



Carteira Recomendada de Ações – Small Caps

Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Dezembro 2021

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

Fluxo de notícias local e global impactaram o Ibovespa; Negociando com um prêmio de risco de 4,8%

O Ibovespa caiu 20% em reais e 29% em dólares nos últimos 5 meses, ganhando o título de mercado com pior desempenho da América Latina no período. Após a correção, o índice está sendo negociado com um prêmio de risco recorde de 4,8% - as taxas de longo prazo caíram em novembro, e mesmo assim as ações também apresentaram queda.

Nosso portfólio reformulado de Small Caps, agora com 10 ações

Veja abaixo nosso portfólio reformulado de Small Caps. Decidimos aumentar nosso portfólio de Small Caps para 10 ações, de 5, uma vez que o número de opções de small caps listadas aumentou significativamente nos últimos dois anos. Acreditamos que, ao aumentar o número de ações, oferecemos aos nossos clientes um portfólio mais diversificado e abrangente.

Os recém-chegados

Banco ABC e Track & Field são as novidades deste mês.

Quem fica e quem sai

CBA, 3tentos, 3R Petroleum, ClearSale, Jalles Machado, Orizon, Desktop e Sinqia mantêm suas posições, enquanto SLC Agrícola e Santos Brasil saem.

Carteira Recomendada de Ações – Small Caps:

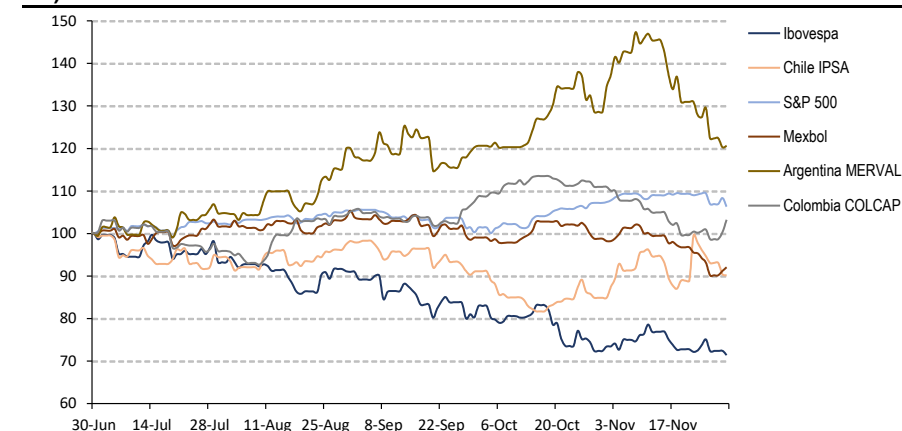
Empresa	Ticker	Peso	Volume Médio Diário (R\$ mi)	Market Cap. (R\$ mn)	P/L		EV/EBITDA	
					2021E	2022E	2021E	2022E
CBA	CBAV3	10%	33	7.132	13,2x	5,4x	5,8x	3,3x
3R Petroleum	RRRP3	10%	112	5.596	29,1x	3,8x	9,8x	3,0x
ABC Brasil	ABCB4	10%	16	3.726	6,5x	5,3x	n.a.	n.a.
3tentos	TTEN3	10%	11	3.656	8,3x	7,0x	5,2x	4,9x
Jalles Machado	JALL3	10%	8	2.664	15,6x	7,2x	4,7x	3,6x
ClearSale	CLSA3	10%	14	1.813	80,3x	49,2x	31,1x	29,6x
Track & Field	TFCO4	10%	2	1.719	27,1x	17,9x	17,0x	10,7x
Orizon	ORVR3	10%	11	1.612	21,5x	12,5x	9,5x	8,6x
Desktop	DESK3	10%	9	1.439	40,1x	12,5x	10,6x	5,7x
Sinqia	SQIA3	10%	22	1.344	55,0x	34,4x	14,4x	10,8x

Fonte: BTG Pactual

Impacto do fluxo de notícias nacional e global

Pelo quinto mês consecutivo, o Ibovespa fechou no vermelho. O índice caiu mais 1,5% em novembro (1,4% em dólares) e 19,6% nos últimos cinco meses (uma queda impressionante de 28,6% em dólares). É de longe o mercado com pior desempenho na região nos últimos 5 meses, inclusive sendo inferior aos seus pares por uma boa margem (gráfico 1).

Gráfico 1: Desempenho das ações da América Latina nos últimos 5 meses (Base 100; em USD)

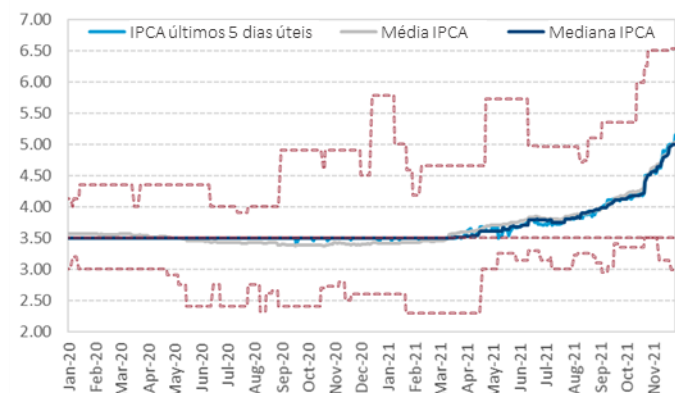


Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

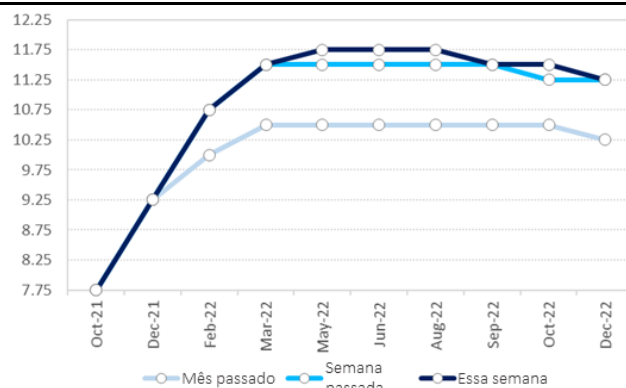
Variáveis macroeconômicas seguem se deteriorando

As estimativas para as principais variáveis macroeconômicas continuam se deteriorando. Segundo pesquisa Focus do Banco Central do Brasil, a inflação deve terminar 2021 em 10,2% (era 9,0% há um mês) e, talvez mais preocupante, as expectativas para 2022 subiram para 5,0% (de 4,5% no mês passado), se distanciando do ponto médio do intervalo da meta de inflação (3,5%; gráfico 2).

Isso pode forçar o Banco Central a manter o ciclo agressivo de alta das taxas de juros iniciado há alguns meses. De acordo com o levantamento, a Selic pode fechar 2021 em 9,25% (última alta de 150bps na última reunião do Copom do ano) e a expectativa é de que os juros cheguem a 11,75% em março de 2022, sendo que há um mês as estimativas eram de que a Selic atingiria um pico de 10,25% em março (gráfico 3).

Gráfico 2: Expectativas de mercado para inflação de preços ao consumidor (IPCA) para 2022


Fonte: BACEN e BTG Pactual

Gráfico 3: Taxa Selic - Mediana da projeção mensal


Fonte: BACEN e BTG Pactual

Naturalmente, mais inflação e juros mais altos terão impacto negativo sobre a atividade econômica em 2022. De acordo com o Focus, as projeções de crescimento do PIB para 2022 foram revisadas para baixo mais uma vez, e agora as estimativas de consenso apontam para um crescimento do PIB de apenas 0,58% no próximo ano – saindo de um crescimento esperado de 1,2% há um mês.

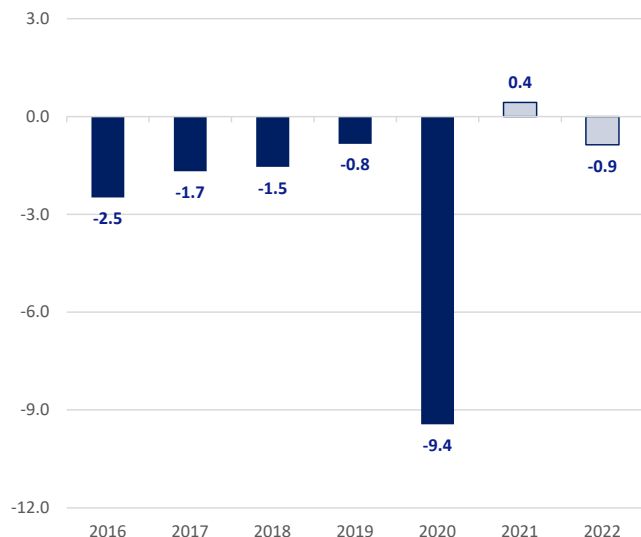
Embora as expectativas para a maioria das variáveis macroeconômicas em 2022 continuem se deteriorando, o que mais preocupa os mercados é a situação fiscal do Brasil. A decisão do governo de alterar a lei do teto de gastos (única âncora fiscal do Brasil) para abrir espaço no orçamento para um novo e melhorado programa social (Auxílio Brasil) é responsável pela queda dos preços dos ativos no Brasil.

Em geral, a situação fiscal de fato melhorou em 2021 e há uma chance de o Brasil registrar um superávit fiscal primário em 2021, embora pequeno. A relação dívida bruta/PIB pode terminar 2021 em 82%, abaixo dos 89% em 2020 e melhor do que o esperado um ano atrás.

No entanto, as alterações propostas na legislação do teto de gastos vão aumentar o déficit primário de 2022 (estimamos para 0,9% do PIB, saindo de 0,3%), que combinado com a piora dos parâmetros macro (crescimento do PIB de 0,5% e taxa Selic terminal de 11,75%) pode fazer com que a dívida bruta em relação ao PIB suba para 83,4% em 2022 (de 81,6% em 2021).

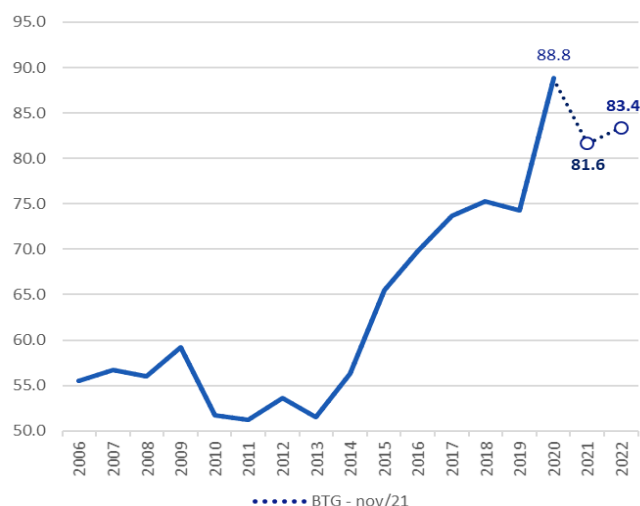
Embora claramente pior do que o esperado originalmente, o que realmente está pesando sobre os preços de mercado é a incerteza sobre o tamanho das despesas adicionais, visto que o Congresso ainda está discutindo propostas de mudanças na legislação do teto de gastos.

Gráfico 4: Déficit primário (em % do PIB)



Fonte: Tesouro Nacional, estimativas do BTG Pactual

Gráfico 5: Dívida bruta do governo geral (em % do PIB)

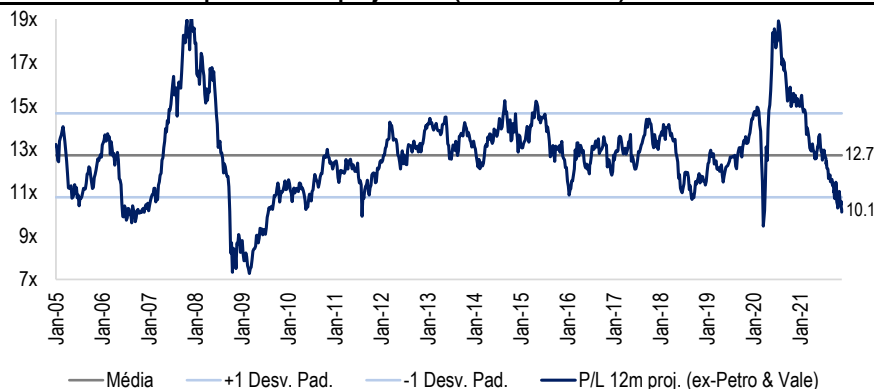


Fonte: Tesouro Nacional, estimativas do BTG Pactual

Os valuations estão, sem dúvida, atraentes; Prêmio para manter ações em 4,8%

Após a correção, o Brasil está sendo negociado a um P/L projetado de 12 meses de 10,1x, um desvio padrão abaixo de sua média histórica de 12,7x (gráfico 6).

Gráfico 6: P/L Bovespa 12 meses projetados (ex-Petro & Vale)



Fonte: Economatica, estimativas do BTG Pactual

Talvez mais interessante, com a queda nas taxas de longo prazo no mês passado (as taxas de 10 anos caíram para 5,1% hoje, de 5,5% um mês atrás), o prêmio para manter ações, medido como o inverso do P/L menos as taxas de juros reais de 10 anos, aumentaram para 4,8%, mais de um desvio padrão acima da média e um dos maiores níveis que encontramos no passado recente (gráfico 7).

Gráfico 7: Earnings Yield (L/P menos taxas de juros de 10 anos)



Fonte: Banco Central do Brasil, estimativas do BTG Pactual

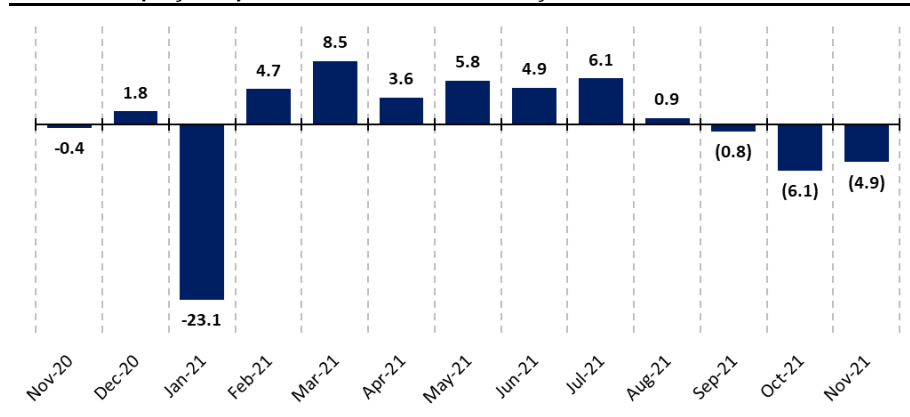
Gráfico 8: Títulos do governo de longo prazo (NTN-B 2035)



Fonte: Banco Central do Brasil, estimativas do BTG Pactual

Os investidores, tanto locais quanto estrangeiros, estão reduzindo a exposição às ações brasileiras. Os fundos de ações locais registraram um fluxo de saída de R\$ 4,9 bilhões em novembro, após saídas de R\$ 6,1 bilhões em outubro. Nos últimos 3 meses, o fluxo de saída de fundos de ações soma R\$ 12 bilhões (gráfico 9).

Gráfico 9: Captação líquida mensal dos fundos de ações



Fonte: Anbima, estimativas do BTG Pactual

Os investidores estrangeiros reduziram ainda mais sua exposição às ações brasileiras em outubro. De acordo com a EPFR, em outubro os fundos G.E.M (mercados emergentes globais), Global, LatAm e BRIC reduziram suas alocações em ações brasileiras (tabela 2).

Tabela 2: Composição da exposição dos fundos no Brasil

Alocações de fundos no Brasil				
Data	G.E.M.	Global	LatAm	BRIC
Dec-12	11,91%	1,02%	57,81%	27,56%
Dec-13	10,99%	0,90%	53,62%	22,46%
Dec-14	8,63%	1,08%	50,55%	20,67%
Dec-15	5,59%	0,58%	43,09%	12,60%
Dec-16	8,15%	0,68%	56,03%	17,51%
Dec-17	6,73%	0,52%	56,42%	14,69%
Dec-18	7,69%	0,54%	59,85%	18,49%
Dec-19	8,18%	0,45%	65,86%	17,44%
Sep-20	4,40%	0,17%	61,08%	11,53%
Oct-20	4,31%	0,18%	60,15%	8,82%
Nov-20	4,98%	0,20%	60,17%	9,93%
Dec-20	5,29%	0,25%	62,71%	10,37%
Jan-21	4,65%	0,22%	60,96%	9,44%
Feb-21	4,30%	0,20%	58,43%	8,87%
Mar-21	4,50%	0,21%	57,96%	12,68%
Apr-21	4,65%	0,22%	58,69%	13,28%
Jun-21	5,46%	0,26%	62,52%	14,23%
Jul-21	5,39%	0,24%	61,33%	14,14%
Aug-21	5,10%	0,23%	60,36%	10,59%
Sep-21	4,79%	0,30%	57,84%	11,68%
Oct-21	4,32%	0,23%	55,32%	10,52%

Fonte: EPFR

Estimativas de lucros para 2022 estão caindo

Preços mais baixos das commodities, taxas de juros mais altas e expectativas de menor crescimento econômico em 2022 já estão fazendo com que nossos analistas revisem para baixo suas projeções de lucros para 2022. Neste ponto, modelamos os lucros consolidados com queda de 9,5% a/a em 2022 (ex-Petrobras e Vale, modelamos para uma queda nos lucros consolidados de 2,2% a/a; tabela 3).

Uma boa parte da queda estimada é explicada pelos resultados dos exportadores de commodities, que estimamos que caía 25% a/a em resposta aos preços mais baixos das commodities.

Embora acreditemos que a maioria dos ajustes aos lucros dos exportadores de commodities já tenham ocorrido, ainda vemos espaço para as estimativas de lucros das empresas domésticas serem revisadas para baixo.

Na verdade, as revisões já começaram. Nossa equipe projeta atualmente que o lucro das empresas nacionais cresça 12% a/a em reais nominais em 2022, menos do que os 14,8% que estimávamos há um mês e 16,6% há três meses.

Com o cenário macroeconômico ainda em deterioração, esperamos que as revisões para baixo nos lucros continuem.

Tabela 3: Estimativas de resultados

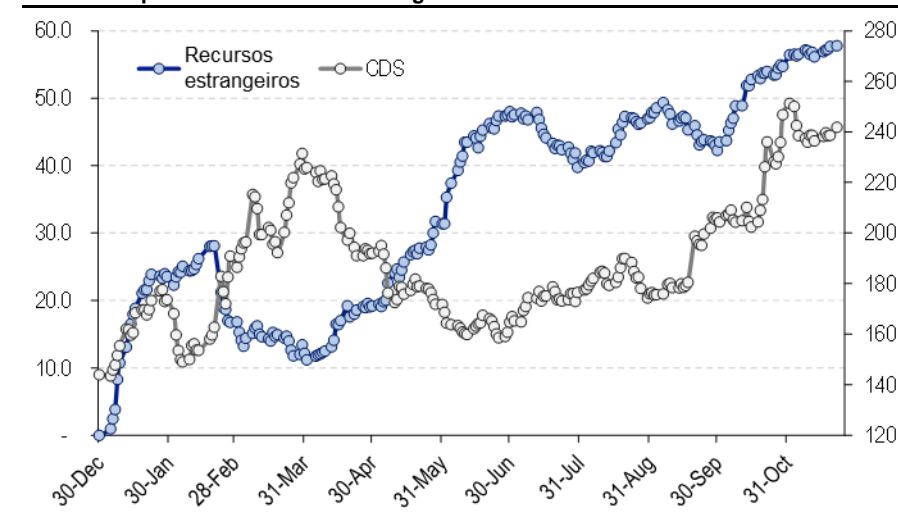
	2019	2020E	2021E	2022E	12m proj.	2021 vs 2020	2022 vs 2021	2021 vs 2019
Cobertura BTGP	218.295	182.890	522.153	472.316	476.821	185,5%	-9,5%	139,2%
Cobertura BTGP (ex-Petr&Vale)	200.422	165.843	306.935	300.216	300.823	85,1%	-2,2%	53,1%
Doméstico	192.411	166.058	218.299	244.755	242.363	31,5%	12,1%	13,5%
Commodities	25.884	16.832	303.854	227.560	234.458	1705,2%	-25,1%	1073,9%
Agronegócio	2.053	2.317	5.976	8.406	8.187	157,9%	40,7%	191,1%
Aéreas	-1.389	-9.951	-1.632	789	570	n.a.	n.a.	n.a.
Bancos	85.792	65.240	92.533	99.974	99.301	41,8%	8,0%	7,9%
Bens de Capital	2.775	2.922	4.025	4.799	4.729	37,8%	19,2%	45,0%
Aluguel de Carros & Logística	2.115	2.582	4.963	5.743	5.672	92,2%	15,7%	134,7%
Educação	1.545	-652	579	746	730	n.a.	28,8%	-62,5%
Financeiro (ex-Bancos)	18.509	11.082	12.652	15.458	15.204	14,2%	22,2%	-31,6%
Alimentos & Bebidas	22.090	31.421	30.810	25.727	26.187	-1,9%	-16,5%	39,5%
Saúde	4.463	3.166	5.221	8.706	8.391	64,9%	66,8%	17,0%
Infraestrutura	2.243	661	2.764	3.568	3.495	318,0%	29,1%	23,2%
Metais & Mineração	696	36.597	165.961	96.735	102.994	353,5%	-41,7%	23762,0%
Petróleo & Gás	25.145	-9.595	112.287	111.942	111.973	-1270,3%	-0,3%	346,6%
Papel & Celulose	-2.009	-12.487	19.630	10.477	11.304	n.a.	-46,6%	n.a.
Imobiliário	4.192	4.819	7.010	9.617	9.381	45,5%	37,2%	67,2%
Varejo	8.913	8.733	12.575	18.146	17.643	44,0%	44,3%	41,1%
Software	631	675	1.124	1.540	1.502	66,4%	37,0%	78,1%
Telecom	6.907	6.642	6.077	6.993	6.910	-8,5%	15,1%	-12,0%
Serviços Básicos	33.625	38.719	39.600	42.950	42.647	2,3%	8,5%	17,8%

Fonte: Economatica, estimativas do BTG Pactual

A alocação externa está caindo; Os fundos de ações continuam reportando saídas

Mesmo com a piora do mercado nos últimos meses, devido ao aumento dos riscos políticos e fiscais, a situação não parece ter impactado de forma excessiva os fluxos estrangeiros para o Brasil, com entradas de investidores estrangeiros de R\$ 1,9 bilhão em novembro.

Gráfico 10: Apetite do investidor estrangeiro continua diminuindo



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Apesar dos expressivos fluxos de entrada de estrangeiros no Brasil no acumulado do ano, as alocações no país estão caindo. O Brasil se beneficiou, assim como o resto do mundo, da alta liquidez global no período da pandemia. Tanto os G.E.Ms (mercados emergentes globais) quanto os fundos globais reportaram um fluxo de entrada de recursos recorde em 2021 em comparação com outros anos (e o ano ainda não acabou). No entanto, as alocações não foram da mesma maneira. Com o aumento das tensões políticas no país e o retorno das preocupações com a política fiscal do governo, os níveis de alocação caíram no ano e sofreram forte queda em outubro.

Tabela 4: Alocação de diferentes fundos no Brasil

Alocações de fundos no Brasil					
Data	G.E.M.	Global	Global (ex-EUA)	LatAm	BRIC
Dec-14	8,63%	1,08%	1,00%	50,55%	20,67%
Dec-15	5,59%	0,58%	0,50%	43,09%	12,60%
Dec-16	8,15%	0,68%	1,18%	56,03%	17,51%
Dec-17	6,73%	0,52%	0,69%	56,42%	14,69%
Dec-18	7,69%	0,54%	0,70%	59,85%	18,49%
Dec-19	8,18%	0,45%	0,55%	65,86%	17,44%
Dec-20	5,29%	0,25%	0,36%	62,71%	10,37%
Jan-21	4,65%	0,22%	0,43%	60,96%	9,44%
Feb-21	4,30%	0,20%	0,42%	58,43%	8,87%
Mar-21	4,50%	0,21%	0,43%	57,96%	12,68%
Apr-21	4,65%	0,22%	0,45%	58,69%	13,28%
May-21	5,12%	0,23%	0,51%	61,25%	10,43%
Jun-21	5,46%	0,26%	0,56%	62,52%	14,23%
Jul-21	5,39%	0,24%	0,57%	61,33%	14,14%
Aug-21	5,10%	0,23%	0,58%	60,36%	10,59%
Sep-21	4,79%	0,30%	0,56%	57,84%	11,68%
Oct-21	4,32%	0,23%	0,41%	55,32%	10,52%

Fonte: EPFR | G.E.M = Global Emerging markets

Olhando mais de perto os fundos de América Latina, a exposição ao Brasil diminuiu acentuadamente no ano, caindo de 62,71% em dez-20 para 55,32% em out-21. Grande parte dessa alocação foi para o México. A recente deterioração política e fiscal pode ajudar a explicar esse movimento (até junho, a alocação era de 62,52%). Não vimos nenhum catalisador ainda em novembro para ajudar a reverter essa tendência.

Tabela 5: Alocação de fundos de América Latina no Brasil

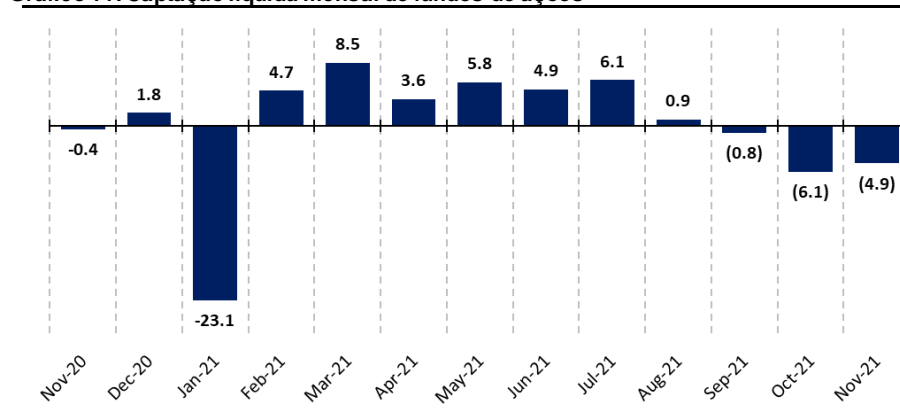
Alocação de fundos da América Latina						
Data	Argentina	Brasil	Chile	Colômbia	México	Peru
Dec-14	1,25%	50,55%	8,92%	3,77%	25,82%	4,58%
Dec-15	1,11%	43,09%	9,76%	2,25%	35,93%	3,48%
Dec-16	1,48%	56,03%	8,01%	2,03%	23,95%	4,07%
Dec-17	3,49%	56,42%	8,80%	1,82%	22,02%	3,43%
Dec-18	2,36%	59,85%	6,45%	1,52%	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%
Jan-21	2,79%	60,96%	6,03%	1,21%	21,88%	2,55%
Feb-21	2,96%	58,43%	7,00%	1,12%	22,63%	2,78%
Mar-21	2,73%	57,96%	7,05%	1,11%	23,80%	2,43%
Apr-21	2,53%	58,69%	6,79%	0,91%	23,14%	1,95%
May-21	2,26%	61,25%	6,06%	0,94%	23,15%	2,07%
Jun-21	2,26%	62,52%	5,89%	0,74%	22,23%	1,68%
Jul-21	2,51%	61,33%	5,61%	0,71%	23,24%	1,63%
Aug-21	2,98%	60,36%	5,77%	0,87%	24,07%	1,51%
Sep-21	2,76%	57,84%	5,90%	1,04%	25,34%	1,94%
Oct-21	3,12%	55,32%	5,82%	1,36%	26,94%	2,55%

Fonte: EPFR

Fluxos domésticos: fundos de ações seguem sofrendo resgates

Os fundos de ações registraram saídas pelo terceiro mês consecutivo, de R\$ 4,9 bilhões em novembro (após R\$ -6,1 bilhões em outubro). Os resgates de fundos de ações geralmente levam 30 dias, o que significa que as saídas agora provavelmente eram vendas há um mês. Com os mercados se deteriorando e as taxas de juros subindo, provavelmente continuaremos a ver um fluxo de saída nas próximas semanas.

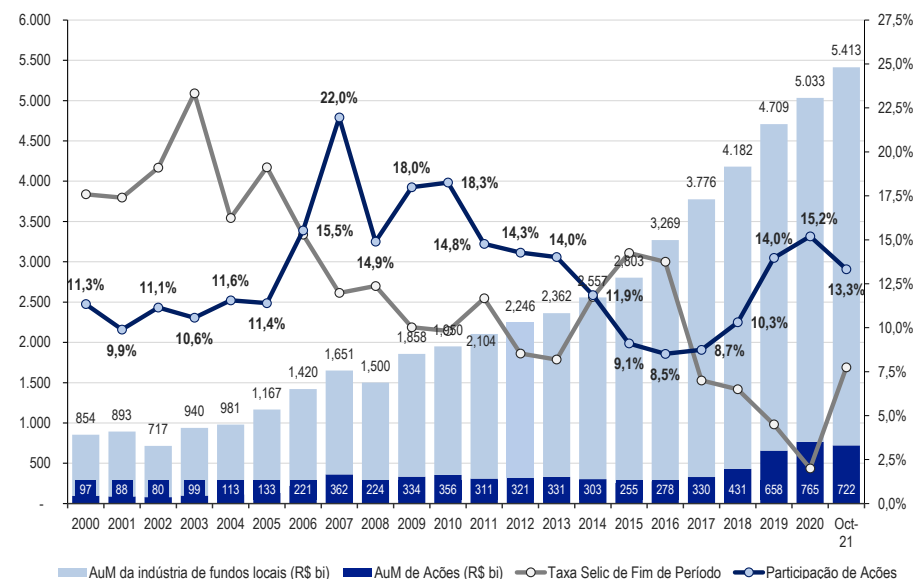
Gráfico 11: Captação líquida mensal de fundos de ações



Fonte: Anbima, BTG Pactual

A alocação de ações dos investidores locais também apresentou queda, passando de 15,1% em agosto para 13,3% em outubro (após queda de 13% do Ibovespa no período), menor nível desde outubro do ano passado.

Gráfico 12: Alocações de fundos locais em ações



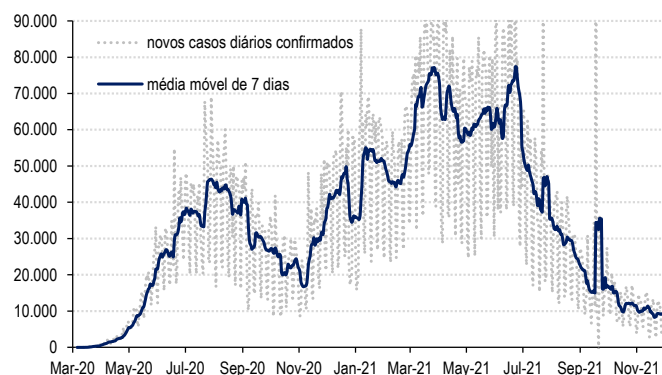
Fonte: Anbima, estimativas do BTG Pactual

COVID-19: Quase no passado ... mas e a Ômicron?

A média móvel de mortes tem caído consistentemente nos últimos meses, embora ainda seja considerável, com aproximadamente ~230 pessoas perdendo suas vidas por dia (vs. 311 no final de outubro). O número de casos também está caindo (9,3 mil vs. 11,6 mil no final de outubro).

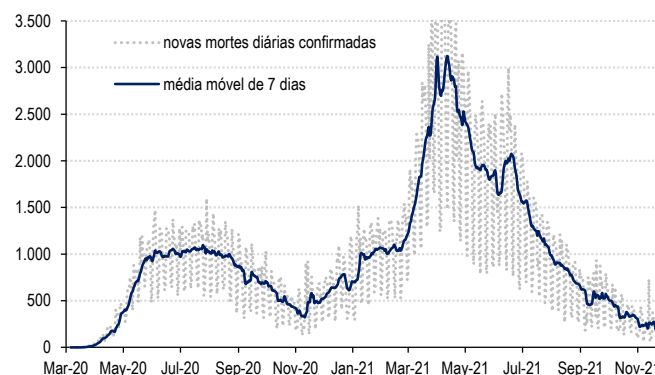
Estamos observando uma tendência de queda consistente tanto no número de novos casos quanto de novas mortes (em níveis próximos a maio-20 e abril-20, respectivamente). A vacinação continua em ritmo acelerado, com 1,0 milhão de doses administradas por dia, em média, em novembro (principalmente segundas e terceiras doses). Os dados mais recentes endossam a percepção de um cenário em que a pandemia está sendo controlada pelo avanço da vacinação.

Gráfico 13: Novos casos diários de COVID-19 no Brasil



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil, BTG Pactual

Gráfico 14: Novas mortes diárias por COVID-19 no Brasil

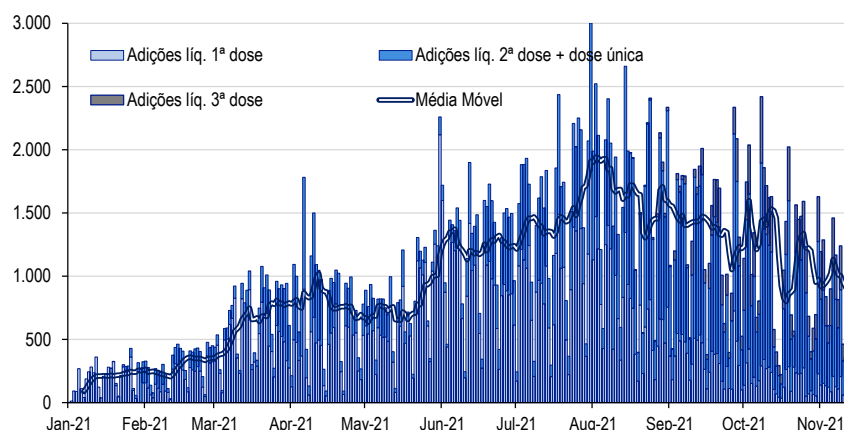


Fonte: Ministério da Saúde do Brasil, BTG Pactual

Vacinação ganhando força; +80% da população adulta já totalmente vacinada

A vacinação está progredindo mais rápido, com o Brasil tendo vacinado (com pelo menos a primeira dose) 164 milhões de pessoas, ou 77% de sua população. O Brasil agora está administrando ~1,0 milhão doses por dia. Até agora, ~100% da população adulta do Brasil já recebeu pelo menos uma dose, com 83% totalmente imunizados.

Gráfico 15: Doses diárias no Brasil ('000)



Fonte: banco de dados Coronavírusbra1, departamentos estaduais de saúde

Nova preocupação do mercado: variante Ômicron

Desde o final da semana passada, os mercados globais (e a população em geral) estão preocupados com a nova variante do coronavírus (rotulada pela Organização Mundial da Saúde como Ômicron) descoberta na África do Sul em novembro e reportada à OMS em 24 de novembro.

Casos da variante Ômicron já foram identificados em pelo menos 8 países europeus (como Reino Unido, Alemanha e Itália). Membros do G7 fizeram uma reunião de emergência para discutir esta nova variante, e vários países têm reimposto proibições de viagens internacionais e restrições de mobilidade para evitar a propagação do vírus.

Primeiramente, devemos salientar que não se sabe muito sobre essa nova variante. A preocupação inicial é que a Ômicron pode ser mais transmissível do que as variantes anteriores e mais propensa a passar pela proteção imunológica conferida pelas vacinas da Covid-19 ou infecções anteriores.

Além do fato de nada ter sido provado ainda, também é difícil traçar um paralelo entre os dados isolados da África do Sul e como a nova variante deve se comportar em outros países mais vacinados (como o Brasil). Atualmente, a África do Sul tem apenas 24% de sua população totalmente imunizada, enquanto o Brasil, por exemplo, tem 65% (e 83% da população adulta). Mais países vacinados deveriam teoricamente ser mais protegidos contra novas variantes.

A Ômicron deve ser motivo de tal preocupação?

Esta é a pergunta mais difícil e aquela para a qual todos gostariam que houvesse uma resposta. Ao que tudo indica, estaríamos muito melhor preparados hoje para evitar uma grande propagação dessa variante do que estávamos quando a Alfa e a Delta surgiram.

O consenso dos cientistas (que obviamente pode mudar rapidamente por causa da escassez de informações que temos até agora) é que uma onda Ômicron seria muito menor do que a que experimentamos com a Delta e a Alfa, uma vez que o nível atual de pessoas já imunizadas (tanto por vacinas como aquelas que já foram infectadas) já é muito maior. Além

disso, o mundo foi alertado sobre os riscos da Ômicron muito antes da Delta, que já havia se espalhado na Índia antes que outros países fossem avisados.

Moderna, Johnson & Johnson e Pfizer/BioNTech já informaram que estão avaliando se um novo imunizador será necessário para combater a variante Ômicron. As empresas agora estão testando a eficácia de suas vacinas contra essa variante.

No entanto, pensando no pior cenário possível, ou seja, que as vacinas atuais não são eficazes contra Ômicron e novas seriam necessárias, a Pfizer/BioNTech afirmou que elas poderiam ter uma nova versão de sua vacina pronta em 100 dias, se necessário.

Carteira Recomendada de Ações – Small Caps:

Veja abaixo nosso portfólio reformulado de Small Caps. Decidimos aumentar nosso portfólio de Small Caps para 10 ações, de 5, uma vez que o número de opções de small caps listadas aumentou significativamente nos últimos dois anos. Acreditamos que, ao aumentar o número de ações, oferecemos aos nossos clientes um portfólio mais diversificado e abrangente. Os recém-chegados: Banco ABC e Track & Field são as novidades deste mês. Quem fica e quem sai: CBA, 3tentos, 3R Petroleum, ClearSale, Jalles Machado, Orizon, Desktop e Sinqia mantêm suas posições, enquanto SLC Agrícola e Santos Brasil saem.

Novembro				Dezembro			
Empresa	Sector	Ticker	Peso (%)	Empresa	Sector	Ticker	Peso (%)
SLC Agrícola	Agronegócio	SLCE3	10%	Track & Field	Varejo	TFCO4	10%
CBA	Metais & Mineração	CBAV3	10%	Banco ABC	Bancos	ABCB4	10%
Santos Brasil	Infraestrutura	STBP3	10%	3R Petroleum	Petróleo & Gás	RRRP3	10%
3Tentos	Agronegócio	TTEN3	10%	Orizon	Serviços Básicos	ORVR3	10%
3R Petroleum	Petróleo & Gás	RRRP3	10%	Desktop	Telecom	DESK3	10%
ClearSale	Tecnologia	CLSA3	10%	Sinqia	Tecnologia	SQIA3	10%
Jalles Machado	Agronegócio	JALL3	10%	ClearSale	Tecnologia	CLSA3	10%
Orizon	Serviços Básicos	ORVR3	10%	3Tentos	Agronegócio	TTEN3	10%
Desktop	Tecnologia	DESK3	10%	Jalles Machado	Agronegócio	JALL3	10%
Sinqia	Tecnologia	SQIA3	10%	CBA	Metais & Mineração	CBAV3	10%

Fonte: BTG Pactual

Carteira Recomendada de Ações – Small Caps:

Empresa	Ticker	Peso	Volume Médio Diário (R\$ mi)	Market Cap. (R\$ mn)	P/L		EV/EBITDA	
					2021E	2022E	2021E	2022E
CBA	CBAV3	10%	33	7.132	13,2x	5,4x	5,8x	3,3x
3R Petroleum	RRRP3	10%	112	5.596	29,1x	3,8x	9,8x	3,0x
ABC Brasil	ABCB4	10%	16	3.726	6,5x	5,3x	n.a.	n.a.
3tentos	TTEN3	10%	11	3.656	8,3x	7,0x	5,2x	4,9x
Jalles Machado	JALL3	10%	8	2.664	15,6x	7,2x	4,7x	3,6x
ClearSale	CLSA3	10%	14	1.813	80,3x	49,2x	31,1x	29,6x
Track & Field	TFCO4	10%	2	1.719	27,1x	17,9x	17,0x	10,7x
Orizon	ORVR3	10%	11	1.612	21,5x	12,5x	9,5x	8,6x
Desktop	DESK3	10%	9	1.439	40,1x	12,5x	10,6x	5,7x
Sinqia	SQIA3	10%	22	1.344	55,0x	34,4x	14,4x	10,8x

Fonte: BTG Pactual

Track & Field (TFCO4)

Nossa visão positiva sobre a Track & Field é baseada em cinco pilares principais: (i) modelo de negócios de alta margem, alto ROIC e *asset-light*, (ii) forte alinhamento com os franqueados (royalties sobre *sell-out*) e proximidade com a cadeia de fornecedores, (iii) abrangência nacional com formato de loja flexível, (iv) ecossistema de vendas através de redes sociais (*social selling*) com eventos esportivos promovidos todos os anos e (v) exposição à reabertura da economia e poder de precificação (variável importante em meio à espiral inflacionária no Brasil).

A baixa liquidez das ações e a listagem no Nível 2 de B3 (com uma estrutura Super PN) podem ser considerados empecilhos, mas um modelo de negócios *asset-light* significa que sua expansão sólida não virá à custa dos retornos (na verdade, é o contrário), posicionando a empresa entre os players com maior ROIC em nossa cobertura, o que combinado com um CAGR de 34% até 2025 e um P/L 2022 atraente de 20x justifica nossa classificação de Compra.

Banco ABC (ABCB4)

Depois de um difícil 2020, quando a taxa Selic atingiu níveis inimagináveis e a pandemia teve forte impacto, afetando a receita em um ano de investimentos expressivos, o ABC está pronto para seguir em frente. Novas iniciativas como o seguro e a recém-lançada mesa de energia, além de uma carteira de crédito acelerada, com mais vindo de PMEs, e um pipeline robusto para a divisão de *Investment Banking* e a taxa Selic mais alta devem contribuir para melhorar o ROE. Somos fãs da equipe de gestão do ABC. Eles têm grande credibilidade, financiamento sólido e uma forte franquia. Esperamos também que o banco acelere sua transformação digital, o que deve ajudar a expandir sua base de clientes e parcerias. Negociando a um valuation atraente de 0,7x o VP mais recente, o ABCB4 é uma das nossas principais opções dentro de small caps. Reiteramos nossa Compra.

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. 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.

Orizon (ORVR3)

Como esperado, no dia 4 de novembro o consórcio formado pela Jive e Orizon foi o vencedor do leilão dos ativos do aterro da Estre com uma oferta de R\$ 840 milhões. Quando o consórcio foi desenhado, ele já previa a venda da participação da Jive para a Orizon por um valor pré-determinado. Embora não saibamos as condições exatas da transação, estimamos que o preço de aquisição implícito da Orizon seja entre 5,0-5,5x EV/EBITDA, que considerando o EBITDA do final de 2021 dos ativos da Estre de R\$ 114 milhões, se traduziria em ~ R\$ 600 milhões. Usando esse valor, chegamos a uma TIR real de 13% e um VPL de R\$ 154 milhões (+ 2,2/ação), considerando o negócio 'como está'. No entanto, esperamos que a Orizon replique a operação de gás que já realiza em seus próprios aterros, o que contribuiria com um EBITDA adicional de ~ R\$ 40 milhões e a TIR real apontaria para ~20%. O negócio ainda precisa de homologação judicial e podemos ver a Solvi apelando da decisão. Mesmo assim, o fechamento está previsto para o início do próximo ano. Este leilão foi um grande marco para a Orizon, ao lado do leilão que ela ganhou recentemente para sua usina de transformação de resíduos em energia.

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 5,3x EV/EBITDA 2022E, a Desktop é negociada com um grande desconto para ISPs globais (11,4x). Mesmo em comparação com as telcos integradas globais, que não estão crescendo, ela é negociada com

um pequeno prêmio (5,3x vs. 6,1x). Em comparação com os outros dois ISPs listados, a Desktop é negociada com um prêmio para o Unifique (5,2x) e com um desconto para a Brisanet (6,7x).

Sinqia (SQIA3)

Depois de captar R\$ 400 milhões em um follow-on concluído em setembro, a Sinqia renovou sua capacidade para mais uma rodada de operações de M&A. A empresa acelerou seu crescimento orgânico e está executando sua estratégia de fusões e aquisições perfeitamente. Com a ação em 11x EV/EBITDA 2022E (vs. mediana de 27x dos pares globais), vemos um valuation atraente vs. players globais de software focados na vertical financeira, com a vantagem de que a Sinqia deve superar esses players. E como é muito menor que seus pares globais, é muito mais fácil fazer aquisições que dobrem/triplicem seu tamanho em poucos anos (e a empresa levantou recursos para isso).

ClearSale (CSLA3)

A ClearSale é o fornecedor principal de proteção contra fraude em e-commerce no Brasil, com mais de 4,5 mil clientes e uma participação de mercado que estimamos em 60 a 70%. É usado por varejistas que gerenciam suas próprias operações de e-commerce (Centauro e Renner), grandes marketplaces (MGLU, B2W e VVAR) e é o parceiro preferencial de prestadores de serviços que gerenciam operações de e-commerce de varejistas (InfraCommerce e Synapcom). 78% das vendas da ClearSale vêm de antifraude para o comércio eletrônico. A ClearSale está negociando a 2,1x EV/Vendas para 2022E, um grande desconto para seu par mais óbvio, a empresa israelense antifraude Riskified (6x EV/Vendas em 2022E). Também está mais barata do que um grupo de empresas globais de tecnologia que deve crescer mais de 20% ao ano nos próximos três anos - esse grupo é negociado a 25x EV/Vendas em 2022E.

3tentos (TTEN3)

Estamos mantendo a 3tentos em nosso portfólio de Small Caps. A empresa oferece uma maneira totalmente nova de participar de um dos setores mais dinâmicos e promissores do Brasil, permitindo que os investidores adicionem exposição à cadeia agrícola com base no que acontece antes da fazenda. Ao oferecer uma plataforma integrada de varejo de insumos agrícolas, comercialização e processamento de soja em farelo e óleo/biodiesel, a 3tentos é capaz de agregar valor incomparável aos seus clientes, prestando não apenas serviços para que os agricultores possam cultivar suas terras de forma mais eficiente, mas também a conveniência de ser seu principal comprador após a conclusão da colheita. Este modelo de negócios integrado é exclusivo para esta indústria, e é em torno desse modelo que acreditamos que a 3tentos construiu a maior parte de suas vantagens competitivas. Ao criar mecanismos que aumentem a fidelização de seus clientes, a 3tentos parece capaz de replicar este modelo para crescer além de suas fronteiras regionais, oferecendo uma história de crescimento promissora em um mercado grande e ainda não consolidado. Além disso, embora ainda exposta à volatilidade dos preços das commodities, a integração vertical e diversificação da 3tentos têm historicamente proporcionado resultados significativos e resiliência de margem. Em última análise, a 3tentos baseia seu modelo de negócios no sucesso do agronegócio brasileiro sem ser totalmente alavancada nos aspectos cíclicos dele. Com um lucro com CAGR (taxa de crescimento anual composto) estimado em 5 anos de 21%, negociando a um pouco exigente 6,4x P/L em 2022E, e entregando consistentemente um ROIC maior que 30%, temos um rating de Compra para a ação da companhia.

Jalles Machado (JALL3)

Estamos otimistas com os fundamentos da indústria de açúcar e etanol e vemos a Jalles como uma das melhores e mais baratas teses. No açúcar, acreditamos que os preços globais podem estar entrando em uma nova fase com o governo indiano antecipando o prazo para a mistura de 20% do etanol na gasolina vendida no país até 2025, potencialmente reduzindo a produção de açúcar em 6 milhões de toneladas/ano. Isso, combinado com o fato de o Brasil ter relativamente pouco açúcar a mais para trazer ao mercado, significa que a curva de preços futuros (atualmente em declínio para longo

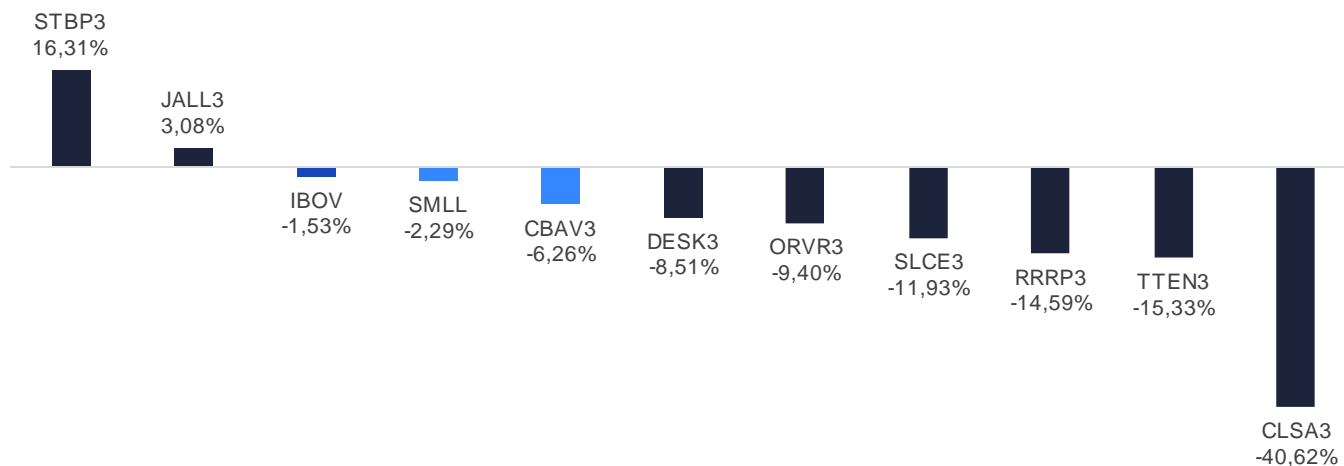
prazo) pode se mostrar muito conservadora com base na necessidade de incentivar a produção de outros participantes marginais com custos de produção mais próximos da marca ~ c20/lb. Os fundamentos do etanol também são sólidos, com metas globais de descarbonização e o programa RenovaBio, além de preços à vista em alta no Brasil que ainda não estão refletidos nas cotações das ações. As ações da Jalles oferecem um FCFE yield de dois dígitos antes mesmo de todos os fatores anteriores entrarem em ação, o que deve ser agravado pelos planos de crescimento orgânico de baixo risco da empresa. Reiteramos a Compra.

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\$ 2.600/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 2,5x EV/EBTIDA em 2022, um desconto injustificado de ~50% para os pares.

Rentabilidade Histórica:

Gráfico 16: Performance por ação em Novembro de 2020:

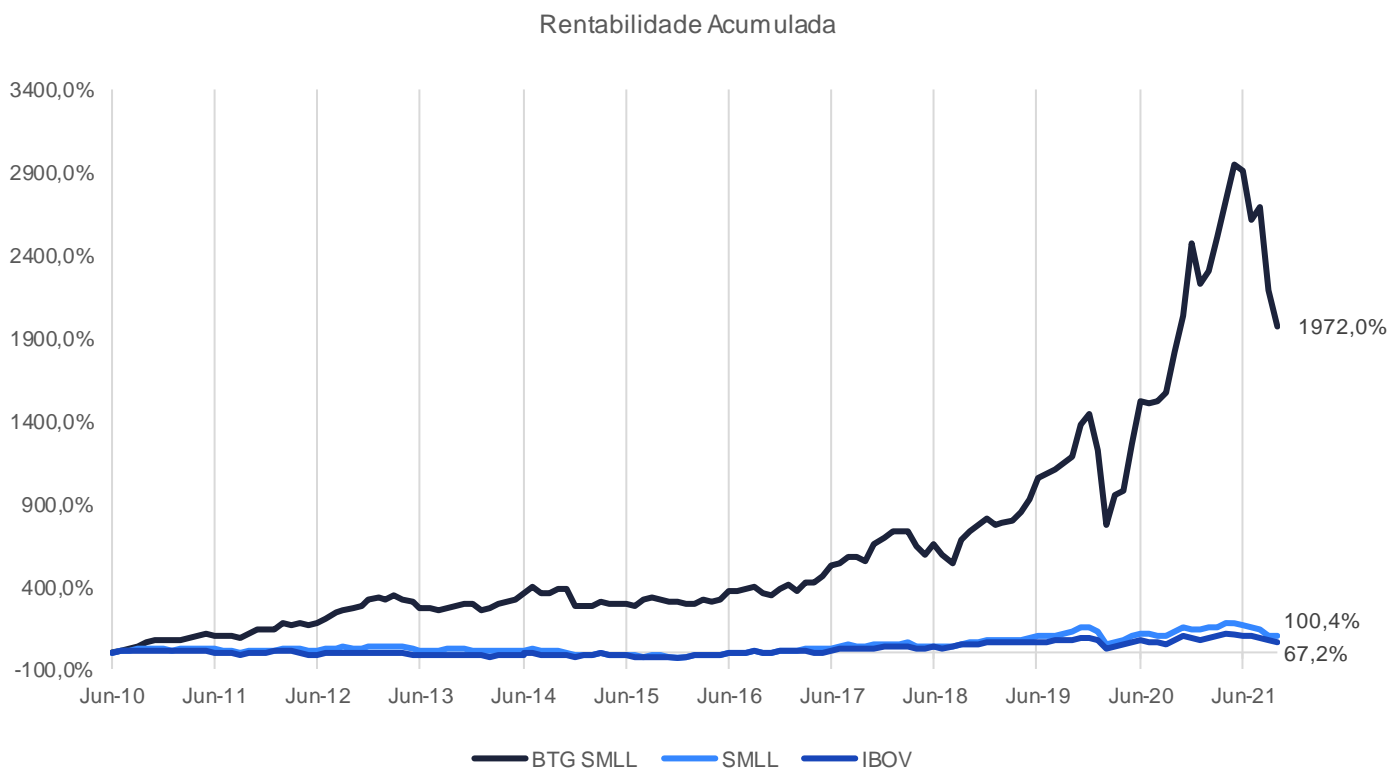


Fonte: BTG Pactual e Economática

Performance Histórica:

No mês de novembro, a carteira BTG SMLL apresentou uma performance negativa de -9,6%, contra uma desvalorização de -2,3% do índice SMLL e -1,5% do IBOV. Desde julho de 2010, a carteira acumula uma rentabilidade de 1.972%, contra 100,4% do SMLL e 67,2% do IBOV.

Gráfico 17: 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
BTGD SMLL	74,3%	34,7%	79,0%	-7,4%	24,9%	-15,9%	9,8%	67,1%	15,5%	70,5%	44,5%	-2,6%
SMLL	26,7%	-16,6%	28,7%	-15,2%	-17,0%	-22,4%	31,8%	49,6%	7,5%	57,8%	-0,6%	-19,3%
IBOV	13,7%	-18,1%	7,4%	-15,5%	-2,9%	-13,3%	38,9%	26,9%	15,0%	31,5%	2,9%	-14,3%

Performance	Jan-21	Feb-21	Mar-21	Apr-21	May-21	Jun-21	Jul-21	Aug-21	Sep-21	Oct-21	Nov-21	Dec-21
BTGD SMLL	20,8%	-9,7%	3,5%	8,7%	8,4%	7,5%	-1,4%	-9,9%	3,2%	-17,8%	-9,6%	
SMLL	-3,4%	-1,8%	4,6%	4,4%	6,3%	1,3%	-5,8%	-3,8%	-6,4%	-12,5%	-2,3%	
IBOV	-3,3%	-4,4%	6,0%	1,9%	6,2%	0,5%	-3,9%	-2,5%	-6,6%	-6,7%	-1,5%	

* Rentabilidade em 2010 a partir do mês de julho.

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, consequentemente, 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 e será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

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

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