Carteira Recomendada de Ações – Small Caps

Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Janeiro 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

Portfólio de 2022: Equilibrando riscos e buscando oportunidades

Imaginamos um mercado de ações altamente volátil em 2022 e identificamos alguns temas que podem acontecer ao longo do ano, com o objetivo de posicionar nossa carteira para obter exposição a eles: i) aumento da inflação e das taxas de juros no Brasil; ii) maior consumo dos grupos de alta renda; iii) preços elevados do petróleo em todo o mundo; e iv) real mais fraco.

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

Locaweb e Santos Brasil são as novidades deste mês.

Quem fica e quem sai

CBA, 3tentos, 3R Petroleum, ClearSale, Track & Field, Banco ABC, Desktop e Sinqia mantêm suas posições, enquanto a Orizon e Jalles Machado saem.

Carteira Recomendada de Ações – Small Caps:

Empresa	Ticker	Peso	Volume Médio Diário (R$ mi)	Market Cap. (R$ mn)	P/L		EV/EBITDA	
					2022E	2023E	2022E	2023E
CBA	CBAV3	10%	32	8.145	6,2x	7,6x	3,7x	4,3x
Locaweb	LWSA3	10%	141	7.754	34,2x	26,7x	5,3x	3,9x
3R Petroleum	RRRP3	10%	82	6.797	5,7x	2,4x	3,4x	2,5x
Santos Brasil	STBP3	10%	34	5.545	14,5x	12,4x	7,7x	6,2x
3tentos	TTEN3	10%	9	4.808	9,2x	7,6x	6,8x	5,8x
ABC Brasil	ABCB4	10%	16	3.493	4,9x	4,5x	n.a.	n.a.
Track & Field	TFCO4	10%	3	2.070	21,6x	15,8x	13,1x	9,1x
ClearSale	CLSA3	10%	17	1.691	45,9x	22,5x	26,9x	11,2x
Desktop	DESK3	10%	7	1.595	12,2x	8,5x	5,7x	4,2x
Sinqia	SQIA3	10%	15	1.436	36,7x	24,4x	11,6x	9,6x

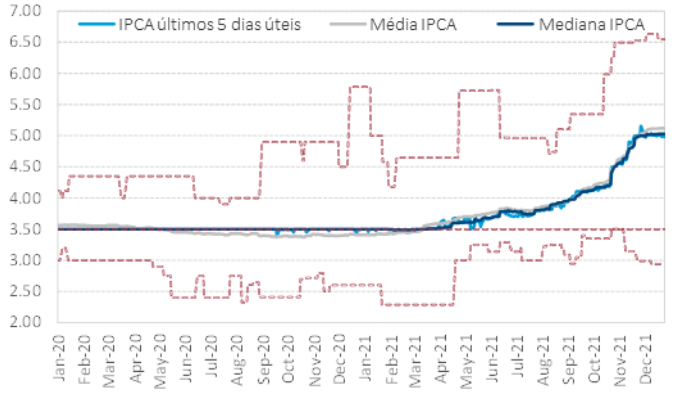
Fonte: BTG Pactual

As variáveis macroeconômicas deterioraram-se significativamente ao longo dos últimos meses

Depois de um 2021 muito forte devido a reabertura das economias, os juros baixíssimos e a liquidez abundante que levaram os mercados de ações globais a níveis recordes, o ano de 2022 começa com grandes desafios. O ano começa com as economias globais em modo de recuperação total e forte atividade econômica em quase todas as regiões. Mas, à medida que a recuperação segue seu curso, a inflação global está se tornando uma preocupação real em vários países, principalmente nos Estados Unidos, onde a inflação atingiu 6,8% ao ano em novembro (a maior em 40 anos). Os bancos Centrais, e o FED, em particular, devem começar a aumentar as taxas de juros em breve, reduzindo parte do principal catalisador da performance dos mercados globais.

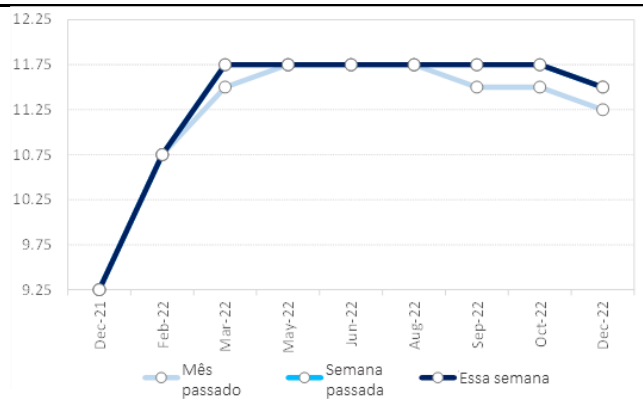
O ambiente econômico e político do Brasil realmente piorou nos últimos meses, provocando uma forte deterioração das principais variáveis macroeconômicas. De acordo com o levantamento do boletim Focus, a projeção que temos para a inflação no final de 2021 está em 10,0% e, talvez, mais preocupante, as expectativas para 2022 subiram para 5,0%, cada vez mais longe do ponto médio do intervalo da meta de inflação no ano (3,5%). Isso está forçando o Banco Central a aumentar rapidamente as taxas de juros, que em 2021 terminaram em 9,25% (em comparação a 2,0% no início do ano) e devem atingir um pico de 11,75% em março de 2022.

Gráfico 1: Expectativas de mercado para inflação de preços ao consumidor (IPCA) para 2022



Fonte: BACEN e BTG Pactual

Gráfico 2: Taxa Selic - Mediana da projeção mensal

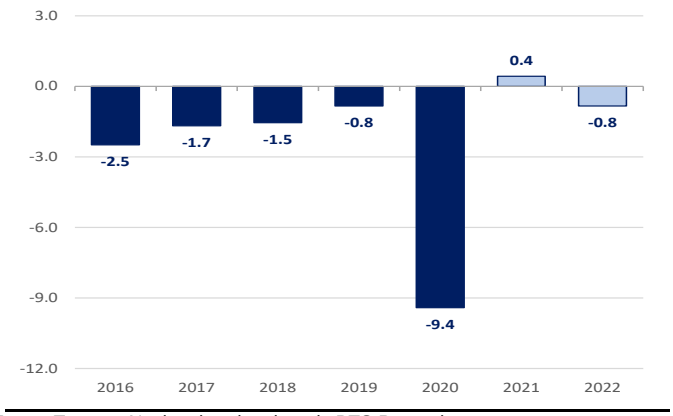


Fonte: BACEN e BTG Pactual

O aumento da inflação e das taxas de juros claramente impactarão a atividade econômica em 2022. A mesma pesquisa Focus mostra que as projeções de crescimento do PIB para 2022 foram revisadas para baixo novamente, com o consenso agora indicando um crescimento de apenas 0,4%, em comparação a um crescimento de 2,2% há seis meses.

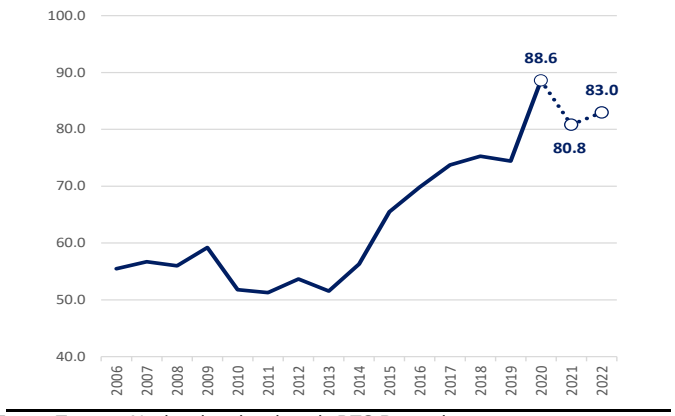
Além da piora das expectativas para grande parte das variáveis macroeconômicas em 2022, a situação fiscal do Brasil é o que mais preocupa os mercados. A decisão do governo de alterar as leis de limite de gastos, com o objetivo de abrir espaço no Orçamento em 2022 para um novo programa social melhorado, prejudicou a performance dos mercados. A situação fiscal melhorou em 2021, e o Brasil pode até ter superávit primário (ainda que pequeno). Mas as mudanças propostas nas leis de limite dos gastos aumentarão o déficit primário de 2022 para 0,8% do PIB (de superávit estimado em 0,4% em 2021), que combinado com a piora dos parâmetros macro podem fazer com que a relação dívida bruta sobre o PIB suba para 83,0% (de 80,8% em 2021).

Gráfico 3: Déficit primário (em % do PIB)



Fonte: Tesouro Nacional, estimativas do BTG Pactual

Gráfico 4: Dívida bruta do governo geral (em % do PIB)



Fonte: Tesouro Nacional, estimativas do BTG Pactual

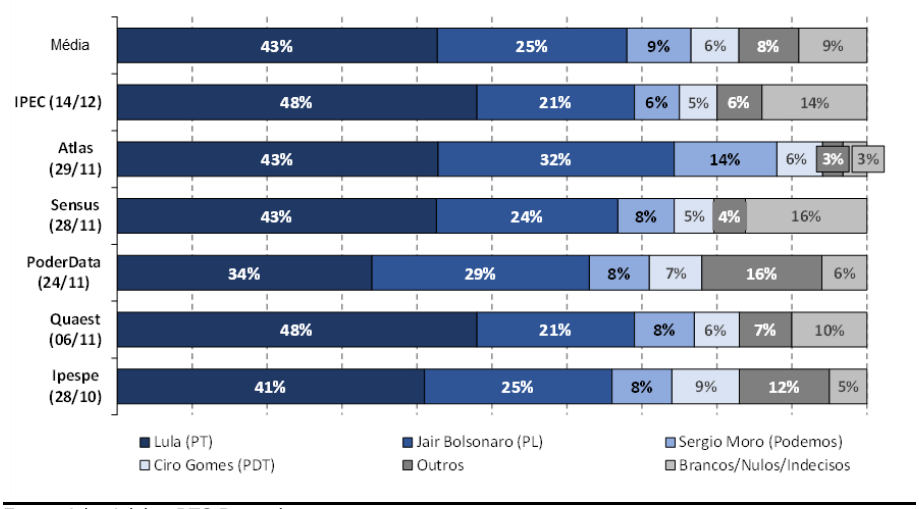
As eleições presidenciais irão adicionar uma dose extra de volatilidade

As eleições presidenciais do Brasil (primeiro turno em 2 de outubro) aumentarão a volatilidade dos mercados em 2022. No momento, é uma disputa direta entre o presidente de direita Jair Bolsonaro e o ex-presidente de esquerda Luiz Inácio Lula da Silva. Ambos têm bases de apoio relativamente leais e são claros favoritos para chegar ao segundo turno, no qual as pesquisas indicam que Lula é o vencedor. Mas é obviamente muito cedo para dizer, especialmente considerando que o Bolsonaro é o atual presidente.

Durante a campanha, os dois candidatos podem direcionar seus discursos para suas bases de apoio da extrema direita e da esquerda, o que significa que os discursos de campanha no primeiro turno provavelmente serão mais radicais, uma estratégia que pode aumentar a volatilidade dos mercados. Na campanha de segundo turno, os discursos tendem a ser mais moderados. Mais importante, uma vez eleito (ou reeleito no caso de Bolsonaro), qualquer um dos candidatos provavelmente terá que passar a ter uma postura mais de centro no espectro político. No Brasil, 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 país.

Um candidato de terceira via é possível, mas improvável no momento. As últimas pesquisas mostram que o terceiro candidato com maior intenção de voto é o ex-juiz Sergio Moro. Para ser viável sua candidatura, ele precisaria garantir o apoio de todos os outros nomes e ter amplo apoio político dos partidos de centro.

Gráfico 5: Compilação das pesquisas eleitorais presidenciais no 1º turno

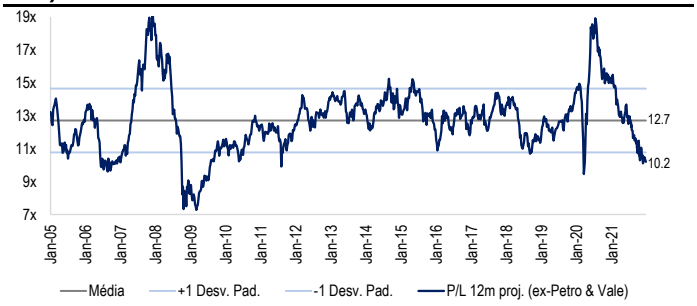


Fonte: Arko Advice, BTG Pactual

Valuations atraentes, mas os riscos estão mais elevados

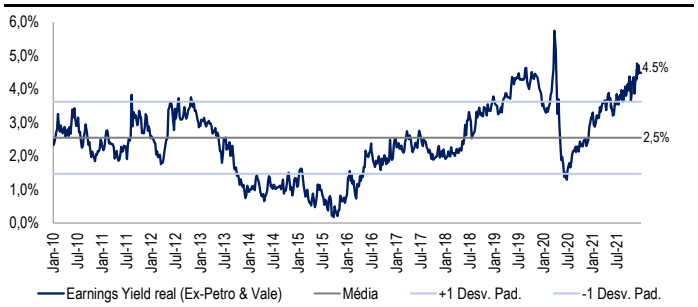
Em termos de valuation, o Ibovespa (sem Petrobras e Vale) parece atraente, negociando em 10,2x P/L de 2022E, mais de um desvio padrão abaixo de sua média histórica de 12,7x. Talvez mais interessante, o prêmio para manter ações, medido como o inverso do P/L, menos as taxas de juros reais de 10 anos, aumentou para 4,5%, mais de um desvio padrão acima da média histórica e um dos níveis mais altos do passado recente.

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



Fonte: Banco Central do Brasil, estimativas do BTG Pactual

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



Fonte: Banco Central do Brasil, estimativas do BTG Pactual

Em termos de fundamentos, a performance do Ibovespa depende do nível de juros reais de longo prazo, que por sua vez dependem da situação política e fiscal do país. Nós enxergamos espaço para que as taxas reais de longo prazo caiam em 2022, principalmente se ambos os candidatos se comprometerem com a disciplina fiscal durante a campanha eleitoral presidencial.

Portanto, embora 2022 seja inegavelmente um ano mais volátil, dado os níveis de valuation atuais, vemos espaço para que as ações brasileiras tenham um bom desempenho. No momento, preferimos setores que tendem a ter um desempenho relativamente forte em um cenário de inflação e taxas de juros mais elevadas, como as empresas de consumo que prestam serviços a indivíduos de alta renda, ações que performam bem com a alta dos preços globais de energia, e empresas impactadas positivamente por um dólar mais forte em relação ao real.

Ibovespa a um P/L projetado de 12 meses de 12,7x? Talvez

Em um exercício simples, estimamos o valor justo do Ibovespa em diversos cenários, que envolvem premissas para a inflação de longo prazo, taxas de juros reais de longo prazo e o crescimento real do PIB.

Nosso cenário base, embora otimista em relação à situação atual, parece viável se o Brasil voltar aos trilhos econômicos. Assumimos que o Banco Central consiga trazer a inflação de volta à meta (3,5%), e as taxas reais de logo prazo voltem a 4% (onde estavam há alguns meses) e o crescimento real de longo prazo do PIB seja de 2% no Brasil. Com essas premissas, o múltiplo justo P/L do Ibovespa é 12,7x, em linha com seu valuation histórico (sem Petrobras e Vale). Negociando a 12,7x P/L, usando nossas estimativas de lucros para 2022, o Ibovespa teria que estar em 132 mil pontos, sinalizando um potencial de valorização de 23%.

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%	5,5%	4,5%	3,5%	3,0%	2,5%
Crescimento real	0,0%	0,5%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
P/L alvo	**7,5x**	**8,5x**	**10,0x**	**12,7x**	**15,8x**	**21,1x**
P/L atual 2021	10,3x	10,3x	10,3x	10,3x	10,3x	10,3x
IBOV	107.600	107.600	107.600	107.600	107.600	107.600
IBOV alvo	**77.972**	**88.369**	**104.466**	**132.324**	**165.405**	**220.539**
Potencial de valorização	-27,5%	-17,9%	-2,9%	23,0%	53,7%	105,0%

Fonte: estimativas do BTG Pactual

Lucros de 2022E estáveis a/a (ex-Petrobras e Vale)

Embora a recuperação econômica tenha sido mais lenta do que o esperado, ainda estimamos um lucro em 2022 para o Ibovespa (sem Petrobras e Vale) que deve ser estável em relação a 2021, incluindo Petrobras e Vale, vemos os lucros caindo 6,3% na comparação a/a. Os lucros dos exportadores de commodities devem cair 17% a/a, parcialmente compensado por maiores lucros das empresas domésticas.

Estimamos que o lucro das empresas doméstica crescerá 9,4% a/a (em reais nominais) em 2022, impulsionado principalmente por Bancos (11% a/a), que devem contribuir com R$ 9,5 bilhões a mais de lucros em 2022. Também modelamos para uma boa recuperação nos setores de Varejo, Saúde, Educação, Bens de Capital e Software.

Tabela 3: Lucro consolidado das empresas cobertas (R$ milhões)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cobertura BTGP	237.300	220.168	196.135	526.597	493.585	516.160
crescimento a/a		*-7,2%*	*-10,9%*	*168,5%*	*-6,3%*	*4,6%*
Cobertura BTGP (ex-Petr&Vale)	186.432	196.795	163.865	304.838	304.410	340.140
crescimento a/a		*5,6%*	*-16,7%*	*86,0%*	*-0,1%*	*11,7%*
Doméstico	162.526	184.423	162.864	214.426	234.631	270.657
crescimento a/a		*13,5%*	*-11,7%*	*31,7%*	*9,4%*	*15,4%*
Commodities	74.774	35.745	33.271	312.170	258.953	245.503
crescimento a/a		*-52,2%*	*-6,9%*	*838,3%*	*-17,0%*	*-5,2%*

estimativas do BTG Pactual

Será difícil aprovar reformas importantes em 2022; Projetos de concessão pública devem continuar

Com as eleições presidenciais e um debate político intenso, é altamente improvável que qualquer uma das reformas constitucionais mais importantes sendo discutidas no Congresso (por exemplo, reformas tributárias e administrativas) avancem em 2022. Embora sejam extremamente necessárias, essas reformas são complexas (reforma tributária) e politicamente sensíveis (reforma administrativa).

Também achamos que o governo terá muitas dificuldades para avançar com grandes privatizações em 2022, como a venda da maior concessionária de energia do Brasil (Eletrobras) ou o Correio nacional.

Por outro lado, o governo deve continuar a leiloar grandes empresas do setor público em projetos de infraestrutura para investidores privados em 2022. Esperamos que as concessões de rodovias, ferrovias, aeroportos, terminais portuários, saneamento e esgoto e os projetos de mobilidade urbana sejam leiloados em 2022. Em 2021, o governo realizou leilões de 2 rodovias, 3 blocos de aeroportos, 1 terminal ferroviário e 7 terminais portuários, além do leilão do 5G em todo território nacional. Além disso, a empresa de saneamento e esgotos do Rio (Cedae) também foi privatizada em 2021.

Infraestrutura: pipeline ousado de oportunidades de investimento em 2022

Como em 2021, projetamos outro ano forte para as empresas de infraestrutura do país, com vários projetos que serão leiloados. O governo realizará o leilão de 6 rodovias, 4 blocos de aeroportos (incluindo os dois principais aeroportos regionais do país: Congonhas e Santos Dumont), o novo leilão de Viracopos, 1 ferrovia, 10 terminais portuários e alguns projetos de mobilidade urbana.

Todos esses programas apresentam volumes de investimento que ajudarão a impulsionar o crescimento econômico.

A autonomia do Banco Central pode ser mais importante do que se pensava

Uma reforma constitucional, aprovada em 2021, foi amplamente esquecida pelos mercados. Em 2021, o Congresso mudou a constituição do Brasil para dar ao Banco Central a autonomia formal. Embora a autoridade monetária do Brasil tenha operado amplamente de forma independente, a oficialização deu ao Banco Central a confiança para aumentar as taxas de juros em quase 10 pontos em menos de um ano, antes das eleições presidenciais. Esta mudança reforça a solidez das instituições brasileiras.

Portfólio de 2022: Equilibrando riscos e buscando oportunidades

Projetamos um mercado de ações muito volátil em 2022 e identificamos alguns temas que podem acontecer durante o ano com o objetivo de posicionar nosso portfólio para obter exposição a eles. Esses temas são: i) aumento da inflação e das taxas de juros no Brasil; ii) maior consumo dos grupos de alta renda; iii) preços elevados do petróleo em todo o mundo; e iv) real mais fraco.

Apenas alguns setores se beneficiam do aumento das taxas de juros. As empresas de serviços financeiros, como bancos e seguradoras, estão entre as poucas que ganham com o aumento das taxas, pelo menos no curto prazo. Teríamos um grande banco de varejo (Itaú e/ou Bradesco) em carteira para capturar essa oportunidade.

A inflação alta e o aumento das taxas de juros devem impactar o consumo no Brasil em 2022. Mas, com a economia agora totalmente reaberta, esperaríamos que os grupos de alta renda (menos sensíveis a inflação e taxas de juros mais altas) aumentassem seu consumo. Ganharíamos exposição a isso por meio da operadora de shopping center Iguatemi e da varejista de vestuário e calçados Arezzo.

Para aqueles que buscam uma proteção mais ativa contra o aumento da inflação, sugerimos a desenvolvedora de software Totvs. Suas receitas são ajustadas automaticamente pela inflação, ela fornece aos seus clientes um serviço essencial, difícil de substituir, e o ticket médio é uma fração da receita dos clientes.

Manteríamos a exposição ao setor de energia, uma vez que os preços do petróleo e gás deveriam ser firmemente sustentados por uma forte atividade econômica global. Enquanto a estatal Petrobras, que está negociando com valuation muito atraente, seria a forma natural de operar o tema, evitamos o nome, pois o barulho político envolvendo a empresa pode se intensificar durante a campanha presidencial. Assim, ganharíamos exposição ao tema por meio de exploradoras e produtoras de petróleo menores, PetroRio e 3R, e da produtora integrada de energia e distribuidora de combustíveis Raízen.

Com o real enfraquecendo continuamente e alguns sinais de suporte para os preços das commodities, teríamos alguma exposição a players globais de materiais básicos. Gostamos da produtora de aço Gerdau, da fabricante de alumínio CBA e da produtora de papel e celulose Suzano.

Conforme mencionado em outra parte deste relatório, há uma grande oportunidade para investimentos em infraestrutura. No universo dos nomes de infra, nossa Top Pick é a operadora de terminal portuário Santos Brasil, que negocia a preços atrativos e deve liderar a adição de capacidade de contêineres no Porto de Santos.

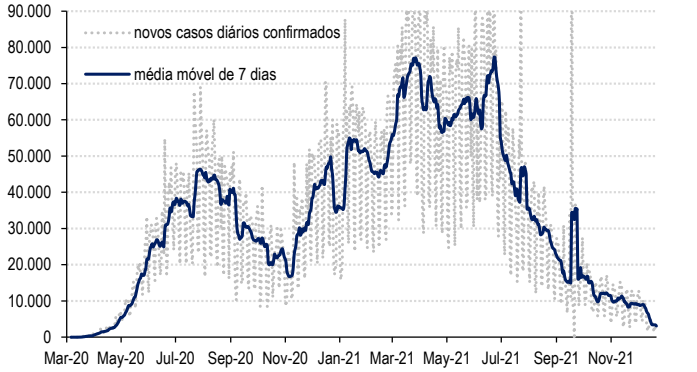
A Localiza é outro nome de que gostamos em 2022. Possui operações de alta qualidade e se beneficia da rápida melhoria da atividade turística no país e das importantes sinergias a serem geradas com a fusão da Unidas (com aprovação do órgão antitruste CADE no mês passado).

Por último, mas não menos importante, a preços atuais gostamos da B3, que já precifica em algumas das principais preocupações do mercado, e da operadora de saúde integrada verticalmente Hapvida, que oferece uma combinação atraente de fortes perspectivas de crescimento, forte lucratividade e ganhos de escala consideráveis e sinergias com a fusão com a Intermédica.

COVID-19: A ameaça Ômicron

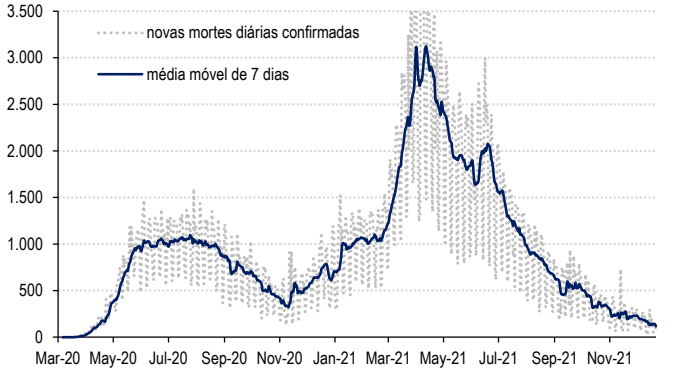
No Brasil, a média móvel de novos casos e óbitos tem caído de forma consistente nos últimos meses, atingindo os níveis mais baixos desde abril de 2020, no início da pandemia. 117 pessoas estão perdendo suas vidas por dia (contra 231 no final de novembro) e 3,1 mil novos casos Covid estão sendo identificados por dia (contra 9,2 mil no final de novembro).

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



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil, BTG Pactual

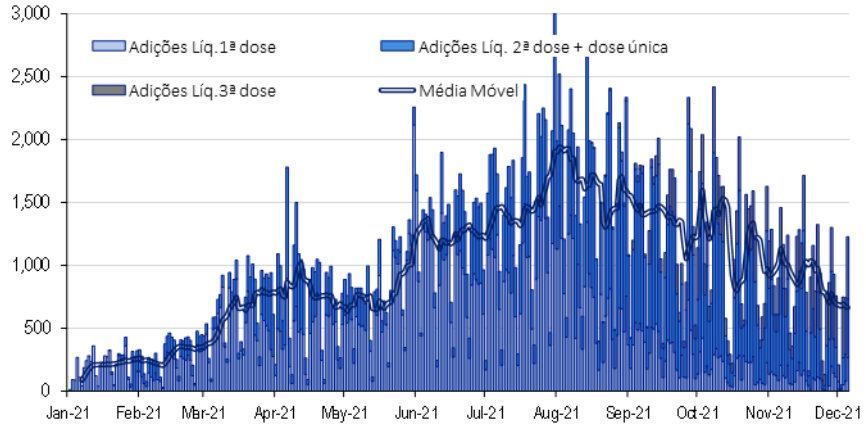
Gráfico 9: Novas mortes diárias por COVID-19 no Brasil



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil, BTG Pactual

A vacinação está progredindo mais rapidamente, com o Brasil vacinando (com pelo menos a primeira dose) 166 milhões de pessoas (78% da população) e administrando aproximadamente 700 mil doses por dia. Toda a população adulta já recebeu pelo menos uma dose, 89% estão totalmente imunizados e 11% receberam a dose de reforço.

Gráfico 10: Doses diárias no Brasil ('000)



Fonte: banco de dados Coronavirusbra1, departamentos estaduais de saúde

Ômicron: A nova ameaça

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

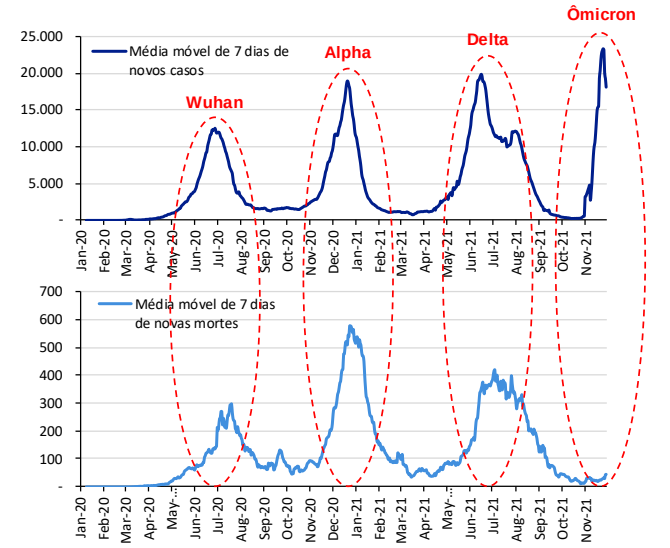
Os casos relacionados à Ômicron agora alcançaram todos os continentes, com +90 países já identificando um caso. Na Europa, onde o vírus está se espalhando rapidamente, várias medidas de restrição de mobilidade já foram implementadas – por exemplo, bloqueio nacional de 3 semanas na Holanda, cancelamento da festa de Réveillon em Paris e a recente declaração do prefeito de Londres de que mais restrições são inevitáveis.

A capacidade de transmissão da nova variante é muito maior do que as cepas anteriores, com a OMS afirmando que a Ômicron tem um tempo de duplicação de 1,5-3 dias e está infectando pessoas já vacinadas ou que se recuperaram da doença. De acordo com um estudo recente de um professor da Universidade de Kyoto, a Ômicron é ~4 vezes mais transmissível em seus estágios iniciais do que a Delta e pode contornar mais facilmente as proteções imunológicas da vacina e infecções anteriores.

O grande ponto de interrogação é a mortalidade dessa variante. O que estamos vendo não parece ser devastador. Um novo estudo sul-africano sugere que a Ômicron é menos agressivo do que a Delta – as chances de uma pessoa infectada com a Ômicron ser hospitalizada são 70% menores do que com a Delta. Mas a OMS diz que ainda é muito cedo para tirar qualquer tipo de conclusão sobre a mortalidade da Ômicron. Uma comparação dos gráficos de casos e mortes na África do Sul mostra claramente que, apesar do aumento explosivo de casos no último mês, as mortes continuam baixas – ao contrário do que vimos com todas as outras cepas.

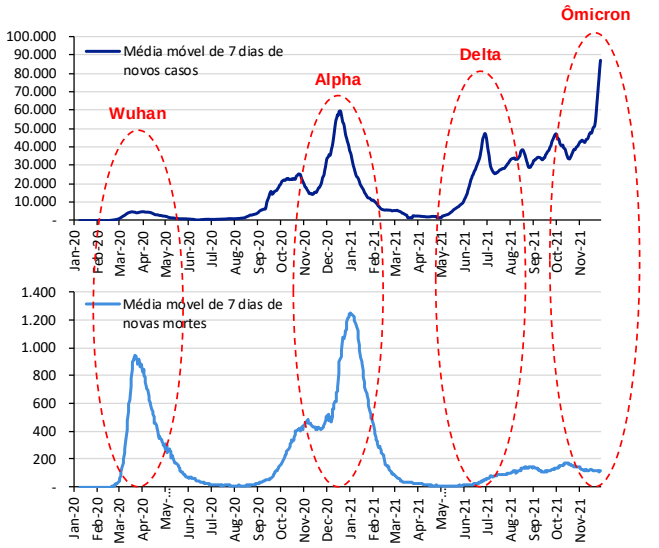
Outros países reportaram dados semelhantes. No Reino Unido, novos casos dispararam devido à Ômicron, com registros diários consecutivos para novos casos identificados. Mas o número de mortes também continua baixo.

Gráfico 11: Número de casos e óbitos na África do Sul



Fonte: Our World in Data, BTG Pactual

Gráfico 12: Número de casos e mortes no Reino Unido



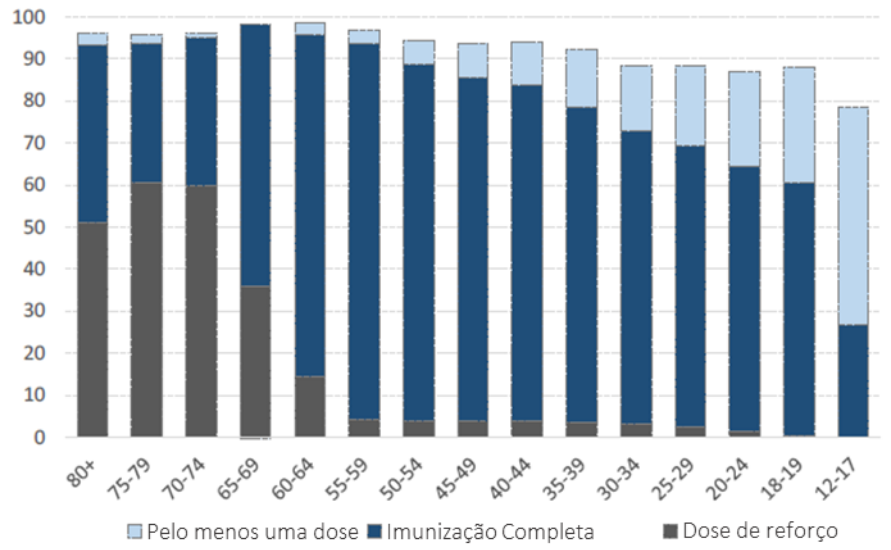
Fonte: Our World in Data, BTG Pactual

As vacinas atuais oferecem proteção suficiente contra Ômicron?

A baixa gravidade dos sintomas relacionados à Ômicron provavelmente está relacionada à vacinação. Mesmo sem ter uma eficácia comprovada, as vacinas atuais parecem estar protegendo as pessoas, em certa medida, dos sintomas mais graves. O Reino Unido é um bom estudo de caso para avaliar como a Ômicron se comportará no Brasil, uma vez que ambos os países apresentam um alto nível de vacinação (~70% totalmente imunizados).

Os estudos se concentram principalmente na eficácia das vacinas contra essa nova cepa. As empresas farmacêuticas dizem que as doses de reforço da Pfizer, Moderna e AstraZeneca fornecem proteção imunológica significativa contra a Ômicron, levando os países a se apressar em fornecer doses de reforço à sua população. No Brasil, 11% da população já recebeu essa dose (15% de todos os adultos).

Gráfico 13: Pessoas vacinadas por faixa etária no Brasil (%)



Fonte: Ministério da Saúde, DataSUS, IBGE

Hospitais superlotados são a principal preocupação

Não vimos um aumento no número de mortes (até agora) e os dados mostram que os casos graves são relativamente raros. Mas a principal preocupação 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.

Isso é o que preocupa os setores da saúde globalmente. Sempre haverá uma porção de pessoas infectadas que precisará de hospitalização – até mesmo a gripe comum já causa isso. E esse número é muito menor com vacinas do que sem elas (o CDC recomenda que todos com +5 anos de idade devem se proteger de COVID-19 sendo totalmente vacinados), e as doses de reforço devem diminuir ainda mais essa porcentagem. Mas, para os sistemas de saúde em geral, o temor é que mesmo essa pequena porcentagem possa gerar hospitalizações suficientes para causar o colapso dos hospitais.

Ainda é muito cedo para dizer se vamos navegar nesta nova fase da pandemia ou se os sistemas de saúde entrarão em colapso novamente. Muitos países estão fechando fronteiras, declarando bloqueios e cancelando as comemorações de fim de ano para evitar tal cenário.

Carteira Recomendada de Ações – Small Caps:

Os recém-chegados: Locaweb e Santos Brasil são as novidades deste mês. Quem fica e quem sai: CBA, 3tentos, 3R Petroleum, ClearSale, Track & Field, Banco ABC, Desktop e Sinqia mantêm suas posições, enquanto a Orizon e Jalles Machado saem.

Dezembro				Janeiro			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Track & Field	Varejo	TFCO4	10%	**Track & Field**	Varejo	TFCO4	10%
Banco ABC	Bancos	ABCB4	10%	**Banco ABC**	Bancos	ABCB4	10%
3R Petroleum	Petróleo & Gás	RRRP3	10%	**3R Petroleum**	Petróleo & Gás	RRRP3	10%
Orizon	Serviços Básicos	ORVR3	10%	**Santos Brasil**	Infraestrutura	STBP3	10%
Desktop	Telecom	DESK3	10%	**Desktop**	Telecom	DESK3	10%
Sinqia	Tecnologia	SQIA3	10%	**Sinqia**	Tecnologia	SQIA3	10%
ClearSale	Tecnologia	CLSA3	10%	**ClearSale**	Tecnologia	CLSA3	10%
3Tentos	Agronegócio	TTEN3	10%	**3Tentos**	Agronegócio	TTEN3	10%
Jalles Machado	Agronegócio	JALL3	10%	**Locaweb**	Tecnologia	LWSA3	10%
CBA	Metais & Mineração	CBAV3	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	
					2022E	2023E	2022E	2023E
CBA	CBAV3	10%	32	8.145	6,2x	7,6x	3,7x	4,3x
Locaweb	LWSA3	10%	141	7.754	34,2x	26,7x	5,3x	3,9x
3R Petroleum	RRRP3	10%	82	6.797	5,7x	2,4x	3,4x	2,5x
Santos Brasil	STBP3	10%	34	5.545	14,5x	12,4x	7,7x	6,2x
3tentos	TTEN3	10%	9	4.808	9,2x	7,6x	6,8x	5,8x
ABC Brasil	ABCB4	10%	16	3.493	4,9x	4,5x	n.a.	n.a.
Track & Field	TFCO4	10%	3	2.070	21,6x	15,8x	13,1x	9,1x
ClearSale	CLSA3	10%	17	1.691	45,9x	22,5x	26,9x	11,2x
Desktop	DESK3	10%	7	1.595	12,2x	8,5x	5,7x	4,2x
Sinqia	SQIA3	10%	15	1.436	36,7x	24,4x	11,6x	9,6x

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 23x 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.

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, sustentado por sua posição de caixa líquido. Adicionalmente, destacamos o momento positivo que atravessa a indústria global de transporte marítimo de contêineres, impulsionada pela forte recuperação dos volumes após interrupções na cadeia de suprimentos causadas pela pandemia. Nesse contexto, a Santos Brasil está bem posicionada para atender a essa forte demanda de contêineres por meio de sua oferta líder. Com o nome negociado a uma TIR real de 10,3%, vemos a tese se tornando 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 5,7x EV/EBITDA 2022E, a Desktop é negociada com um grande desconto para ISPs globais (12,1x). Mesmo em comparação com as telcos integradas globais, que não estão crescendo, ela é negociada com um pequeno desconto (5,7x vs. 6,2x). Em comparação com os outros dois ISPs listados, a Desktop é negociada com um prêmio para o Unifique (5,6x) e com um desconto para a Brisanet (6,9x).

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 (eles levantaram recursos apenas 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). A ClearSale está negociando a 1,9x EV/Vendas para 2022E, um grande desconto para seu par mais óbvio, a empresa israelense antifraude Riskified (3x 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 18x 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 7,8x P/L em 2022E, e entregando consistentemente um ROIC maior que 30%, temos um rating de Compra para a ação da companhia.

Locaweb (LWSA3)

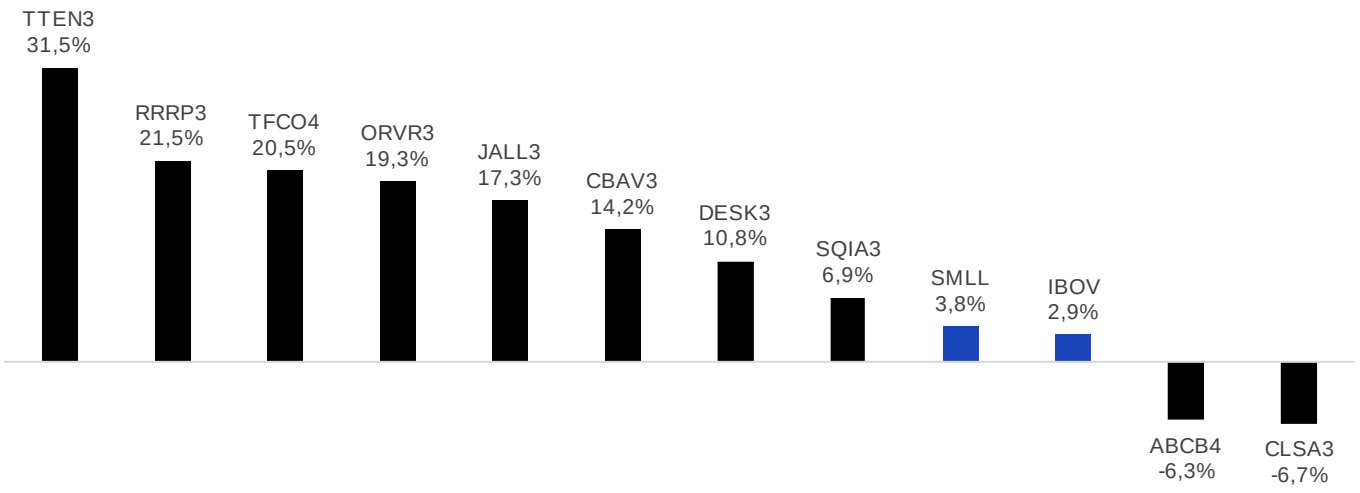
Após a recente correção, vemos as ações sendo negociadas a 5,3x EV/Vendas 2022E e 26,3x EBITDA, um nível que consideramos um ponto de entrada atraente. A Locaweb está negociando em linha com (ou mesmo abaixo) empresas de software que crescem uma fração do que ela consegue. É sempre desafiador acertar 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 adicionar o nome a 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$ 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 3x EV/EBTIDA em 2022, um desconto injustificado de ~40-50% para os pares.

Rentabilidade Histórica:

Gráfico 14: Performance por ação em Dezembro de 2021:

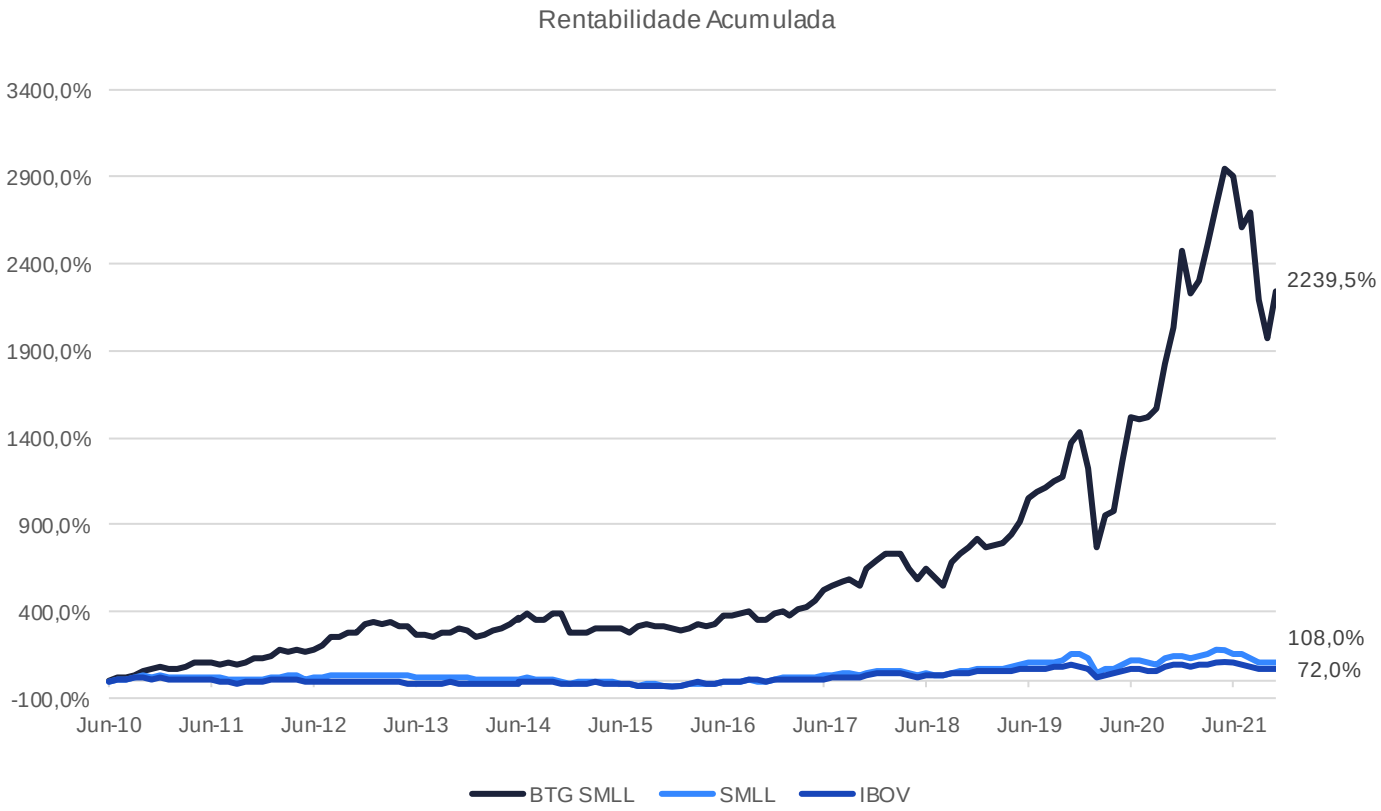


Fonte: BTG Pactual e Economática

Performance Histórica:

No mês de dezembro, a carteira BTG SMLL apresentou uma performance positiva de +12,9%, contra uma performance de +3,8% do índice SMLL e +2,9% do IBOV. Desde julho de 2010, a carteira acumula uma rentabilidade de 2.239%, contra 108,0% do SMLL e 72,0% do IBOV.

Gráfico 15: 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%	9,9%
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%
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%

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%	12,9%
SMLL	-3,4%	-1,8%	4,6%	4,4%	6,3%	1,3%	-5,8%	-3,8%	-6,4%	-12,5%	-2,3%	3,8%
IBOV	-3,3%	-4,4%	6,0%	1,9%	6,2%	0,5%	-3,9%	-2,5%	-6,6%	-6,7%	-1,5%	2,9%

* Rentabilidade em 2010 a partir do mês de julho.

Fonte: BTG Pactual e Economática

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoas 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 filiadas 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 e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

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

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