



Carteira Recomendada de Ações – Small Caps

Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Maio 2021

Carlos Sequeira, CFA

New York – BTG Pactual US Capital LLC

Osni Carfi

São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

Ricardo Cavalieri

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 (BTGD SMLL) tem como objetivo capturar as melhores oportunidades e performances do mercado de small caps brasileiro, sendo composta por 5 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

Ruído fiscal/político reduzido e melhor situação da saúde deve impulsionar os mercados

Com a situação orçamentária resolvida, um pouco de redução do ruído político e uma melhora na situação geral da saúde do país, vemos espaço para o Ibovespa continuar sua recente valorização. O prêmio de risco das ações do Ibovespa (ex-Petro & Vale) está um desvio-padrão acima da média, em 3,8%.

Os investidores estrangeiros estão de volta; Projetos de infraestrutura atraíram grande interesse

Em abril, o risco-país do Brasil diminuiu e os fluxos estrangeiros para ações voltaram a ser positivos (entradas de R\$ 6,8 bilhões). Talvez mais interessante, só em Abril o governo federal leiloou 3 conjuntos de aeroportos, 4 terminais portuários, 1 ferrovia e 1 rodovia, o estado de SP leiloou 2 linhas de trem e o Rio de Janeiro leiloou sua empresa de água e esgoto CEDAE. Esses projetos combinados renderam R\$ 27,5 bilhões em taxas de concessão e trarão R\$ 50,8 bilhões em investimentos nos próximos 20 a 35 anos.

Uma alteração para o mês de maio: Entra Randon e sai Locaweb

Para o mês de maio estamos fazendo uma alteração. Entra na carteira: a empresa de soluções para transporte Randon (RAPT4). Sai da carteira: a empresa com exposição ao e-commerce Locaweb (LWSA3). As empresas: de telecomunicações Oi (OIBR3), de produção de petróleo 3R Petroleum (RRRP3), a empresa de porto/infraestrutura Santos Brasil (STBP3) e a empresa Intelbras (INTB3) foram mantidas.

Carteira Recomendada de Ações – Small Caps:

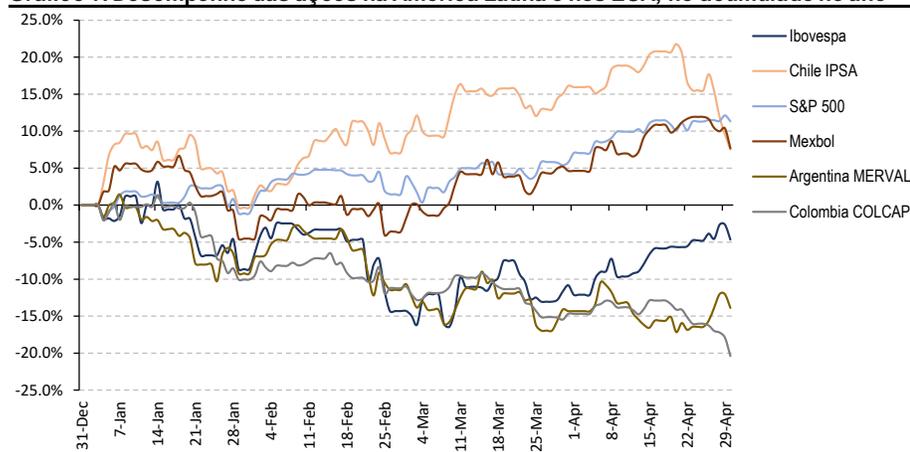
Empresa	Ticker	Peso	Volume Médio Diário (R\$ mn)	Market Cap. (R\$ mn)	Preço-Alvo (R\$)	P/L 2021E
Randon	RAPT4	20%	36,4	4.273	20,00	11,6x
Oi	OIBR3	20%	191,2	10.225	3,10	N/A
3R Petroleum	RRRP3	20%	30,3	5.780	53,00	24,5x
Intelbras	INTB3	20%	31,4	7.388	28,00	22,2x
Santos Brasil	STBP3	20%	48,8	6.083	11,00	48,2x

Fonte: BTG Pactual

Menos ruído político/fiscal e melhor situação de saúde

O Ibovespa teve outro bom desempenho em abril e subiu mais 1,9% em reais (após alta de 6% em março) e 6.9% em dólares, recuperando um pouco do desempenho inferior em relação a outros mercados de ações latino-americanos (gráfico 1).

Gráfico 1: Desempenho das ações na América Latina e nos EUA, no acumulado no ano



Fonte: Bloomberg

Mesmo após o bom desempenho dos últimos meses, o Ibovespa, ex-Petro & Vale, voltou a negociar em linha com sua média histórica (em 12,8x), um dos menores níveis desde o último mês de abril, no início do pandemias (gráfico 2).

A queda nos múltiplos de P/L e nas taxas de longo prazo (agora em 4,01%, ante 4,07% um mês atrás), fez com que o earnings yield do Ibovespa (ex-Petro & Vale) subisse para 3,8%, mais de um padrão desvio acima de sua média histórica (gráfico 3).

Gráfico 2: P/L de 12 meses projetados do Brasil



Fonte: Econômica e estimativas do BTG Pactual

Gráfico 3: Earnings yield (L/P menos taxas de juros de 10 anos)



Fonte: Econômica e estimativas do BTG Pactual

A aprovação do Orçamento de 2021 é um grande alívio

Do ponto de vista fiscal, a tão esperada sanção do Orçamento de 2021 foi um grande alívio para os mercados. O orçamento aprovado agora é realista, executável e compatível com a regulamentação do teto de gastos para 2021.

O acordo só foi possível porque todas as partes que participaram das negociações fizeram algumas concessões. Os parlamentares concordaram em reduzir as emendas parlamentares em R\$ 11,9 bilhões, enquanto o governo cortou despesas discricionárias em até R\$ 16,9 bilhões.

A aprovação do orçamento proporciona algum alívio do lado fiscal, mas talvez, mais importante, mostra que o governo e o Congresso estão dispostos a se comprometer e trabalhar juntos.

Embora a solução do imbróglio orçamentário de 2021 seja claramente positiva, isso não significa que o cenário fiscal será menos desafiador de agora em diante. Despesas discricionárias foram reduzidas ao nível mínimo necessário para manter o governo funcionando, e eventuais paralisações podem ocorrer.

Do ponto de vista político, a Comissão Parlamentar de Investigação (CPI) para investigar como o governo federal está lidando com a pandemia da Covid pode adicionar algum ruído no curto prazo. Embora possa produzir uma série de manchetes negativas para o governo no curto prazo, ainda estamos longe das eleições presidenciais e o impacto geral pode ser limitado.

Além disso, a melhoria nas condições gerais de saúde do país (que ainda são dramáticas) e o progresso na vacinação podem ajudar a reduzir a pressão política que será gerada pela CPI.

Os primeiros sinais de melhora nas condições de saúde indicam que a reabertura pode estar próxima

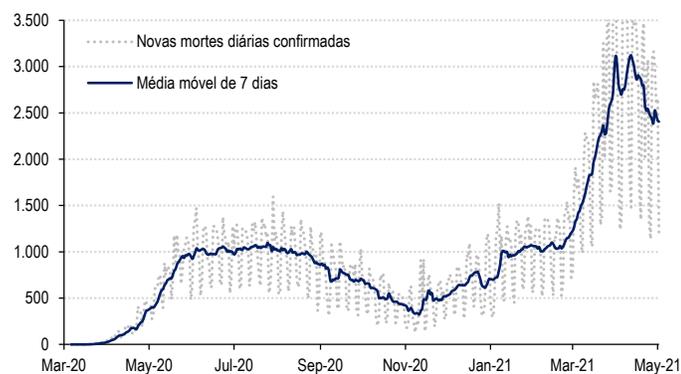
Embora a situação no Brasil ainda seja dramática (mais de 2.400 mortes, em média, nos últimos 7 dias), começamos a observar uma tendência de queda no número de casos, hospitalizações e mortes associadas à pandemia (gráfico 4).

Ao mesmo tempo, o programa de vacinação avança (ainda que lentamente) e o Brasil vacinou, com pelo menos a primeira dose, 32 milhões de pessoas ou 15,1% da população do país (o total de vacinas administradas entre a 1ª e 2ª doses chegou a 48 milhões; gráfico 5)

O Brasil passou a administrar 1 milhão de doses por dia. Em abril o número médio de doses administradas chegou a 819 mil, ante 464 mil em março. O ritmo ainda é lento demais para um país do tamanho do Brasil (com mais de 200 milhões de habitantes), mas claramente houve progresso.

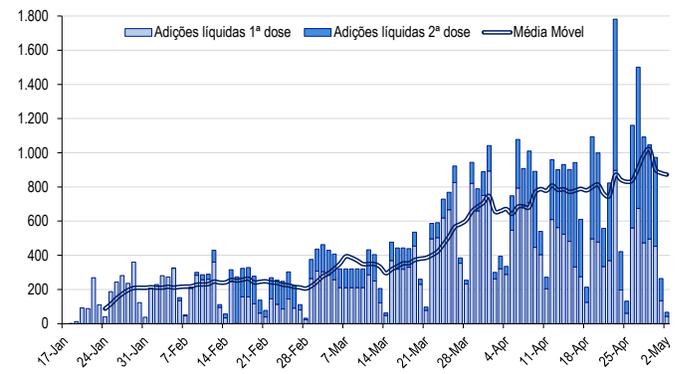
A principal preocupação é se haverá vacinas suficientes para manter o ritmo atual ou, com sorte, até mesmo acelerar a taxa de vacinação (discutiremos a pandemia no Brasil com mais detalhes posteriormente).

Gráfico 4: Novas mortes diárias por COVID-19 no Brasil



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil, BTG Pactual

Gráfico 5: Doses diárias no Brasil ('000)



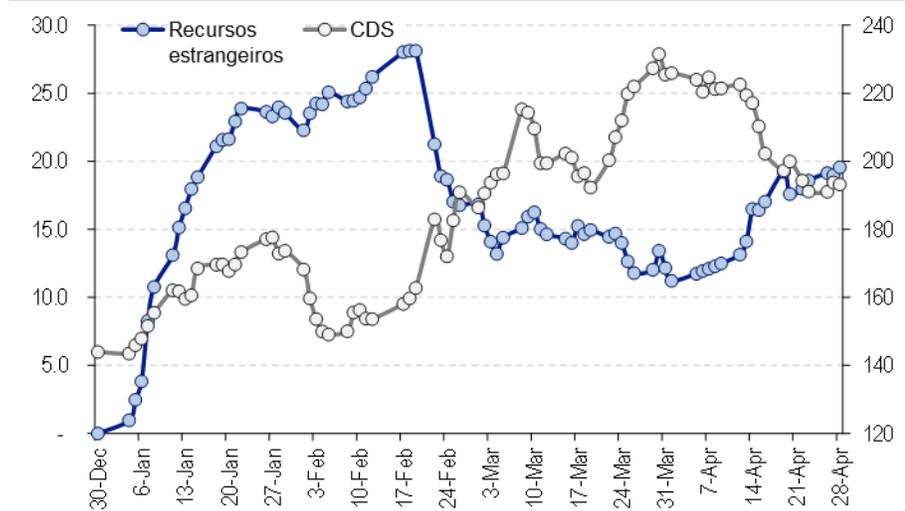
Fonte: banco de dados Coronavirusbra1, departamentos estaduais de saúde

Os investidores estrangeiros estão olhando para o Brasil novamente; Projetos de infraestrutura atraíram grande interesse

Com a situação orçamentária para trás, um ruído político um pouco reduzido e a melhoria, mesmo que marginal, das condições gerais de saúde do país, o risco-país do Brasil diminuiu e os fluxos estrangeiros para ações tornaram-se positivos novamente (gráfico 6). Após dois meses de fortes saídas, os fluxos de entrada em abril chegaram a R\$ 7,4 bilhões.

Em Abril o governo federal leiloou 3 conjuntos de aeroportos, 4 terminais portuários, 1 ferrovia e 1 rodovia (taxas totais de R\$ 3,9 bilhões), o estado de São Paulo leiloou 2 linhas de trem (taxas totais de concessão de R\$ 1 bilhão) e o estado do Rio leiloou sua empresa de água e esgoto CEDAE (taxas de concessão de R\$ 22,7 bilhões). Esses projetos combinados renderam R\$ 27,5 bilhões em taxas de concessão e trarão R\$ 50,8 bilhões em investimentos nos próximos 20 a 35 anos.

Gráfico 6: Apetite estrangeiro por ações brasileiras voltou a crescer



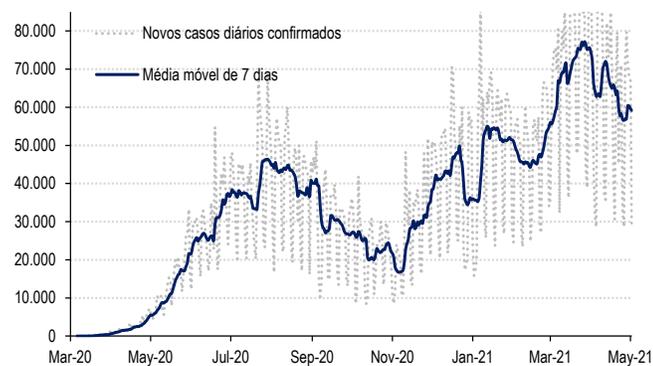
Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

COVID-19: a situação ainda é ruim, mas está melhorando

O Brasil parece estar começando a se recuperar de seu pior momento da pandemia. Em meados de abril, a média móvel de mortes atingiu patamares assustadores de 3,1 mil mortes por dia. *Lockdown* em vários estados foram realizados para conter a pandemia e tentar tirar um pouco da pressão de um sistema de saúde completamente sobrecarregado (mais informações abaixo).

As restrições impostas parecem estar surtindo efeito. A curva segue em trajetória descendente desde meados do mês, permitindo que algumas medidas restritivas comecem a ser deixadas de lado. Pelos últimos dados disponíveis, estamos agora em 2,4 mil mortes por dia, ainda um número assustador e extremamente alto, mas melhor do que o pico visto apenas duas semanas atrás.

Gráfico 6: Novos casos diários de COVID-19 no Brasil



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil, BTG Pactual

Gráfico 7: Novas mortes diárias por COVID-19 no Brasil



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil, BTG Pactual

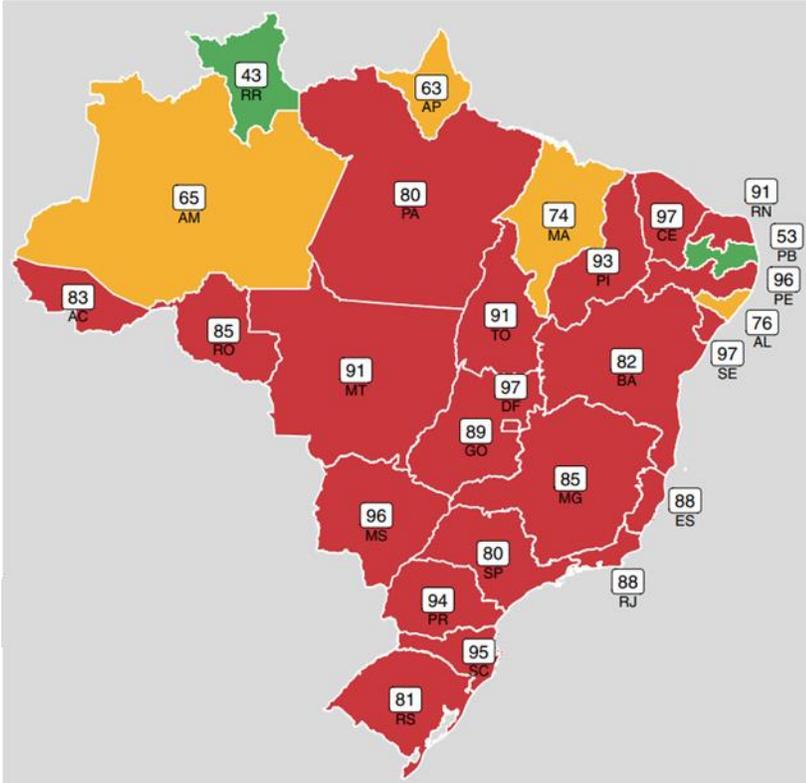
Ocupações de hospitais no Brasil estão em declínio

Segundo dados da Fiocruz, as taxas de ocupação de leitos em UTI no país continuam indicando situação crítica, mas estão melhorando aos poucos. Comparando as taxas divulgadas em 26 de abril com as de 19 de abril, verifica-se que o indicador continua caindo em quase todo o país, embora de forma lenta e ainda em níveis predominantemente críticos.

No Sudeste, o indicador caiu um pouco em Minas Gerais (de 89% para 85%), Espírito Santo (de 91% para 88%) e São Paulo (de 83% para 80%), com a capital paulista saindo da zona de alerta crítica e entrando na zona de alerta intermediária (de 84% a 79%).

Na semana passada, 20 dos 27 estados tiveram +80% de utilização das UTI. Desses 20, metade estava na faixa alarmante de 80-90% de uso e a outra metade era crítica, com +90% da capacidade da UTI ocupada.

Figura 1: Taxa de ocupação (%) de leitos de UTI Covid-19 para adultos

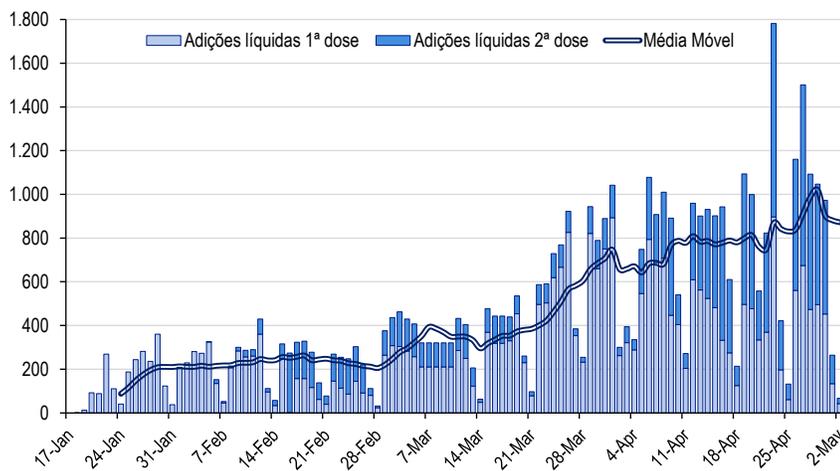


Fonte: Fiocruz

A vacinação está ganhando tração, mas as incertezas permanecem

O Brasil já vacinou 32 milhões de pessoas (15,1% da população) e está vacinando agora mais rápido do que nunca. A média móvel das novas doses atingiu patamares de +1,0 milhão de doses por dia, tendo acelerado em relação ao número verificado em março (média de 464 mil doses/dia no mês).

Gráfico 9: Doses diárias no Brasil ('000)



Fonte: banco de dados Coronavirusbra1, departamentos estaduais de saúde

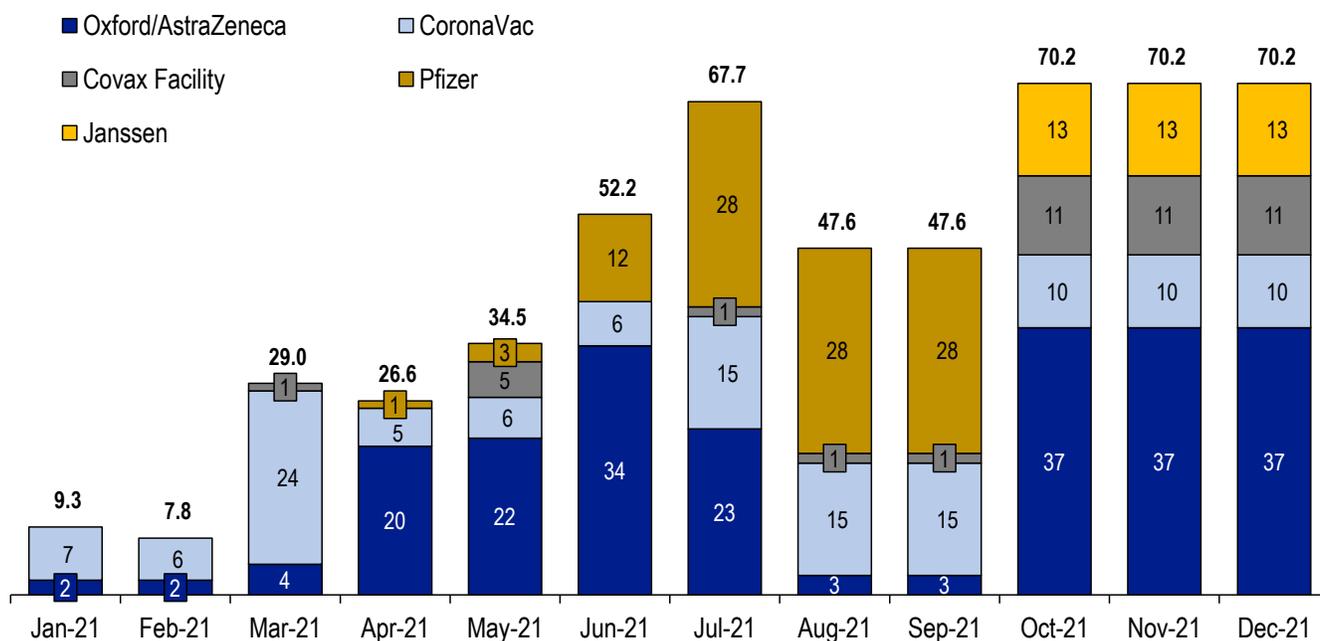
Com a capacidade de produção da Fiocruz e do Instituto Butantan e com a ajuda da grande rede de distribuição do SUS, acreditamos que esses números possam chegar a patamares ainda maiores nos próximos meses.

Teremos vacinas suficientes para aumentar o ritmo?

O governo comprou ou está em negociações para comprar milhões de vacinas. Até o momento, apenas duas vacinas foram utilizadas: Coronavac (77%) e AstraZeneca (23%).

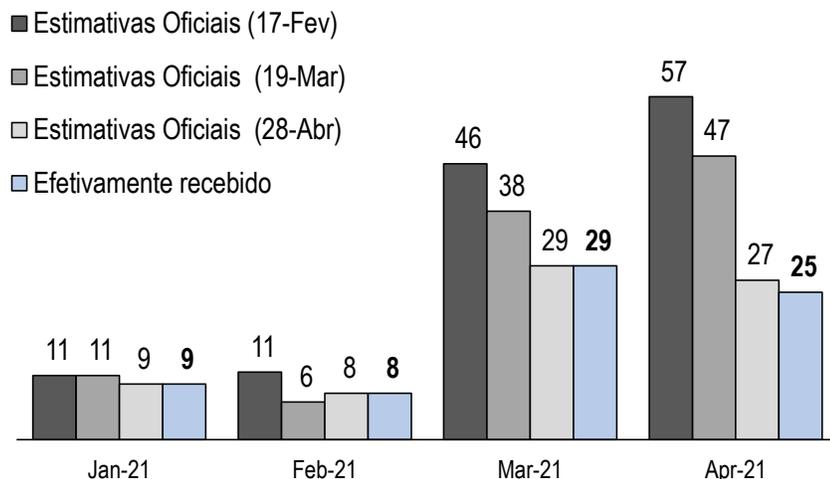
Abaixo você encontra a última projeção de quando as vacinas já compradas ou que serão adquiridas deverão ser entregues no Brasil. Se todas as doses forem recebidas conforme o planejado, o Brasil receberá 460 milhões de doses de vacinas entre maio e dezembro deste ano, o suficiente para vacinar totalmente toda a população.

Gráfico 10: Entrega mensal das doses das vacinas no Brasil - cronograma estimado (19 de março)



Fonte: Ministério da Saúde, Fiocruz, Instituto Butantan e notícias locais. As entregas futuras sem uma quebra mensal específica foram distribuídas igualmente entre a faixa mensal informada. Os números estão sujeitos a revisões. O contrato de compra de doses de vacina com a Moderna está em negociação e ainda não foi concluído.

No entanto, esses números, embora de fontes governamentais, não podem ser tomados como a verdade absoluta. Nas últimas 3 semanas, eles foram trocados seis vezes pelo governo. Quando comparamos as doses prometidas pelo governo no início do ano com as efetivamente entregues, os números são bem menores.

Gráfico 11: Expectativa de Vacinas vs. entregas (milhões de doses)

Fonte: Ministério da Saúde, Fiocruz, Instituto Butantan, notícias locais

A luz no fim do túnel já é mais visível... mas a estrada até lá é complicada

Conforme destacado anteriormente, o governo fechou acordos para comprar vacinas suficientes para inocular totalmente toda a população até o final do ano. Mas vacinas adquiridas não significam necessariamente vacinas administradas. Os produtores de vacinas estão atrasados em todo o mundo e as vacinas geralmente são entregues semanas ou meses após a data esperada.

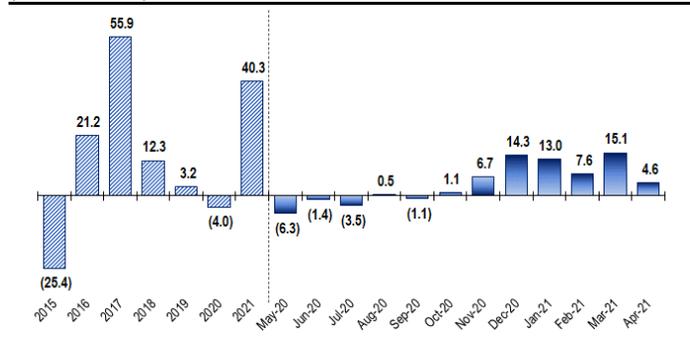
Provavelmente, a produção do API nacional só começará em outubro pela Fiocruz. Até lá, é provável que o país passe por mais incertezas quanto à quantidade de vacinas disponíveis. Enquanto isso, alguma ajuda pode vir da Butantavac, uma vacina desenvolvida pelo Instituto Butantan. Se aprovada pela Anvisa, a expectativa é de que cerca de 18 milhões de doses estejam disponíveis para distribuição na primeira quinzena de junho, e até 40 milhões a mais no 2S21.

Fluxos de entradas no mercado brasileiro: Quais são as perspectivas?

Com uma alta liquidez global e taxas de juros historicamente baixas, os fundos de ações de mercados emergentes já levantaram US\$ 40 bilhões nos primeiros meses de 2021, enquanto os fundos globais captaram US\$ 158 bilhões. Para colocar as coisas em perspectiva, 2017 foi o ano em que os fundos de ações GEM (*Global Emerging Markets*) reportaram seu maior fluxo de captações desde 2000, sendo US\$ 56 bilhões. Enquanto isso, os fundos de ações globais reportaram seu melhor resultado em 2020, captando US\$ 169 bilhões (apenas 7% acima dos valores do acumulado de 2021). Se olharmos apenas para os fluxos de entrada dos últimos 5 meses (ou seja, do final de novembro até agora), em ambos os casos eles foram maiores do que os anos recordes (US\$ 57 bilhões para fundos GEM e US\$ 216 bilhões para fundos globais).

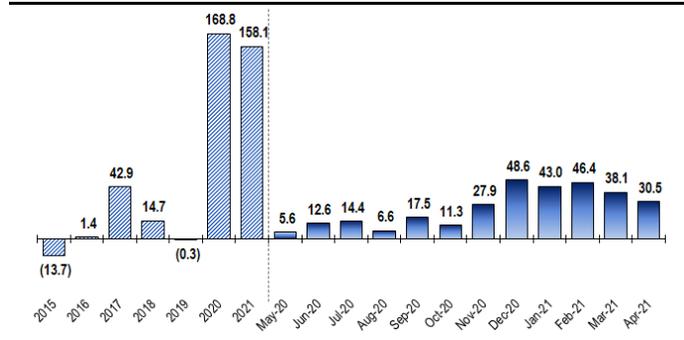
Com as taxas de juros permanecendo em níveis baixos históricos em todo o mundo, é improvável que esse cenário mude no curto prazo.

Gráfico 12: Fluxos para fundos GEM – Global Emerging Markets (USD bilhões)



Fonte: EPFR

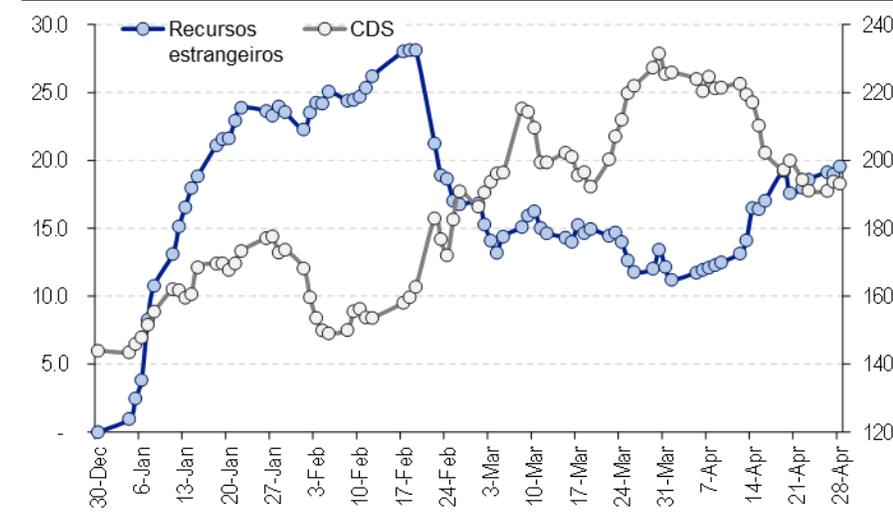
Gráfico 13: Fluxos para fundos de ações globais (USD bilhões)



Fonte: EPFR

Com o dinheiro em mãos, os fundos aumentaram seu interesse nos mercados emergentes, e é exatamente aí que entra o Brasil. Após algumas semanas de incertezas em relação ao Orçamento 2021, o problema foi resolvido, reduzindo o risco fiscal do país. Com isso, parte das preocupações dos investidores acabou, fazendo com que os fluxos externos voltassem a ficar positivos (+R\$ 7,4 bilhões em abril) após dois meses de forte fluxo de saída. Um período de menor ruído político, vacinação acelerada e reabertura gradativa da economia deve contribuir para a continuidade dessa tendência.

Gráfico 14: Apetite estrangeiro por ações brasileiras voltou a crescer (R\$ bilhões)



Fonte: B3

Olhando para os fundos de América Latina, desde o início do ano passado, a tendência tem sido uma redução nas alocações para o Brasil e um aumento nas alocações para o Chile e o México. O Brasil passou de uma alocação de 65,9% no ano de 2019 para 58,0% em março, perdendo o equivalente a 790 bps, enquanto o México e o Chile ganharam 508 bps e 184 bps no mesmo período. De acordo com a EPFR, os fundos de ações da América Latina têm cerca de R\$ 65 bilhões de AuM (US\$ 12,2 bilhões), então a queda na alocação significaria ~R\$ 5 bilhões saindo do mercado brasileiro em 2020-21.

Tabela 2: Alocação de fundos no Brasil

LatAm Funds Allocation						
Data	Argentina	Brasil	Chile	Colômbia	México	Peru
Dec-05	2,27%	54,93%	6,39%	0,94%	31,23%	1,42%
Dec-06	3,53%	54,49%	5,56%	1,08%	30,68%	1,35%
Dec-07	1,85%	64,88%	3,69%	0,83%	22,69%	1,87%
Dec-08	0,58%	60,33%	5,06%	1,52%	24,98%	3,07%
Dec-09	1,02%	67,21%	4,45%	0,61%	20,20%	2,12%
Dec-10	1,13%	65,48%	5,32%	1,03%	20,01%	2,71%
Dec-11	0,95%	65,36%	6,49%	1,92%	17,88%	2,89%
Dec-12	0,85%	57,81%	7,76%	2,74%	22,20%	4,04%
Dec-13	1,25%	53,62%	8,39%	3,90%	23,57%	4,21%
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%

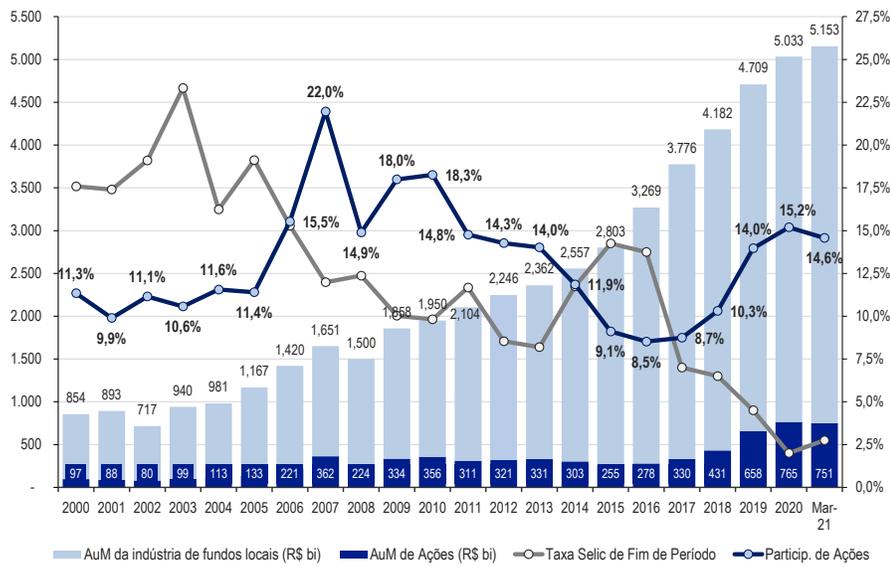
Fonte: EPFR

Alocações em ações domésticas em alta

As alocações de fundos em ações têm aumentado desde a recessão de 2015/16, atingindo 15,2% no final de 2020, o maior nível desde 2010. As alocações caíram um pouco nos dois primeiros meses do ano, chegando a 14,3% em fevereiro, mas os números em março se recuperaram um pouco, situando-se em 14,6% no mês. Se a alocação retornar aos níveis do final de 2007 (22%), e com base no atual AuM da indústria de fundos, isso significaria um aumento de ~R\$ 380 bilhões no AuM dos fundos de ações.

Embora o Banco Central tenha iniciado um ciclo de alta da Selic (a Selic poderia encerrar o ano em 5,5%, aumentando de 2,75%), acreditamos que as alocações para ações devem continuar crescendo, ainda que em ritmo mais moderado.

Gráfico 16: Alocações de fundos locais



Fonte: Anbima e estimativas do BTG Pactual

Carteira Recomendada de Ações – Small Caps:

Para o mês de maio estamos fazendo 1 alteração. Entra na carteira: a empresa de soluções para transporte Randon (RAPT4). Sai da carteira: a empresa com exposição ao e-commerce Locaweb (LWSA3). As empresas: de telecomunicações Oi (OIBR3), de produção de petróleo 3R Petroleum (RRRP3), a empresa de porto/infraestrutura Santos Brasil (STBP3) e a empresa Intelbras (INTB3) foram mantidas.

Abril				Maio			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Locaweb	Software	LWSA3	20%	Randon	Bens de Capital	RAPT4	20%
Oi	Telecomunicações	OIBR3	20%	Oi	Telecomunicações	OIBR3	20%
3R Petroleum	Petróleo	RRRP3	20%	3R Petroleum	Petróleo	RRRP3	20%
Intelbras	Hardware	INTB3	20%	Intelbras	Hardware	INTB3	20%
Santos Brasil	Logística	STBP3	20%	Santos Brasil	Logística	STBP3	20%

Fonte: BTG Pactual

Carteira Recomendada de Ações – Small Caps:

Empresa	Ticker	Peso	Volume Médio Diário (R\$ mn)	Market Cap. (R\$ mn)	Preço-Alvo (R\$)	P/L 2021E
Randon	RAPT4	20%	36,4	4.273	20,00	11,6x
Oi	OIBR3	20%	191,2	10.225	3,10	N/A
3R Petroleum	RRRP3	20%	30,3	5.780	53,00	24,5x
Intelbras	INTB3	20%	31,4	7.388	28,00	22,2x
Santos Brasil	STBP3	20%	48,8	6.083	11,00	48,2x

Fonte: BTG Pactual

Randon (RAPT4)

Mantemos nossa visão positiva sobre a Randon, com base em nossas expectativas de bons resultados do 1T e a resiliente demanda de veículos pesados para 2021, em função da manutenção dos volumes agrícolas e da retomada de outros importantes segmentos compradores, como infraestrutura e construção. Destacamos que, para o 1T, os resultados devem ser positivos tanto em termos de volumes quanto de margens. Além disso, esperamos que o segmento de veículos pesados seja muito menos impactado com interrupções e paralisações na cadeia de suprimentos das OEMs do que os veículos leves. No longo prazo, também estamos otimistas devido a: (i) a melhor alocação de capital da empresa, (ii) seu foco persistente em automação, (iii) as iniciativas de inovação lançadas pelo CEO, (iv) uma margem EBITDA estruturalmente mais alta, e (v) um ciclo de maturação de capex. Esses pontos fortes são combinados com um nível de valuation atraente de 11,6x P/L 21.

Santos Brasil (STBP3)

A Santos Brasil é atualmente nosso Top Pick, o que nos leva a manter o nome em nosso portfólio. Nossa visão construtiva da empresa é baseada em (i) melhor ambiente regulatório; (ii) melhor dinâmica competitiva em Santos, possibilitando a retomada dos reajustes de preços, incluindo a renovação do contrato com a Maersk; (iii) perspectivas favoráveis para o setor de portos/infraestrutura e (iv) expectativas de bons resultados no 1T, impulsionadas por uma sólida melhoria

operacional. Além disso, a indústria global de transporte de contêineres passa por um momento muito positivo, impulsionada pela forte recuperação de volumes após interrupções na cadeia de suprimentos causadas pela pandemia. Com o nome negociado a uma TIR real de 9,2%, vemos a tese se tornando ainda mais atraente para os investidores.

3R Petroleum (RRRP3)

Estamos mantendo a 3R Petroleum em nosso portfólio de small caps. A empresa simboliza o renascimento da revitalização dos ativos petrolíferos onshore e em águas rasas e, como único player listado no segmento, oferece um valor de escassez. Com a PETR focada na geração de valor em águas profundas e ultraprofundas, o fator de recuperação em ativos "não essenciais" tem sido baixo, trazendo oportunidades de crescimento atraentes para empresas bem gerenciadas e mais focadas, como a 3R. 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 em vez da exploração e apostando em técnicas convencionais de revitalização que já são bem fundamentadas em toda a indústria do petróleo, a 3R 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 do setor de Petróleo & Gás da América Latina, e com um bom potencial de crescimento da produção nos próximos 5 anos apoiado por um plano de M&A ousado, acreditamos que o risco-retorno da 3R é muito atraente. Também pode ser uma boa opção para os investidores que procuram exposição aos preços fortes do Brent com exposição reduzida a riscos políticos. Por último, a expectativa é de que a empresa comece a operar, nos próximos dois meses, 3 dos seus clusters recentemente adquiridos, o que poderá contribuir para uma redução adicional do risco de investimento.

Oi S.A. (OIBR3)

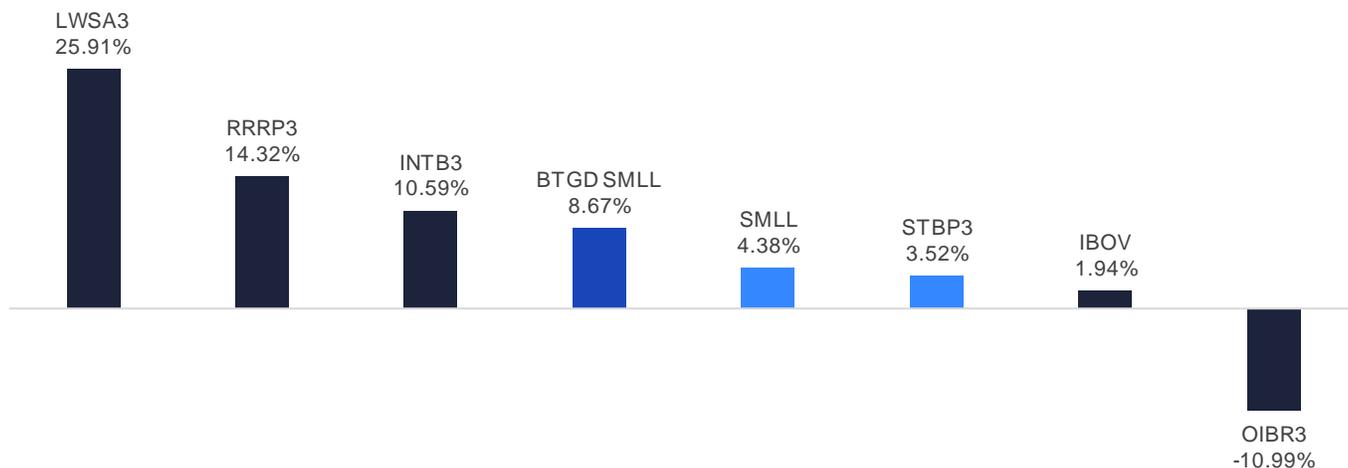
Após o anúncio dos termos da proposta do fundo de infraestrutura do BTG Pactual para comprar a empresa de infraestrutura da Oi (InfraCo) por um EV de R\$ 20 bilhões, a Oi corrigiu fortemente. Revisamos nossas estimativas e decidimos examinar o valuation justo da Oi em cenários: pessimista, base e otimista. Mesmo sob suposições muito conservadoras, vemos um potencial de valorização considerável. Estimamos que o valuation implícito na oferta do BTG Pactual para a InfraCo seja de 9,1x EV/EBITDA 2022E (assumindo R\$ 2,2 bilhões de EBITDA para 2022E). Se assumirmos um múltiplo EV/EBITDA de 12x como justo (transações de fibra recentes implicaram valuations de 16x), a participação remanescente da Oi na InfraCo vale R\$ 12,1 bilhões. A ClientCo também é uma grande fatia do valor geral da Oi, e assumimos que vale 4 a 6x EV/EBITDA 2022E, ou R\$ 6 a 9 bilhões, com R\$ 7,5 bilhões (5x EV/EBITDA) sendo nosso caso base. Mesmo usando premissas pessimistas (InfraCo 9x; ClientCo 4x), vemos 41% de potencial de valorização para a Oi (preço-alvo de R\$ 2,40). Em nosso caso base (InfraCo 12x; ClientCo 5x), o potencial de valorização é de 82% (preço-alvo de R\$ 3,10). Com premissas mais otimistas, a ação pode mais do que dobrar (preço-alvo de R\$ 3,80). Em todos os cenários, mantemos o passivo da Globenet, a dívida líquida do final de 2021 e o VPL da dívida da Anatel.

Intelbras (INTB3)

Estamos mantendo a Intelbras em nosso portfólio. Vemos a empresa sendo negociada a 22x P/L 2021E, um valuation muito bom para uma empresa crescendo consistentemente +20% a.a. e com 30-40% de ROIC. Acreditamos que a Intelbras passará por um processo de re-rating à medida que a empresa constrói seu histórico (que é perfeito quando olhamos para a década passada) como uma empresa listada. Não ficaríamos surpresos em ver a Intelbras negociando perto de 30x P/L

Rentabilidade Histórica:

Gráfico 21: Performance por ação em abril de 2020:



Fonte: BTG Pactual e Economática

Performance Histórica:

No mês de abril a carteira BTG SMLL apresentou uma valorização de +8,7%, contra uma alta de +4,4% do índice SMLL e +1,9% do IBOV. Desde julho de 2010, a carteira acumula uma rentabilidade de 2.514,9%, contra 156,4% do SMLL e 95,0% do IBOV.

Gráfico 22: Performance Histórica (desde outubro de 2009)

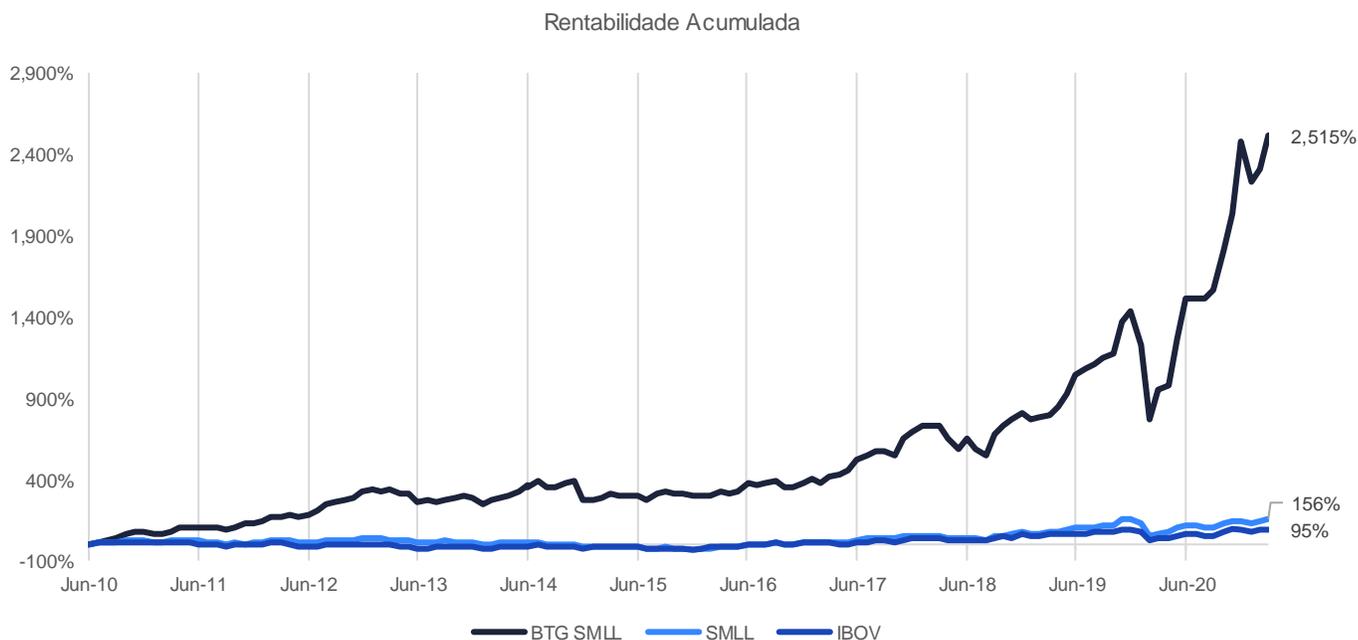


Tabela de Performance Histórica:

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%	22,6%
SMLL	26,7%	-16,6%	28,7%	-15,2%	-17,0%	-22,4%	31,8%	49,6%	7,5%	57,8%	-0,6%	3,5%
IBOV	13,7%	-18,1%	7,4%	-15,5%	-2,9%	-13,3%	38,9%	26,9%	15,0%	31,5%	2,9%	-0,1%

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%								
SMLL	-3,4%	-1,8%	4,6%	4,4%								
IBOV	-3,3%	-4,4%	6,0%	1,9%								

* 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, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

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

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