosso portfólio e ganhando mais exposição à economia doméstica do Brasil.

Gráfico 2: Títulos governamentais de longo prazo (NTN-B 2035)



Fonte: Banco Central do Brasil

Ibovespa pode voltar à média histórica: 12,7x P/L projetado de 12 meses

Se as taxas reais de longo prazo voltarem a 4% e o país voltar a crescer, o Ibovespa poderá voltar a negociar a 12,7x P/L, que é sua média histórica. Para voltar a este valuation, o índice teria que subir para 135 mil pontos (+21%).

Abaixo está um exercício simples onde estimamos o valor justo do Ibovespa em cenários, que envolvem diferentes premissas para inflação de longo prazo, juros reais de longo prazo e crescimento real do PIB.

Nosso cenário base, embora otimista em relação à situação atual, parece viável se o Brasil voltar aos trilhos e assumirmos uma inflação de volta à meta (3,5%), taxas reais de longo prazo retornando a 4% e crescimento real do PIB de longo prazo de 2%. Com essas premissas, o múltiplo P/L justo do Ibovespa é de 12,7x, em linha com seu valuation histórico (ex-Petrobras e Vale).

Tabela 2: Múltiplo P/L alvo do Ibovespa em diferentes cenários

| | Cenário 1 | Cenário 2 | Cenário 3 | Cenário 4 | Cenário 5 | Cenário 6 |
|--------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| ROE | 15,0% | 15,0% | 15,0% | 15,0% | 15,0% | 15,0% |
| Ke | 14,0% | 13,0% | 12,0% | 10,5% | 9,5% | 8,5% |
| Inflação | 5,5% | 5,0% | 4,5% | 3,5% | 3,0% | 2,5% |
| Taxa real | 5,5% | 5,0% | 4,5% | 4,0% | 3,5% | 3,0% |
| Taxa de juros | 11,0% | 10,0% | 9,0% | 7,5% | 6,5% | 5,5% |
| Prêmio | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% |
| Crescimento | 5,5% | 5,5% | 6,0% | 5,5% | 5,5% | 5,5% |
| Inflação | 5,5% | 5,0% | 4,5% | 3,5% | 3,0% | 2,5% |
| Crescimento real | 0,0% | 0,5% | 1,5% | 2,0% | 2,0% | 3,0% |
| P/L alvo | 7,5x | 8,5x | 10,0x | 12,7x | 14,8x | 21,1x |
| P/L atual 2022 | 10,5x | 10,5x | 10,5x | 10,5x | 10,5x | 10,5x |
| IBOV | 112.143 | 112.143 | 112.143 | 112.143 | 112.143 | 112.143 |
| IBOV alvo | 79.904 | 90.587 | 106.803 | 135.284 | 158.226 | 225.473 |
| Potencial de valorização | -28,7% | -19,2% | -4,8% | 20,6% | 41,1% | 101,1% |

Fonte: estimativas do BTG Pactual

As taxas de juros locais estão subindo rápido e agressivamente

Enquanto o aperto da política monetária está apenas começando na maioria dos países, no Brasil, as taxas de juros de curto prazo estão subindo rápido e agressivamente. As taxas encerraram 2021 em 9,25%, de 2% no início de 2021, e espera-se que continue subindo para ~12% até o final de março – um aumento de 10% em menos de um ano.

A inflação atingiu o pico, e deve cair para ~5,5% até o fim do ano de 2022. Se a inflação cair nos próximos meses, talvez a discussão mude para quando as taxas começarão a cair (provavelmente não tão cedo, mas o debate por si só pode ser suficiente para elevar os preços das ações).

As taxas também subirão no resto do mundo, mas na maioria dos lugares ainda serão negativas em termos reais por algum tempo. Com os mercados acionários globais sob pressão, as ações brasileiras podem ser uma boa alternativa.

Risco nº 1: Correção excessiva nas economias centrais

Uma correção maciça nas ações globais seria motivo de preocupação, e isto poderia reduzir os valuations dos vencedores globais a níveis que poderiam funcionar como um teto para os valuations das ações de mercados emergentes. Embora isso seja possível, não acreditamos que uma forte correção nas economias centrais seja provável.

Eleições presidenciais: mais volatilidade, mas, em última análise, esperamos políticas macroeconômicas sólidas do candidato vencedor

As eleições presidenciais do Brasil (primeiro turno em 2 de outubro) aumentarão a volatilidade do mercado ao longo de 2022. No momento, é uma corrida direta entre o presidente de direita Bolsonaro e o ex-presidente de esquerda Lula. Ambos têm bases de apoio relativamente leais e são claros favoritos para chegar ao segundo turno.

Durante a campanha, ambos os candidatos têm incentivos para adequar seus discursos às suas bases leais de apoio da extrema direita e esquerda, o que significa que os discursos de campanha no primeiro turno deve ser mais radical, uma estratégia que pode adicionar volatilidade aos mercados.

Os discursos de campanha do segundo turno provavelmente devem ser atenuados. Talvez mais importante, uma vez eleito (ou reeleito no caso de Bolsonaro), qualquer um provavelmente terá que governar ao centro. No Brasil, os partidos de centro (centro-direita ou esquerda) dominam o Congresso, então qualquer presidente precisa do apoio político dos partidos de centro para governar com mão firme.

O cenário político pode trazer volatilidade e assustar alguns investidores, mas esperamos que o candidato vencedor elabore políticas macroeconômicas sólidas. Os mercados podem se acalmar e as taxas de juros de longo prazo podem cair, se o cenário eleitoral (ou seja, quem vai ganhar) ficar mais claro.

Risco nº 2: gastos mais altos nos próximos meses

Um risco palpável é a deterioração das contas fiscais do Brasil no curto prazo. A pressão por novos gastos e reduções de impostos (se aprovadas) está aumentando e pode ter um impacto relevante nas contas fiscais.

A proposta do governo de cortar/reduzir o imposto sobre combustíveis para combater a inflação dos combustíveis é uma dessas medidas que pode impactar maciçamente as contas fiscais do Brasil. Se todos os impostos forem cortados, o impacto total poderá ser de R\$ 241 bilhões, ou 2,6% do PIB.

Se apenas os impostos federais fossem cortados, o impacto seria muito menor (R\$ 69 bilhões ou 0,7% do PIB), mas a mensagem ainda seria muito ruim.

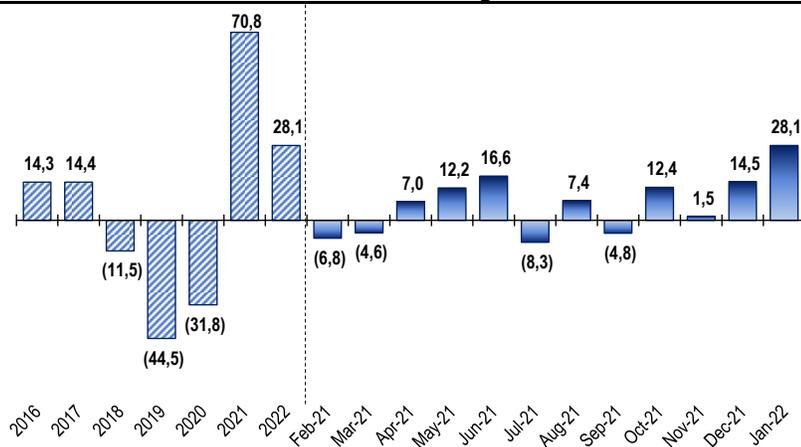
Tabela 3: Impacto da redução de impostos sobre combustíveis e energia (R\$ bi)

| | Total | Pis/Cofins | Cide | ICMS |
|---------------------------|------------|------------|----------|------------|
| Governo Federal | 69 | 66 | 3 | 0 |
| % PIB | 0,7% | 0,7% | 0,0% | 0,0% |
| Gasolina | 27 | 24 | 3 | - |
| Diesel | 20 | 20 | 0 | - |
| Etanol | 4 | 4 | 0 | - |
| Demais combustíveis | 4 | 4 | 0 | - |
| Gasolina de Aviação | 0 | 0 | 0 | - |
| Querosene de Aviação | 0 | 0 | 0 | - |
| Óleo Combustível | 1 | 1 | 0 | - |
| GLP | 2 | 2 | 0 | - |
| Querosene Iluminante | 0 | 0 | 0 | - |
| Energia Elétrica | 14 | 14 | 0 | - |
| Governos Estaduais | 172 | 0 | 0 | 172 |
| % PIB | 1,8% | 0,0% | 0,0% | 1,8% |
| Combustíveis | 108 | - | - | 108 |
| Energia Elétrica | 64 | - | - | 64 |
| TOTAL | 241 | 66 | 3 | 172 |
| % PIB | 2,6% | 0,7% | 0,0% | 1,8% |

Fonte: estimativas do BTG Pactual

O fluxo de investidores estrangeiros está subindo

Desde outubro, os investidores estrangeiros são compradores líquidos de ações brasileiras. Esse fluxo já era forte em dezembro (R\$ 14,5 bilhões), e em janeiro atingiu o pico de R\$ 28 bilhões.

Gráfico 3: Fluxos de entrada de investidores estrangeiros


Fonte: B3, BTG Pactual

O fluxo de saída de fundos de ações locais aceleraram em janeiro

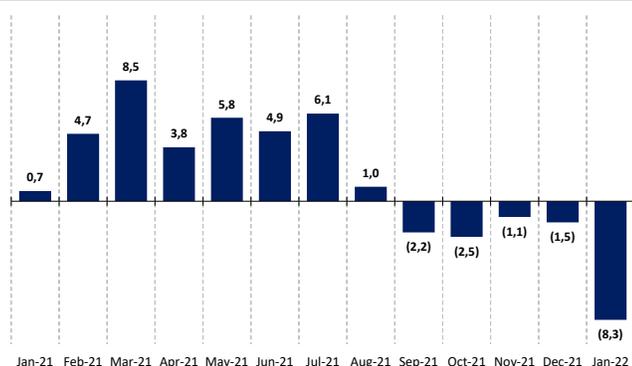
Por outro lado, fundos de ações locais ainda enfrentam resgates e os recursos estão saindo desses produtos há 5 meses consecutivos – somente em janeiro as saídas atingiram R\$ 8,3 bilhões. Acreditamos que os resgates podem continuar por

mais alguns meses, já que as taxas locais de curto prazo ainda estão subindo, mas esperamos que desacelerem na margem.

A quantidade de recursos investidos em ações por fundos de investimento locais também está em declínio. Ao final de dezembro, 12,9% de todo o dinheiro investido em fundos no Brasil estava em ações, ante 15,5% em julho.

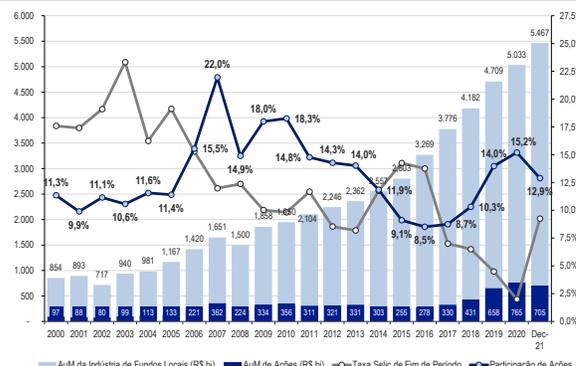
Os fluxos de investidores estrangeiros estão mais do que compensando o fluxo de saída de fundos de ações locais e ajudando a elevar o Ibovespa.

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



Fonte: Economática, estimativas do BTG Pactual

Gráfico 7: Alocação de fundos locais



Fonte: Banco Central do Brasil, estimativas do BTG Pactual

10SIM de Fevereiro: Adicionando risco ao nosso portfólio

Estamos fazendo várias mudanças este mês, adicionando risco ao nosso portfólio enquanto tiramos proveito de valuations muito atraentes. A estratégia agora é posicionar o 10SIM para uma possível redução dos juros reais de longo prazo (hoje em 5,6%) à medida que a corrida presidencial se torna mais clara e os riscos políticos diminuem.

Existem riscos fiscais e políticos relevantes no curto prazo que certamente irão adicionar volatilidade aos mercados, mas esperamos que quem vença as eleições formule políticas macroeconômicas responsáveis.

Nossa primeira grande mudança é a inclusão da gigante estatal petrolífera Petrobras, substituindo a empresa de petróleo e gás PetroRio, o que significa que estamos mantendo a exposição a preços mais altos do petróleo globalmente. A Petrobras está negociando a apenas 2,3x EV/EBITDA de 2022E e pagando dividendos muito atraentes (19% em 2022). É claramente uma das empresas mais expostas politicamente no Brasil, mas seu valuation já precifica bastante isso.

Também decidimos substituir a produtora de Papel & Celulose Suzano pela Vale. Os preços do minério de ferro continuam subindo, deixando a Vale negociando em um valuation muito atraente de 3,2x EV/EBITDA 2022E. Estamos mudando nossa exposição de Papel & Celulose para minério de ferro, mantendo alguma exposição a um real fraco.

Mantemos nossa exposição ao consumo dos grupos de alta renda (menos sensíveis a inflação e juros mais altos), via a varejista de vestuário Arezzo e a shopping centers, mas decidimos substituir o Iguatemi pela Multiplan devido à maior liquidez das ações desta última.

A Rede D'Or é outra adição. Ela desvalorizou massivamente nos últimos meses e, embora não seja uma ação barata, pode ter um desempenho forte à medida que as taxas de juros caem. A RDOR oferece uma combinação atraente de resultados operacionais sólidos e forte atividade de M&A.

Também estamos adicionando a Energisa, uma das distribuidoras premium no Brasil. Está sendo negociado a uma TIR real extremamente atraente de 12%, um prêmio relativamente grande em relação às taxas de juros reais (atualmente em níveis muito altos e que esperamos que comece a cair).

A operadora de telecomunicações TIM é outra adição. A empresa está negociando a apenas 3,8x EV/EBITDA 2022E e é uma das principais beneficiárias do acordo para comprar as operações móveis da Oi, que deve ser aprovado pelo órgão antitruste do Brasil (CADE) em 9 de fevereiro.

Para abrir espaço para a Rede D'Or, Energisa e TIM, retiramos Totvs, Gerdau e B3.

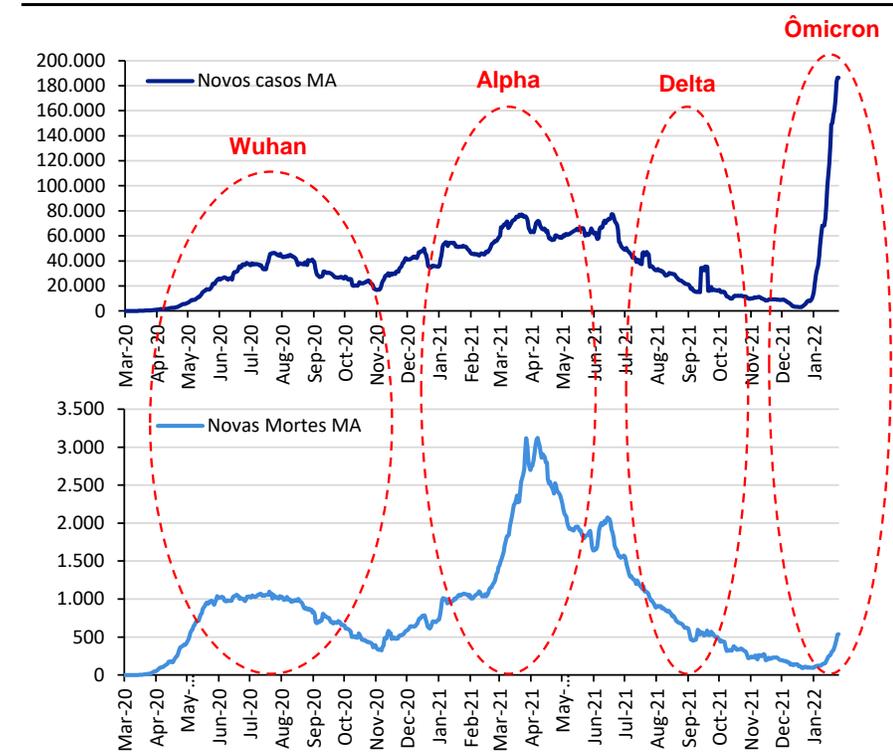
Mantemos o banco Itaú, a locadora de carros Localiza e a distribuidora de combustíveis Raizen.

COVID-19: A Ômicron deve atingir o pico em fevereiro e depois tende a cair

Desde o final de novembro, os mercados (e a população em geral) estão preocupados com a nova variante (rotulada pela OMS como Ômicron) descoberto na África do Sul e reportado à OMS em 24 de novembro.

Seguindo o que vimos no resto do mundo, a variante Ômicron está se espalhando rapidamente no Brasil. Janeiro registou recorde após recorde no número de novos casos (média de 186 mil nos últimos 7 dias vs. 8,1 mil no final de dezembro), bem como um aumento considerável no número de mortes (média de 537 nos últimos 7 dias vs. 95 no final de dezembro), mas ainda é proporcionalmente baixo considerando o número de novos casos.

Gráfico 8: Novos casos e óbitos diários de COVID-19 no Brasil

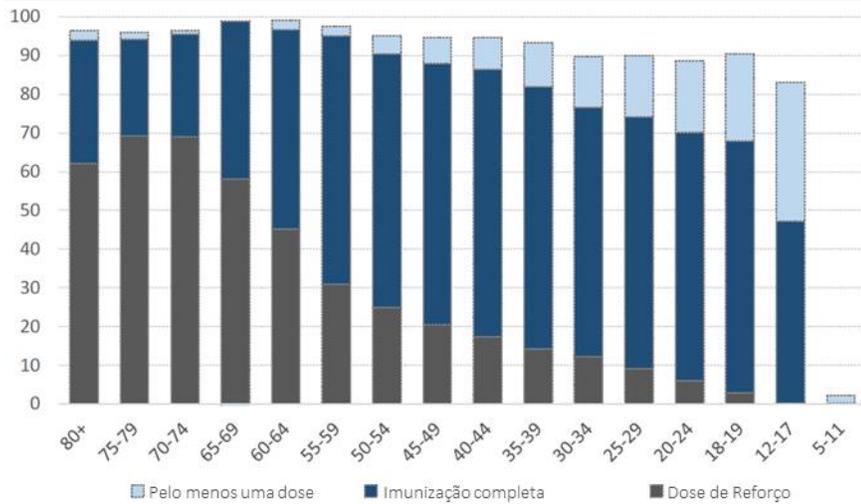


Fonte: banco de dados Coronavírusbra1, secretarias estaduais de saúde

Provavelmente, o principal motivo da menor letalidade dessa nova variante é a alta taxa de vacinação no país. O Brasil já vacinou (com pelo menos a primeira dose) 166 milhões de pessoas (78% da população). Toda a população adulta já recebeu pelo menos uma dose, 90% estão totalmente imunizados e 17% receberam a dose de reforço.

De acordo com a Fiocruz, quem já recebeu a dose de reforço não é muito suscetível a internações, embora comorbidades agudas/idade avançada possam deixá-los vulneráveis.

Gráfico 9: Pessoas vacinadas por faixa etária no Brasil (%)



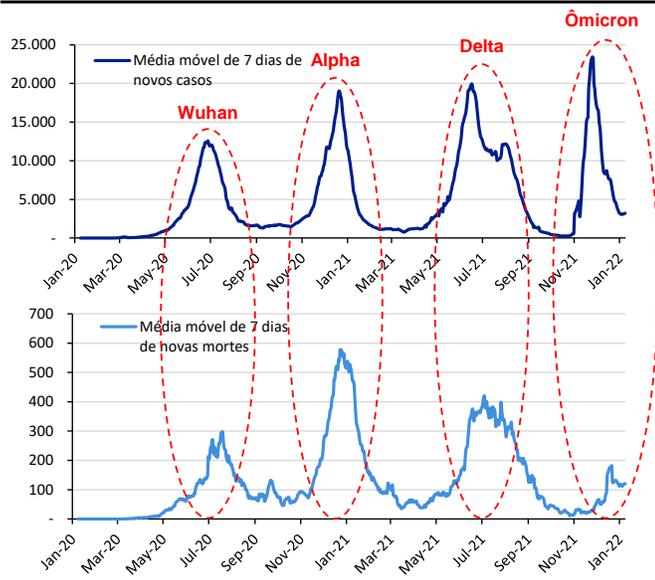
Fonte: Ministério da Saúde, DataSUS, IBGE

Novos casos no Brasil devem ter o pico em fevereiro e depois cair rapidamente

A Ômicron é claramente a variante mais contagiosa, com estimativas da Agência de Segurança da Saúde do Reino Unido sugerindo que pode ser até três vezes mais contagiosa que a Delta. No entanto, a onda da Ômicron parece diminuir rapidamente também.

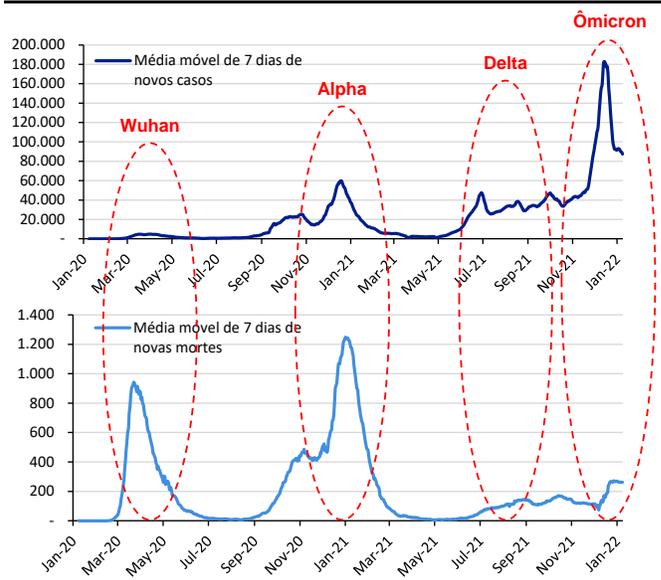
Observando os dados da África do Sul e do Reino Unido, essa conexão é facilmente percebida. Em ambas as regiões, o pico de novas infecções pela Ômicron ocorreu aproximadamente 1 mês após o início do aumento de novos casos, mas logo após a curva diminuiu rapidamente. Hoje, a média móvel de 7 dias de novos casos no primeiro exemplo é de 3,2 mil (vs. pico de 23,4 mil em 17 de dezembro) e 87,4 mil no segundo (vs. 182,9 mil em 5 de janeiro). A média móvel de óbitos também está diminuindo, ainda que de forma mais gradual.

Gráfico 10: Número de casos e óbitos na África do Sul



Fonte: Our World in Data, BTG Pactual

Gráfico 11: Número de casos e mortes no Reino Unido



Fonte: Our World in Data, BTG Pactual

Com base no padrão de infecção em outros países, a onda da Ômicron no Brasil deve atingir o pico em fevereiro e depois cair rapidamente.

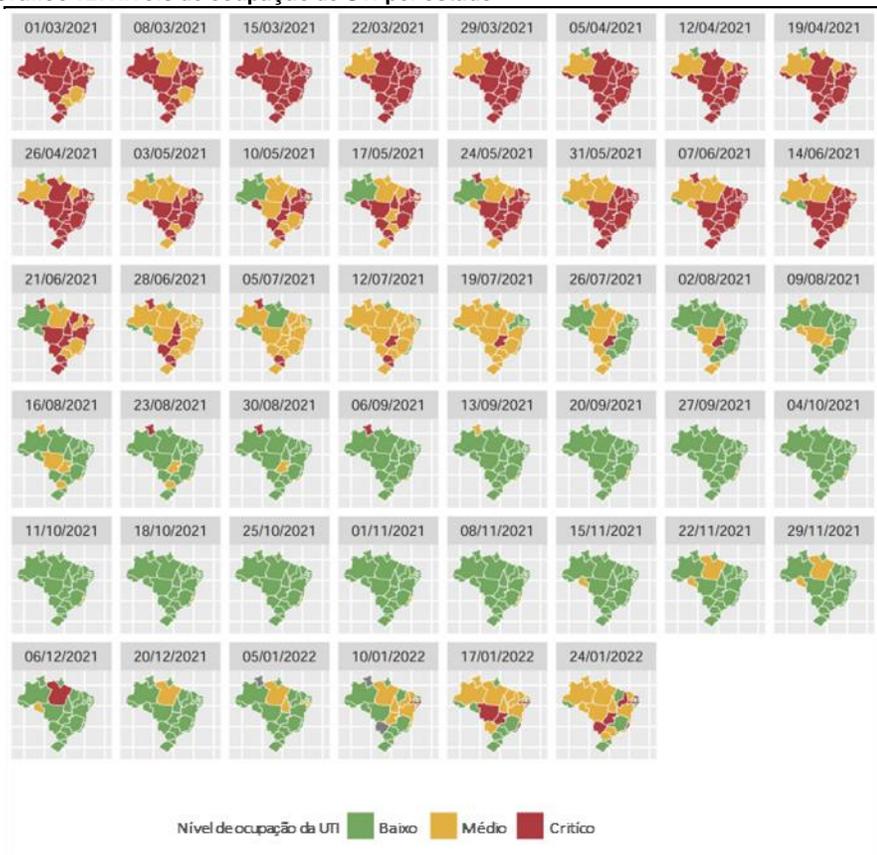
Hospitais superlotados são a principal preocupação

A principal preocupação agora é que, com uma transmissão muito maior, chegará um momento em que o número absoluto de pessoas com Covid-19 em uma determinada região será enorme e muito maior do que nos picos anteriores. Sempre haverá uma parcela de infectados que precisa de internação – até a gripe comum já causa isso.

É claro que o cenário com a vacinação é muito diferente do observado em momentos anteriores mais críticos da pandemia, em que havia muito mais leitos disponíveis. A questão é que com transmissibilidade muito alta, mesmo uma proporção muito menor de casos que causam internações em UTI pode gerar números expressivos.

O que estamos vendo até agora é que os níveis de ocupação de UTIs no Brasil vêm aumentando nas últimas semanas, apesar da reativação de leitos, mas ainda estão longe dos níveis observados no pico de internações em março do ano passado, quando praticamente todos os estados estavam criticamente superlotados (muitos em um nível de 100%).

Gráfico 12: Níveis de ocupação de UTI por estado



Fonte: Fiocruz

Carteira Recomendada de Ações – Small Caps:

Os recém-chegados Iguatemi, São Martinho e Orizon são as novidades deste mês. CBA, Locaweb, 3R Petroleum, Santos Brasil, Banco ABC, Desktop e Sinqia mantêm suas posições, enquanto Track & Field, 3tentos e ClearSale saem.

| Janeiro | | | | Fevereiro | | | |
|---------------|--------------------|--------|----------|---------------|--------------------|--------|----------|
| Empresa | Setor | Ticker | Peso (%) | Empresa | Setor | Ticker | Peso (%) |
| Track & Field | Varejo | TFCO4 | 10% | São Martinho | Agronegócio | SMTO3 | 10% |
| Banco ABC | Bancos | ABCB4 | 10% | CBA | Metals & Mineração | CBAV3 | 10% |
| 3R Petroleum | Petróleo & Gás | RRRP3 | 10% | 3R Petroleum | Petróleo & Gás | RRRP3 | 10% |
| Santos Brasil | Infraestrutura | STBP3 | 10% | Santos Brasil | Infraestrutura | STBP3 | 10% |
| Desktop | Telecom | DESK3 | 10% | Locaweb | Tecnologia | LWSA3 | 10% |
| Sinqia | Tecnologia | SQIA3 | 10% | Iguatemi | Shoppings | IGT11 | 10% |
| ClearSale | Tecnologia | CLSA3 | 10% | Banco ABC | Bancos | ABCB4 | 10% |
| 3Tentos | Agronegócio | TTEN3 | 10% | Orizon | Serviços Básicos | ORVR3 | 10% |
| Locaweb | Tecnologia | LWSA3 | 10% | Desktop | Tecnologia | DESK3 | 10% |
| CBA | Metals & Mineração | CBAV3 | 10% | Sinqia | Tecnologia | SQIA3 | 10% |

Fonte: BTG Pactual

Carteira Recomendada de Ações – Small Caps:

| Empresa | Ticker | Peso | Volume Médio Diário (R\$ mi) | Market Cap. (R\$ mi) | P/L | | EV/EBITDA | | PVP | |
|---------------|--------|------|------------------------------|----------------------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2022E | 2023E | 2022E | 2023E | 2022E | 2023E |
| São Martinho | SMTO3 | 10% | 45 | 12.726 | 4,3x | 4,2x | 11,3x | 10,6x | 2,7x | 2,6x |
| CBA | CBAV3 | 10% | 37 | 10.332 | 3,6x | 4,0x | 5,6x | 6,3x | 1,9x | 1,6x |
| 3R Petroleum | RRRP3 | 10% | 107 | 7.747 | 4,0x | 2,7x | 6,5x | 2,7x | 1,4x | 1,0x |
| Santos Brasil | STBP3 | 10% | 32 | 6.020 | 8,5x | 6,9x | 15,8x | 13,5x | 2,5x | 2,2x |
| Locaweb | LWSA3 | 10% | 125 | 5.715 | n.a. | n.a. | 24,1x | 19,2x | - | - |
| Iguatemi | IGT11 | 10% | 47 | 3.770 | 10,6x | 9,5x | 27,6x | 22,9x | 1,6x | 1,6x |
| Banco ABC | ABCB4 | 10% | 14 | 3.486 | n.a. | n.a. | 4,9x | 4,4x | 0,7x | 0,6x |
| Orizon | ORVR3 | 10% | 11 | 2.003 | 10,0x | 8,3x | 19,8x | 14,4x | 3,8x | 3,0x |
| Desktop | DESK3 | 10% | 6 | 1.712 | 5,9x | 4,3x | 13,1x | 9,2x | 1,7x | 1,5x |
| Sinqia | SQIA3 | 10% | 18 | 1.656 | 13,6x | 11,3x | 42,3x | 28,1x | 3,0x | 2,7x |

Fonte: BTG Pactual

São Martinho (SMTO3)

Estamos adicionando a São Martinho ao nosso portfólio de Small Caps. Com um histórico de execução comprovado, valuations pouco exigentes (5,7x EV/EBIT 2023; 15% de rendimento de FCFE) e sólidos fundamentos da indústria de Açúcar & Etanol, vemos a SMTO como uma das histórias de valor mais atraentes em nosso universo de cobertura. Acreditamos que os preços globais do açúcar podem estar entrando em uma nova fase com o governo indiano antecipando seu mandato de mistura de etanol E20 para 2025, o que, combinado com o fato de o Brasil ter relativamente pouco mais açúcar para trazer ao mercado, significa que a curva de preços futuros (atualmente em *backwardation*) pode se mostrar muito conservador com base na necessidade de incentivar a produção de outras empresas cujos custos de produção estão mais próximos da marca de ~c20/lb. Os fundamentos do etanol também são sólidos, com metas globais de descarbonização e o programa RenovaBio. Destacamos também que os fortes preços spot que devem continuar dando um piso para o preço do açúcar. Uma recuperação esperada da produtividade da cana-de-açúcar da SMTO na próxima safra também deve ser importante para diluir os custos fixos e ajudar a gerar resultados ainda mais fortes, enquanto seu empreendimento de etanol de milho é algo que estamos cada vez mais otimistas. Somos compradores.

Banco ABC (ABCB4)

Depois de um ano de 2020 muito difícil, quando a Selic caiu abruptamente e a pandemia atingiu com força as atividades da companhia, prejudicando o faturamento em um ano de investimentos significativos, o Banco ABC está pronto para seguir em frente. Novas iniciativas como seguros e sua recente lançada mesa de energia, bem como uma carteira de empréstimos em crescimento acelerado, com destaque vindo de PMEs (Pequenas e médias empresas), uma divisão de IB (*Investment banking*) mais forte e a taxa Selic mais alta devem contribuir para melhorar o ROE. Esperamos que o crescimento da NII de clientes permaneça forte em 2022, com cada vez mais contribuição da iniciativa de PMEs. O ROE deve continuar melhorando ao longo deste ano e as iniciativas de novas fontes de receita em maturação podem ser uma surpresa positiva para a lucratividade. Negociando com um valuation atraente de 0,8x o P/VP mais recente, o ABCB4 é uma das nossas principais opções dentro do portfólio de small caps.

3R Petroleum (RRRP3)

Estamos mantendo a RRRP do portfólio. Não só as ações tiveram desempenho inferior aos preços do Brent, deixando espaço para alguma correção, mas também vemos a potencial aquisição do cluster Potiguar como um negócio muito atraente, sustentado por suas perspectivas de alto crescimento e bons múltiplos de entrada. A empresa simboliza o renascimento da revitalização dos ativos de petróleo em terra e em águas rasas e, como um dos poucos players listados no segmento, oferece valor de escassez. Em nossa opinião, a empresa também oferece menor risco de execução do que sugere seu curto período de vida de ~2 anos. Ao focar na produção ao invés da exploração, e apostando em técnicas convencionais de revitalização que já são bem fundamentadas em toda a indústria do petróleo, a RRRP deve se concentrar na execução do básico. Além disso, um custo de produção já baixo implica um portfólio resiliente mesmo com preços de petróleo mais baixos. Como um dos nomes mais baratos em todo o setor de Petróleo & Gás da América Latina (ainda mais após recentes fusões e aquisições), e com um bom potencial de crescimento da produção nos próximos 5 anos, acreditamos que o risco-retorno da 3R é assimétrico para o lado positivo. Também pode ser uma boa opção para os investidores que procuram exposição aos preços fortes do Brent com exposição reduzida a riscos políticos. Depois de entregar uma estratégia de fusões e aquisições bem-sucedida, suportada por múltiplos muito baixos, a RRRP agora também está pronta para embarcar em uma nova fase de crescimento orgânico. A empresa deverá começar a operar 5 de seus clusters recentemente adquiridos nos próximos 6 meses, o que acreditamos ser um dos principais aspectos que podem contribuir para reduzir ainda mais o risco de investimento.

Santos Brasil (STBP3)

Nossa visão otimista sobre a empresa é apoiada por (i) melhor ambiente regulatório; (ii) melhor dinâmica competitiva em Santos, possibilitando a retomada dos reajustes de preços, incluindo a já anunciada renovação do contrato com a Maersk; (iii) perspectivas favoráveis para o setor portuário/de infraestrutura; e (iv) balanço sólido, suportado por sua posição de caixa líquido. Além disso, destacamos o momento positivo que a indústria global de transporte de contêineres está passando, impulsionada pela forte recuperação de volumes após interrupções causadas na cadeia de suprimentos pela pandemia, o que deve suportar fortes resultados no quarto trimestre e uma perspectiva de crescimento promissora para o EBITDA em 2022. Nesse contexto, a Santos Brasil está bem posicionada para atender essa forte demanda de contêineres. Com a ação negociando a uma TIR real de 9,5%, a tese de investimento é ainda mais atraente para os investidores.

Desktop (DESK3)

A Desktop é a provedora líder de serviços de Internet (ISP) em São Paulo, o estado mais rico do Brasil. A empresa está se movendo rapidamente. Desde que o fundo de private equity H.I.G se tornou o acionista controlador em 20 de fevereiro, ele fez movimentos grandes e ousados ao comprar operações grandes e de qualidade que combinam perfeitamente com as suas. Talvez mais interessante, vemos outras oportunidades em ISPs de médio porte (50-100 mil clientes) para a Desktop perseguir no curto prazo. A 6,0x EV/EBITDA 2022E, a Desktop é negociada com um grande desconto para ISPs globais (12x). Mesmo em comparação com as telcos integradas globais, que não estão crescendo, ela é negociada com

um pequeno desconto (6,0x vs. 6,4x). Em comparação com os outros dois ISPs listados, a Desktop é negociada com desconto para a Unifique (6,5x) para a Brisagnet (7,1x).

Sinqia (SQIA3)

Vemos as ações com um desconto excessivo, sendo negociadas a 12,0x EBITDA 2022E e 3,3x Vendas, muito abaixo de seus pares a 20x EBITDA e 7x Vendas 2022E. Depois de captar R\$ 400 milhões em um follow-on em setembro, a empresa renovou sua capacidade de buscar mais uma rodada de fusões e aquisições, e sua última aquisição (NewCon) prova mais uma vez que entregará acima do esperado na frente inorgânica. A Sinqia acelerou seu crescimento orgânico e está executando muito bem sua estratégia de M&A. E como é muito menor do que seus pares globais, é muito mais fácil fazer aquisições que dobrem/triplicem seu tamanho em alguns anos.

Iguatemi (IGTI11)

Com 100% dos shoppings do Brasil já abertos (com maior capacidade operacional), as vendas dos shoppings começaram a acelerar nos últimos meses. Apesar do cenário macro ser mais difícil agora (por exemplo, menor crescimento do PIB, inflação alta, taxas de juros mais altas etc.), esperamos que as vendas dos shoppings continuem crescendo à medida que a campanha de vacinação está melhorando (70% dos adultos receberam a 2ª dose no Brasil até agora). No 4T21, a Iguatemi apresentou sólido crescimento de SSS - vendas mesmas lojas - (15% acima dos níveis pré-Covid) e SSR – aluguel mesmas lojas - (crescimento de 28% vs. 4T19), refletindo a melhor capacidade operacional de seus shoppings e o bom desempenho dos varejistas de luxo (as vendas de artigos de luxo impulsionado pela maior poupança de pessoas de alta renda e restrições em viagens internacionais). A Iguatemi possui um portfólio premium de shopping centers, voltado principalmente para consumidores de alto padrão (mais resilientes em meio a um cenário econômico mais difícil), enquanto seu valuation é atraente em nossa visão (~14x P/FFO 2022E). Assim, estamos adicionando o Iguatemi ao nosso portfólio Small Cap.

Orizon (ORVR3)

Desde seu IPO em 21/02, a Orizon tem encontrado oportunidades para melhorar os retornos em seus ativos e expandir seu portfólio. Recentemente, aumentamos o nosso preço-alvo da empresa de R\$ 30 para R\$ 38 com base em 3 eventos: (i) Em set/21, a empresa foi premiada com um contrato de 20 anos de R\$ 549/MWh para sua usina de energia de resíduos em Barueri (São Paulo); (ii) em 21/11, a Orizon, juntamente com o fundo de investimentos Jive, venceu o leilão dos ativos da Estre (7 aterros mais 1 central de valorização de resíduos); e (iii) a empresa vendeu recentemente 100% de seus créditos de carbono gerados em 2021 a um preço acima do esperado de ~US\$ 5/ton. A empresa negocia a uma TIR real de 12,3%, com espaço para crescimento adicional, já que a Orizon atua em um setor muito fragmentado, com fortes perspectivas de crescimento e atualmente desenvolvendo novos UTMs, UBMs (unidades de processamento de materiais) e aterros *greenfield*, sem esquecer todas as oportunidades de fusões e aquisições no negócio de aterros sanitários.

Locaweb (LWSA3)

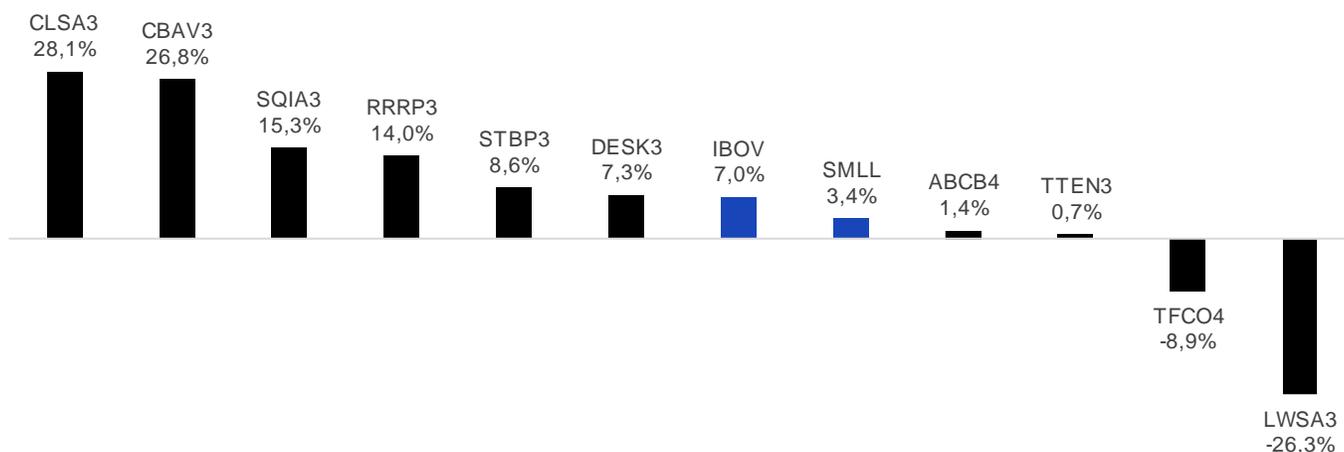
Após a recente correção, vemos as ações sendo negociadas a 5,3x EV/Vendas 2022E e 26,3x EBITDA, um nível que consideramos um ponto de entrada atraente. A Locaweb está negociando em linha com (ou mesmo abaixo) empresas de software que crescem uma fração do que ela consegue. É sempre desafiador acertar o fim de um movimento de queda (e uma queda de todas as empresas de tecnologia, não apenas da Locaweb), mas a discrepância entre seu valuation e outras empresas de software é muito grande, o que nos estimula a manter o nome em nosso portfólio.

CBA (CBAV3)

Estamos mantendo a CBA ao nosso portfólio, pois vemos as ações como um dos principais beneficiários das tendências globais de descarbonização sob nossa cobertura, tanto de curto quanto de longo prazo. Os preços do alumínio estão atualmente perto de US\$ 3.100/t, após uma série de interrupções/restrições de fornecimento nos últimos meses (crise energética na China, interrupções de fornecimento de bauxita), enquanto a demanda global permanece sólida. No longo prazo, à medida que a China avança com sua agenda de descarbonização, limitando a produção de alumínio a 45 Mtpa, esperamos que os mercados continuem a apresentar déficits estruturais (os preços podem continuar subindo/tese de contango). A CBA se diferencia por utilizar 100% de fontes renováveis de energia em seu processo produtivo (com baixo nível na curva de emissões globais) - pronta para capitalizar a futura tendência de descarbonização globalmente. Este é um dos temas de investimento mais interessantes sob nossa cobertura, com uma indústria se reestruturando, após anos de excesso de oferta e baixos retornos para uma situação estruturalmente muito mais saudável. A CBA é negociada a 3,5x EV/EBTIDA em 2022, um desconto injustificado de ~30-40% para os pares.

Rentabilidade Histórica:

Gráfico 13: Performance por ação em Janeiro de 2021:

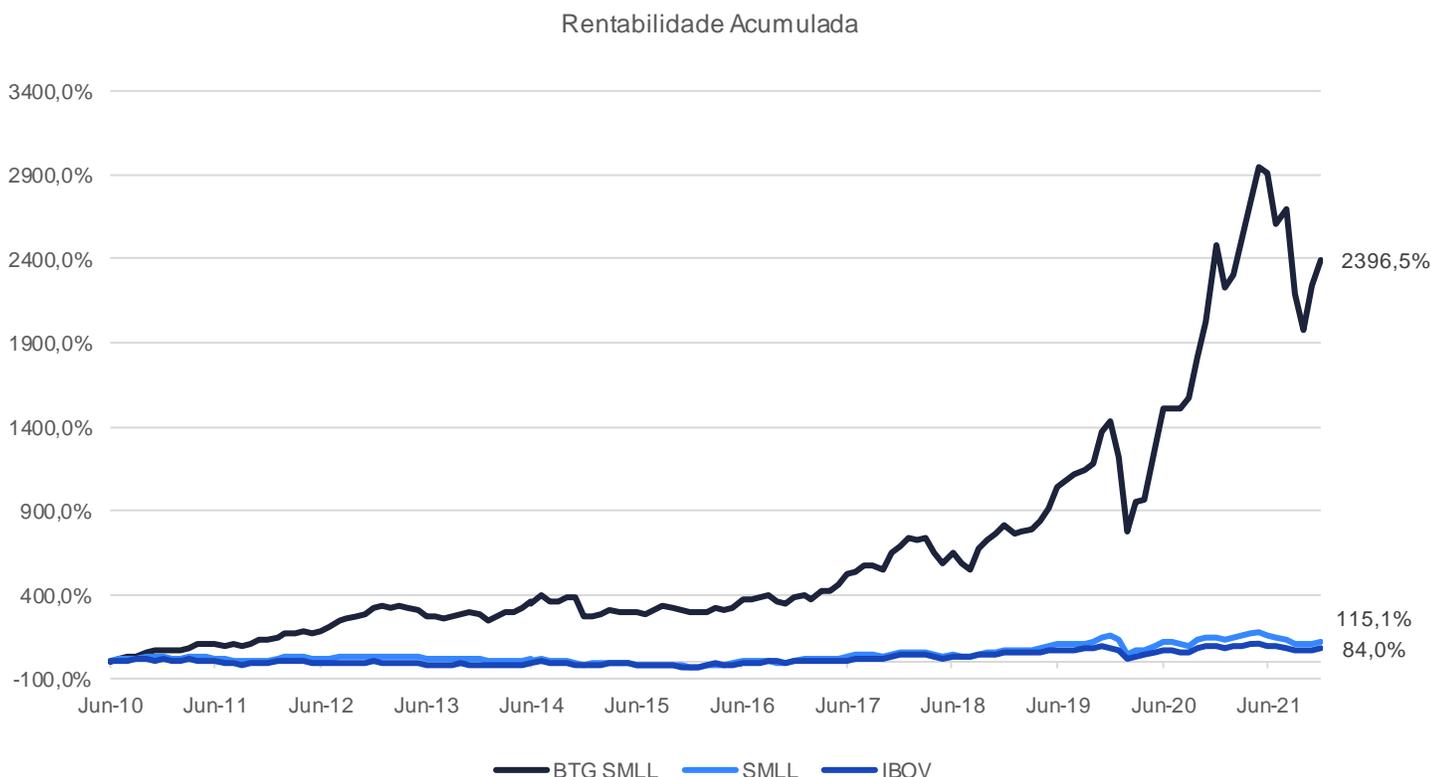


Fonte: BTG Pactual e Economática

Performance Histórica:

No mês de Janeiro, a carteira BTG SMLL apresentou uma performance positiva de +6,7%, contra uma performance de +3,4% do índice SMLL e +7,0% do IBOV. Desde julho de 2010, a carteira acumula uma rentabilidade de 2.396,5%, contra 115,1% do SMLL e 84,0% do IBOV.

Gráfico 14: Performance Histórica (desde outubro de 2009)



Fonte: BTG Pactual e Economática

Tabela de Performance Histórica:

| Performance | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-------------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|------|
| BTGD SMLL | 74,3% | 34,7% | 79,0% | -7,4% | 24,9% | -15,9% | 9,8% | 67,1% | 15,5% | 70,5% | 44,5% | 9,9% | 6,7% |
| SMLL | 26,7% | -16,6% | 28,7% | -15,2% | -17,0% | -22,4% | 31,8% | 49,6% | 7,5% | 57,8% | -0,6% | -16,2% | 3,4% |
| IBOV | 13,7% | -18,1% | 7,4% | -15,5% | -2,9% | -13,3% | 38,9% | 26,9% | 15,0% | 31,5% | 2,9% | -11,9% | 7,0% |

| Performance | Jan-22 | Feb-22 | Mar-22 | Apr-22 | May-22 | Jun-22 | Jul-22 | Aug-22 | Sep-22 | Oct-22 | Nov-22 | Dec-22 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| BTGD SMLL | 6,7% | | | | | | | | | | | |
| SMLL | 3,4% | | | | | | | | | | | |
| IBOV | 7,0% | | | | | | | | | | | |

* Rentabilidade em 2010 a partir do mês de julho.

Fonte: BTG Pactual e Económica

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 é 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