



Carteira Recomendada de Ações – Small Caps

Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Junho 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

Melhores perspectivas econômicas e ambiente político com menos ruídos

As perspectivas econômicas gerais melhoraram significativamente nos últimos meses devido a uma combinação de uma recuperação econômica mais rápida do que o projetado (a previsão de crescimento do PIB do BTG Pactual para 2021 é agora de 4,3%) e uma situação fiscal melhor do que a esperada (a dívida em relação ao PIB pode terminar o ano abaixo de 85%). Além disso, o real finalmente dá sinais de estabilidade, ajudado por um ambiente político com menos ruídos e pela alta da Selic.

Uma alteração para o mês de junho: Entram Lavvi e Orizon; saem Randon e Intelbras

Para o mês de junho estamos fazendo duas alterações. Entram na carteira: a empresa de construção Lavvi (LAVV3) e a empresa de tratamento e valorização de resíduos Orizon (ORVR3). Saem da carteira: a empresa de soluções para transporte Randon (RAPT4) e a empresa Intelbras (INTB3). As empresas: de telecomunicações Oi (OIBR3), de produção de petróleo 3R Petroleum (RRRP3), a empresa de porto/infraestrutura Santos Brasil (STBP3) 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
Lavvi	LAVV3	20%	11,0	1.708	12,00	11,5x
Oi	OIBR3	20%	113,9	9.105	3,10	N/A
3R Petroleum	RRRP3	20%	78,9	5.423	53,00	23,0x
Orizon	ORVR3	20%	5,6	1.728	35,00	20,9x
Santos Brasil	STBP3	20%	45,7	7.741	11,00	61,3x

Fonte: BTG Pactual

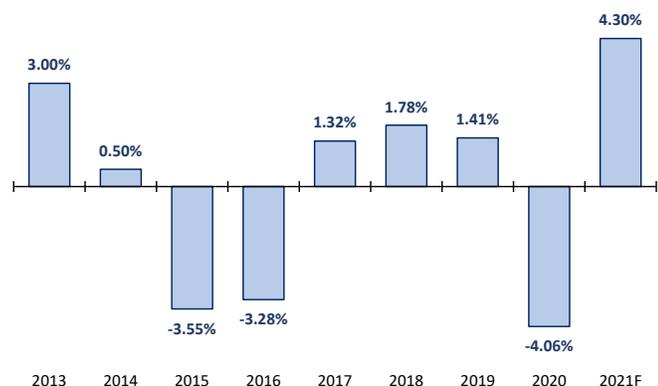
Perspectivas econômicas melhorando na margem

O Ibovespa teve outra boa performance em maio, subindo 6,2% em reais (e 9,7% em dólares), acumulando uma alta de 14,7% em reais (e 22,1% em dólares) nos últimos 3 meses.

A combinação de uma recuperação econômica mais rápida do que a prevista - projeções de PIB foram aumentadas por nós, de 3,5% para 4,3%, e pelo mercado (a pesquisa Focus do Banco Central agora aponta para um crescimento do PIB de 4,0% em 2021, vs. 3,1% há um mês) - e a situação fiscal melhor do que a esperada (nossa equipe macroeconômica agora espera que a dívida em relação ao PIB termine o ano abaixo de 85%, em comparação com uma projeção de acima de 90% há alguns meses) estão provavelmente por trás do melhores perspectivas econômicas.

Além disso, depois que o Banco Central passou a elevar a Selic de curto prazo (de 2,0% para 3,50% e deve encerrar o ano em 5,5%), o real finalmente dá sinais de estabilidade, valorizando-se frente ao dólar pelo segundo mês consecutivo.

Gráfico 1: Crescimento real do PIB (%)



Fonte: IBGE, estimativas do BTG Pactual

Gráfico 2: Dívida pública bruta (em % do PIB)

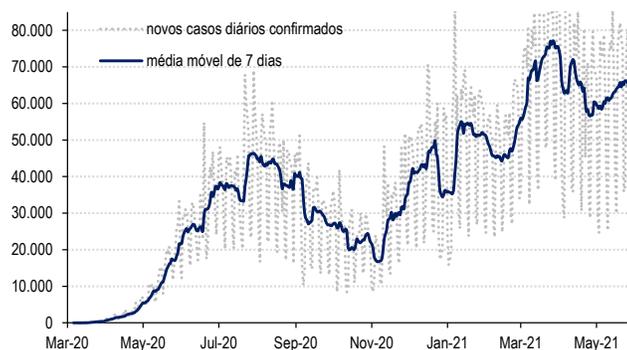


Fonte: Tesouro Nacional, estimativas do BTG Pactual

A melhora da situação de saúde do país nos últimos meses, ainda que marginal, e o que parece ser um ambiente político com menos ruídos também contribuíram para a recuperação recente do Ibovespa.

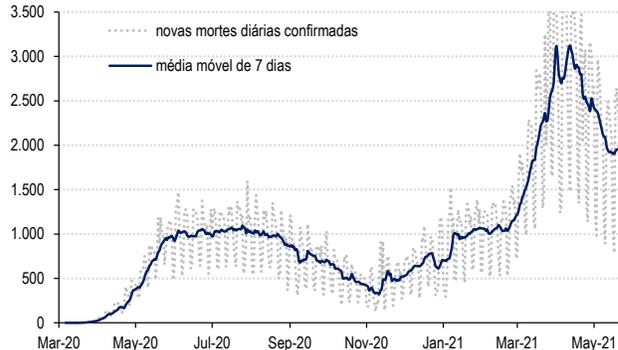
Também é importante destacar os leilões bem-sucedidos de diversos projetos de infraestrutura em abril, tanto pelo governo federal quanto pelos governos estaduais, juntamente com a privatização da empresa de água e esgoto do Rio de Janeiro CEDAE. Enquanto isso, a legislação que permitiria a privatização da gigante de energia elétrica Eletrobras está tramitando rapidamente no Congresso e pode ser aprovada ainda em junho.

Gráfico 3: Casos diários de COVID-19 no Brasil



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil, BTG Pactual

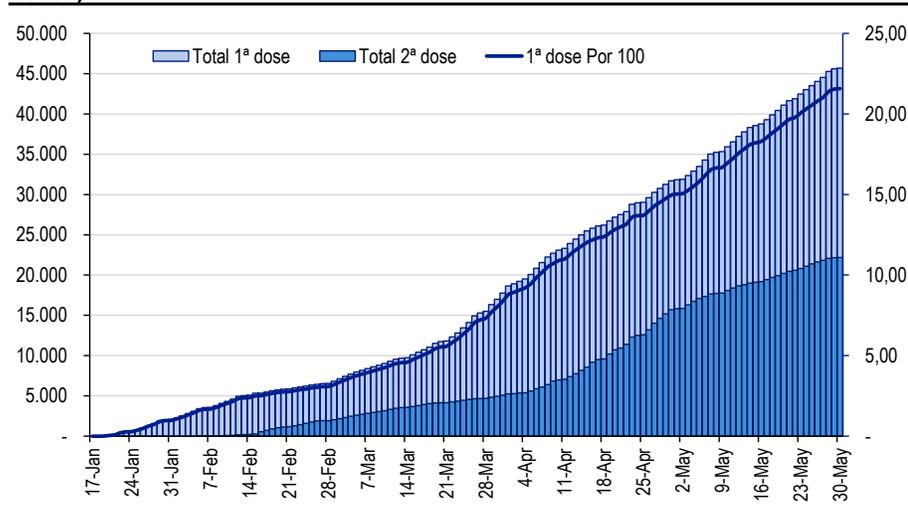
Gráfico 4: Novas mortes diárias por COVID-19 no Brasil



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil, BTG Pactual

Dependendo da gravidade da terceira onda, alguns estados podem ser forçados a adotar medidas restritivas de mobilidade mais uma vez (de fato, algumas cidades de São Paulo já estão fechando shoppings e reduzindo o horário de funcionamento do varejo). Embora pareça ser muito cedo para prever a gravidade de uma potencial terceira onda, é claramente um risco que precisa ser monitorado de perto, pois pode afetar a atividade econômica geral.

Gráfico 5: Evolução das vacinações no Brasil (% da população vacinada com pelo menos 1 dose)

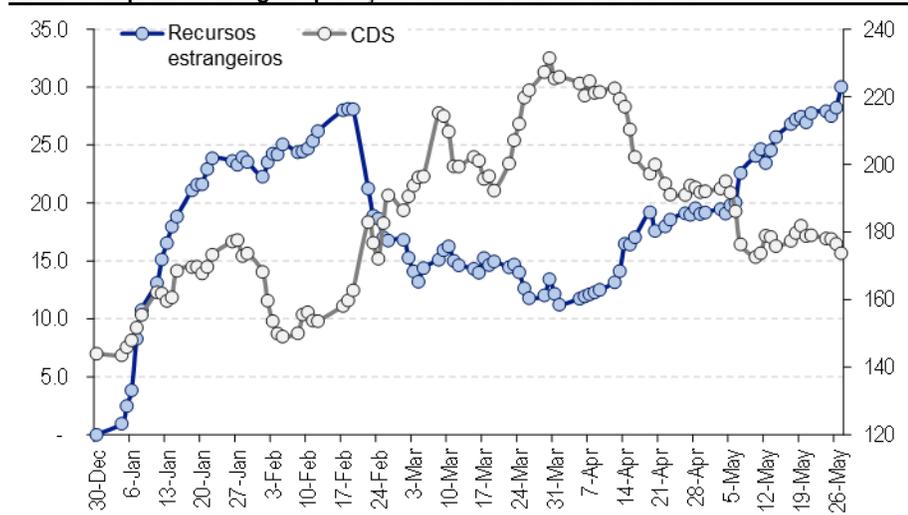


Fonte: banco de dados Coronavirusbra1, departamentos estaduais de saúde

Apesar de ainda tímido, houve algum fluxo de entrada de estrangeiros em maio

Após alguns meses de fortes fluxos de saída (principalmente em fevereiro e março), os investidores estrangeiros estão de volta às compras de ações brasileiras (ainda que de forma tímida). A tendência de redução no risco-país do Brasil continuou em maio, com o país registrando o segundo mês consecutivo de entradas líquidas de estrangeiros em ações brasileiras (Gráfico 6).

Gráfico 6: Apetite estrangeiro por ações brasileiras voltou a crescer



Fonte: Bloomberg

O valuation ainda é atraente, mesmo após a recente alta

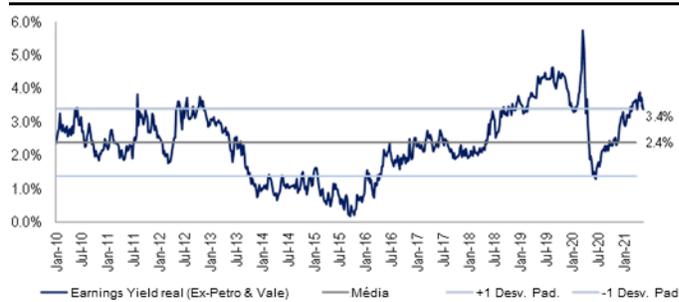
Mesmo após a recuperação do Ibovespa nos últimos dois meses, o índice ainda está sendo negociado muito perto de sua média histórica (13,2x vs. 12,8x). Talvez mais interessante, o prêmio para manter ações (medido como o inverso do P/L menos as taxas reais de 10 anos) ficou um desvio padrão acima de sua média histórica (Gráfico 8).

Gráfico 7: P/L projetado de 12 meses do Ibovespa (ex-Petrobras & Vale)



Fonte: BTG Pactual

Gráfico 8: Prêmio para manter ações (earnings yield - taxas reais de 10 anos)



Fonte: BTG Pactual

A temporada de resultados do 1T veio mais forte do que o esperado

Passada a temporada de resultados do 1T21, estamos fazendo uma revisão preliminar dos resultados consolidados e comparando-os com nossas estimativas. À primeira vista, os resultados (ex-Petrobras & Vale) parecem sólidos. A receita líquida, o EBITDA e o lucro ficaram acima de nossos números, nos superando em 1,7%, 8,2% e 24,4%, respectivamente.

E quando comparamos os resultados do 1T21 com o do ano passado, a melhora foi realmente notável, especialmente considerando a intensidade da pandemia durante o trimestre. Embora a Covid tenha afetado apenas o final do 1T20, a pandemia atingiu um dos piores níveis até agora no 1T21, com restrições de mobilidade em muitos estados do país. Somando-se os impactos acumulados do ano passado, com a grande maioria dos empregos perdidos durante a pandemia ainda não tendo sido recuperados, o desempenho torna-se ainda mais expressivo.

A receita consolidada (ex-Petro & Vale) cresceu 24,8% a/a, enquanto o EBITDA aumentou 57,4% e o lucro líquido aumentou acentuadamente para R\$ 46 bilhões (vs. -R\$ 3 bilhões no 1T20). É importante destacar que, ao contrário dos últimos trimestres, uma parte considerável deste crescimento veio das empresas domésticas (o EBITDA cresceu 15,2% a/a e lucro 88,4% a/a). Dito isso, os players de commodities ainda foram a principal fonte da expansão do EBITDA, reportando um crescimento de 108% a/a (ou 202% a/a ex-Petro & Vale).

Tabela 2: Resultados consolidados – atual vs. esperado

Resultados Consolidados							
R\$ milhões	1T21A	1T21E	A x E	1T20	a/a	4T20	t/t
Total							
Receita	548.284	564.858	-2,9%	421.295	30,1%	551.018	2,5%
EBITDA	172.903	174.295	-0,8%	100.586	71,9%	163.616	6,5%
Margem EBITDA (%)	31,5%	30,9%	+68 bp	23,9%	+766 bp	29,7%	+184 bp
Lucro Líquido	77.433	75.285	2,9%	(50.681)	n.a.	166.866	-54,9%
Total (Ex-Petro & Vale)							
Receita	392.942	386.233	1,7%	314.744	24,8%	401.717	-3,9%
EBITDA	78.830	72.846	8,2%	50.098	57,4%	82.594	-11,8%
Margem EBITDA (%)	20,1%	18,9%	+120 bp	15,9%	+414 bp	20,6%	-50 bp
Lucro Líquido	45.930	36.936	24,4%	(3.224)	n.a.	71.081	-48,0%
Doméstico							
Receita	262.297	257.019	2,1%	227.295	15,4%	286.315	-10,2%
EBITDA	44.699	42.329	5,6%	38.788	15,2%	57.093	-25,9%
Margem EBITDA (%)	17,0%	16,5%	+57 bp	17,1%	-2 bp	19,9%	-290 bp
Lucro Líquido	33.114	31.604	4,8%	17.581	88,4%	50.322	-37,2%
Commodities							
Receita	285.987	307.840	-7,1%	193.999	47,4%	264.703	16,3%
EBITDA	128.204	131.965	-2,9%	61.798	107,5%	106.523	23,9%
Margem EBITDA (%)	44,8%	42,9%	+196 bp	31,9%	+1.297 bp	40,2%	+459 bp
Lucro Líquido	44.319	43.681	1,5%	(68.261)	n.a.	116.544	-62,5%

Fonte: BTG Pactual

O forte crescimento da receita (ex-Petro & Vale) foi liderado, principalmente, pelos setores de Alimentos, Metais & Mineração (M&M) e Petróleo & Gás (P&G). A maior parte dessas empresas tem receita atrelada ao dólar, portanto, com a desvalorização do real (o real médio no 1T21 foi de R\$ 5,47 vs. R\$ 4,46 no 1T20), essas exportadoras apresentaram excelentes resultados. No segmento de Alimentos, o crescimento veio principalmente da JBS (+ R\$ 18,8 bilhões) e da Marfrig (+ R\$ 4,0 bilhões). Além de se beneficiarem da desvalorização cambial, também foram impulsionados pelos bons resultados da carne bovina dos Estados Unidos. Os spreads nos EUA foram muito fortes no trimestre, graças à forte oferta de gado (ainda impulsionada pela carteira criada no início da pandemia), aumentando a capacidade de abate e a sólida demanda do consumidor.

Por outro lado, as receitas e lucros das empresas do setor de Metais & Mineração expandiram como um todo, com um crescimento significativo dos lucros. O cenário cambial favorável e os preços de minério de ferro em alta histórica deram um forte impulso às receitas. Tirando a Vale do cenário, as empresas que reportaram os maiores aumentos foram Gerdau e CSN (+ R\$ 7,1 bilhões e + R\$ 6,6 bilhões, respectivamente). Já o crescimento da receita de Petróleo & Gás foi impulsionado, principalmente, pela Braskem (+ R\$ 10,1 bilhões), que se beneficiou de melhorias nos spreads petroquímicos (recordes), e pela BR Distribuidora (+ R\$ 4,9 bilhões), que registrou um grande ganho de estoque devido ao aumento dos preços dos combustíveis.

Em termos de EBITDA consolidado (ex-Petro & Vale), o cenário continua o mesmo, com os setores de Alimentos, M&M e P&G também liderando. O grande destaque em termos de EBITDA foi M&M (pelos mesmos motivos mencionados acima), registrando um crescimento de EBITDA de R\$ 12,3 bilhões a/a. A maior parte disso decorreu dos excelentes resultados da CSN e da Gerdau (+ R\$ 4,5 bilhões e R\$ 3,1 bilhões, respectivamente).

Os lucros (ex-Petro & Vale) também aumentaram muito. Embora as empresas domésticas tenham reportado bons resultados, impulsionados, principalmente, pelo setor bancário, os players de commodities ainda representaram cerca de 70% do crescimento geral dos lucros. Aqui, o setor que apresentou o maior crescimento foi Papel & Celulose, embora o principal motivo da grande expansão (+ R\$ 14,3 bilhões) tenha sido o péssimo resultado do ano passado. Dos R\$ 14

bilhões de crescimento do lucro, R\$ 10,7 bilhões vieram da Suzano, mas não podemos esquecer que a empresa registrou um prejuízo de R\$ 13,4 bilhões no 1T20 devido a impactos cambiais. Além de Papel & Celulose, os setores de M&M e P&G também apresentaram crescimento significativo de lucros (+ R\$ 12,7 bilhões e R\$ 6,4 bilhões, respectivamente). Essas empresas, muitas vezes, acabam com resultados distorcidos, pois possuem parte considerável de sua dívida em moeda estrangeira, gerando impactos financeiros. Assim, para ter uma análise mais precisa da temporada de resultados, decidimos olhar mais de perto as empresas domésticas.

Os lucros de empresas domésticas aumentaram 88% a/a. Quase todos os setores domésticos reportaram crescimento de lucros, mas o maior impulso veio do setor bancário. Os bancos registraram aumento de lucro de R\$ 6,9 bilhões em relação ao ano passado, representando 45% do crescimento doméstico. Bradesco e Itaú lideraram (+ R\$ 2,8 bilhões e R\$ 2,5 bilhões, respectivamente), e grande parte disso teve a ver com a redução anual nas provisões. Com as inadimplências sob controle, os bancos reduziram suas provisões, com Itaú e Banco do Brasil provisionando até menos do que o historicamente normal.

Tabela 3: Resultados consolidados por setor

BTGP Cobertura	1T21			1T20			crescimento a/a		
Ex-Petr&Vale	Receita Líquida	EBITDA	Lucro Líquido	Receita Líquida	EBITDA	Lucro Líquido	Receita Líquida	EBITDA	Lucro Líquido
Agronegócio	1.927	375	480	1.047	191	169	84,1%	96,4%	184,9%
Aéreas	3.393	(151)	(5.181)	5.950	2.182	(8.424)	-43,0%	-106,9%	-38,5%
Bancos	-	-	21.838	-	-	14.913	-	-	46,4%
Bens de Capital	11.871	1.319	244	9.028	934	(1.282)	31,5%	41,2%	-119,0%
Aluguel de Carros & Logística	9.782	2.763	1.034	8.809	1.781	391	11,1%	55,1%	164,4%
Educação	3.067	906	162	3.198	974	432	-4,1%	-6,9%	-62,6%
Financeiro (ex-Bancos)	5.215	2.709	2.708	4.933	2.340	2.346	5,7%	15,8%	15,4%
Alimentos & Bebidas	127.013	15.541	5.635	97.338	11.173	4.223	30,5%	39,1%	33,4%
Saúde	17.362	3.230	1.139	14.772	2.545	811	17,5%	26,9%	40,4%
Infraestrutura	407	150	36	315	75	(21)	29,3%	100,8%	-269,0%
Metais & Minério	40.961	16.260	11.517	20.009	3.988	(1.166)	104,7%	307,7%	-1087,9%
Petróleo & Gás	73.431	10.284	3.042	55.423	2.805	(3.316)	32,5%	266,6%	-191,7%
Papel & Celulose	14.326	7.213	(2.223)	10.970	4.326	(16.492)	30,6%	66,8%	-86,5%
Imobiliário	2.117	757	453	1.580	628	306	34,0%	20,4%	48,1%
Varejo	47.783	3.734	1.079	49.731	3.410	285	-3,9%	9,5%	278,9%
Telecom & Tech	17.108	6.825	1.389	16.600	6.698	1.369	3,1%	1,9%	1,5%
Serviços Básicos	17.177	6.917	2.580	15.040	6.048	2.232	14,2%	14,4%	15,6%

Fonte: BTG Pactual

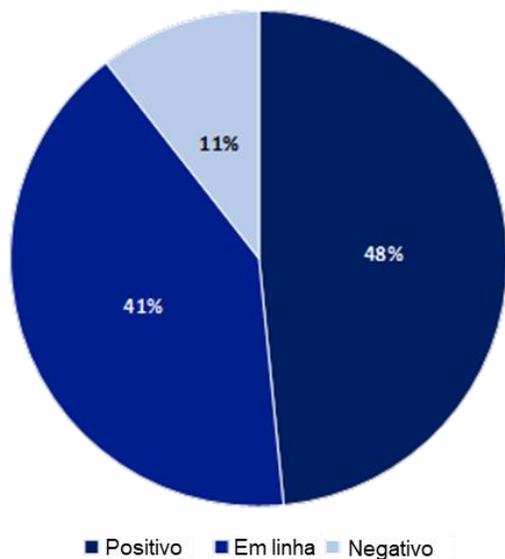
Companhias aéreas, Petróleo & Gás e Aluguel de Carros & Logística foram os destaques positivos. A tabela abaixo resume todos os resultados por setor, com uma comparação completa dos números reais vs. nossas expectativas.

Tabela 4: Resultados consolidados - real vs. estimativas por setor

Setor	Nº de empresas	Positivo	Em linha	Negativo	AxÉ		
					Receita	EBITDA	Lucro Líquido
Agronegócio	2	50%	50%	0%	33,2%	-5,2%	141,3%
Aéreas	2	100%	0%	0%	2%	-14%	22%
Bancos	4	50%	50%	0%	n.a.	n.a.	8,1%
Bens de Capital	4	50%	25%	25%	4%	-8%	-449%
Aluguel de Carros & Logística	8	75%	25%	0%	-2,0%	0,5%	14,6%
Educação	4	25%	75%	0%	3%	2%	-26%
Financeiro (ex-Bancos)	4	25%	50%	25%	0,1%	5,3%	0,2%
Alimentos & Bebidas	6	50%	33%	17%	3%	8%	15%
Saúde	8	50%	50%	0%	3,1%	24,9%	48,2%
Infraestrutura	2	50%	50%	0%	1%	14%	-6%
Metais & Minério	5	60%	20%	20%	-5,7%	-4,7%	-0,5%
Petróleo & Gás	5	80%	20%	0%	-9%	-1%	-14%
Papel & Celulose	4	50%	25%	25%	-3,2%	-2,1%	-35,9%
Imobiliário	9	44%	33%	22%	3%	-1%	-8%
Varejo	11	18%	64%	18%	-1,8%	-3,9%	82,3%
Telecom & Tech	6	50%	50%	0%	1%	0%	-25%
Serviços Básicos	11	45%	45%	9%	6,8%	10,0%	-20,0%

Fonte: BTG Pactual

Em termos qualitativos, 48% das empresas reportaram resultados melhores do que o esperado no 1T21, enquanto 11% tiveram desempenho mais fraco do que o esperado.

Gráfico 1: Análise qualitativa do 1T21


Fonte: Empresas e BTG Pactual

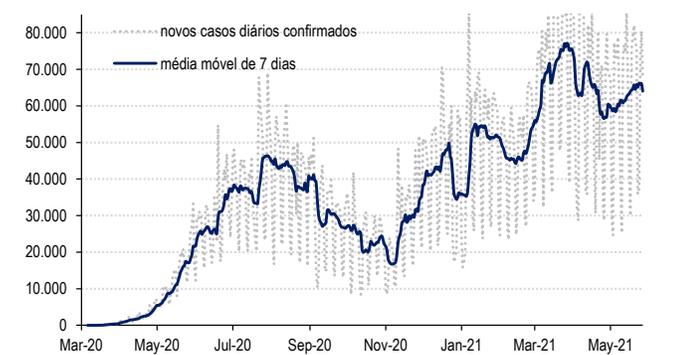
COVID-19: Melhorando, mas o temor de uma terceira onda está crescendo

Depois que a segunda onda trouxe números muito piores do que os vistos na primeira, com a média de mortes atingindo patamares assustadores de 3,1 mil por dia, o Brasil agora parece estar se recuperando um pouco. Embora ainda extremamente alta, a média móvel de mortes diminuiu consideravelmente, com aproximadamente 1,8 mil pessoas perdendo suas vidas por dia (contra 2,5 mil no final de abril).

Embora a média móvel de mortes esteja diminuindo constantemente, a preocupação atual é uma potencial terceira onda. Após os *lockdowns* em abril, com a consequente redução no número de infecções, as restrições foram abrandadas em maio, e agora estamos vendo a curva de novos casos aumentar novamente. Junto com o aumento do número de casos, as taxas de internação também começaram a aumentar em algumas regiões (mais informações a seguir).

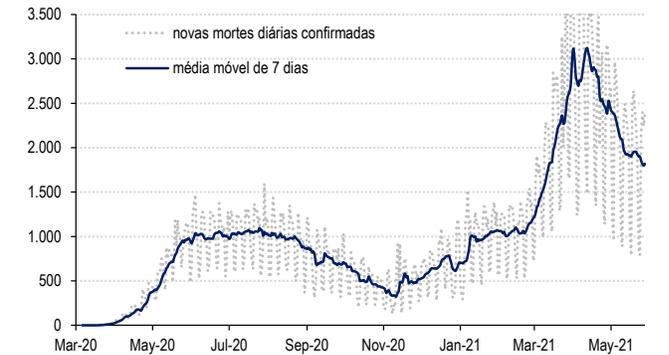
Ainda é difícil prever a intensidade dessa nova onda potencial e seu impacto no número de mortos, ainda mais com a campanha de vacinação em andamento (grande parte da população idosa já foi vacinada) e novas cepas tendo sido identificadas no Brasil. No entanto, já estamos vendo novas medidas restritivas sendo implementadas, com shoppings fechando novamente em algumas regiões (como o interior de São Paulo).

Gráfico 10: Casos diários de COVID-19 no Brasil



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil, BTG Pactual

Gráfico 11: Novas mortes diárias por COVID-19 no Brasil

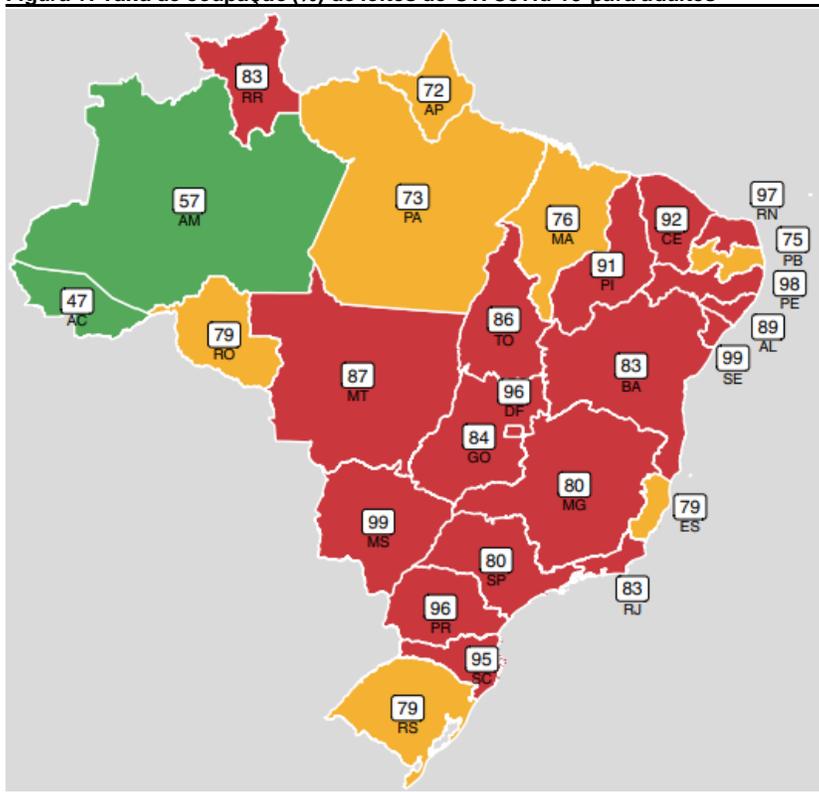


Fonte: Ministério da Saúde do Brasil, BTG Pactual

As taxas de utilização de UTI voltam a subir em algumas regiões

Segundo a Fiocruz, a queda no número de internações parou e as taxas de ocupação de leitos em UTI voltaram a aumentar em várias regiões do país. Na semana passada, 18 dos 27 estados estavam com mais de 80% de ocupação da UTI. Destes, metade estava na faixa alarmante de 80-90% e a outra metade era crítica, pairando acima de 90%.

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

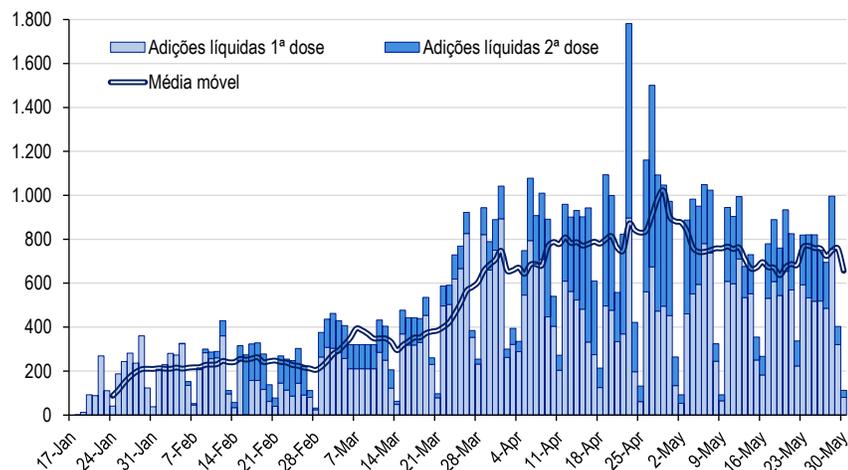


Fonte: Fiocruz

A campanha de vacinação ganhou tração, mas a incerteza persiste

A campanha de vacinação avança (embora lentamente), com o Brasil vacinando 46 milhões de pessoas (com pelo menos uma dose), ou 21,6% de sua população (o total de vacinas administradas entre 1ª e 2ª doses está em 68 milhões). O Brasil agora está administrando cerca de 657 mil doses por dia (depois de chegar a ~1,0 milhão em abril), muito lento para uma população de +200 milhões.

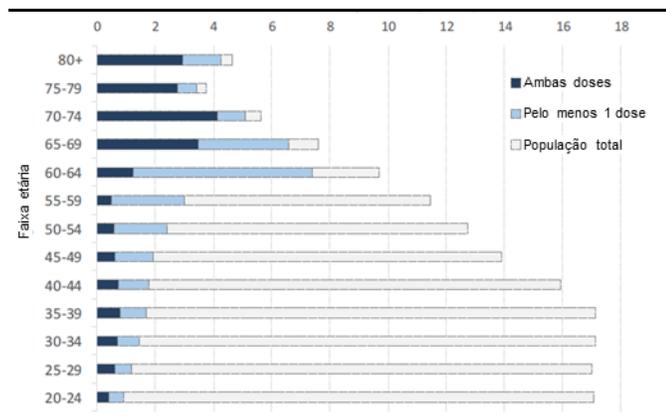
Gráfico 12: Doses diárias no Brasil ('000)



Fonte: banco de dados Coronavirusbra1, departamentos estaduais de saúde

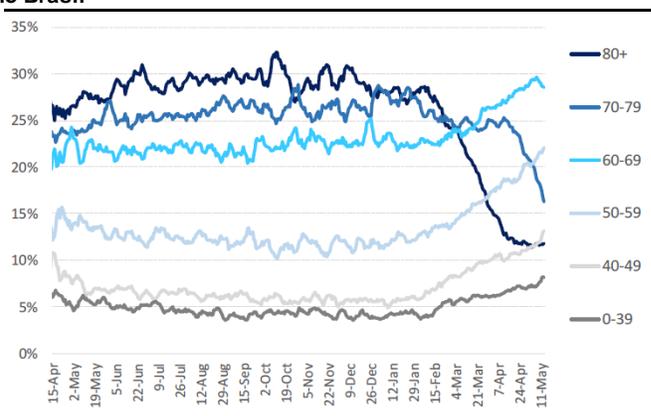
Vale ressaltar que grande parte da população idosa já foi vacinada. Aproximadamente 90% das pessoas com mais de 70 anos receberam pelo menos uma dose, fazendo com que o percentual de mortes relacionadas a essas faixas etárias diminuísse significativamente desde o início da campanha de vacinação.

Gráfico 13: População vacinada por faixa etária no Brasil (milhões)



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil, BTG Pactual

Gráfico 14: Participação das novas mortes diárias por faixa etária no Brasil



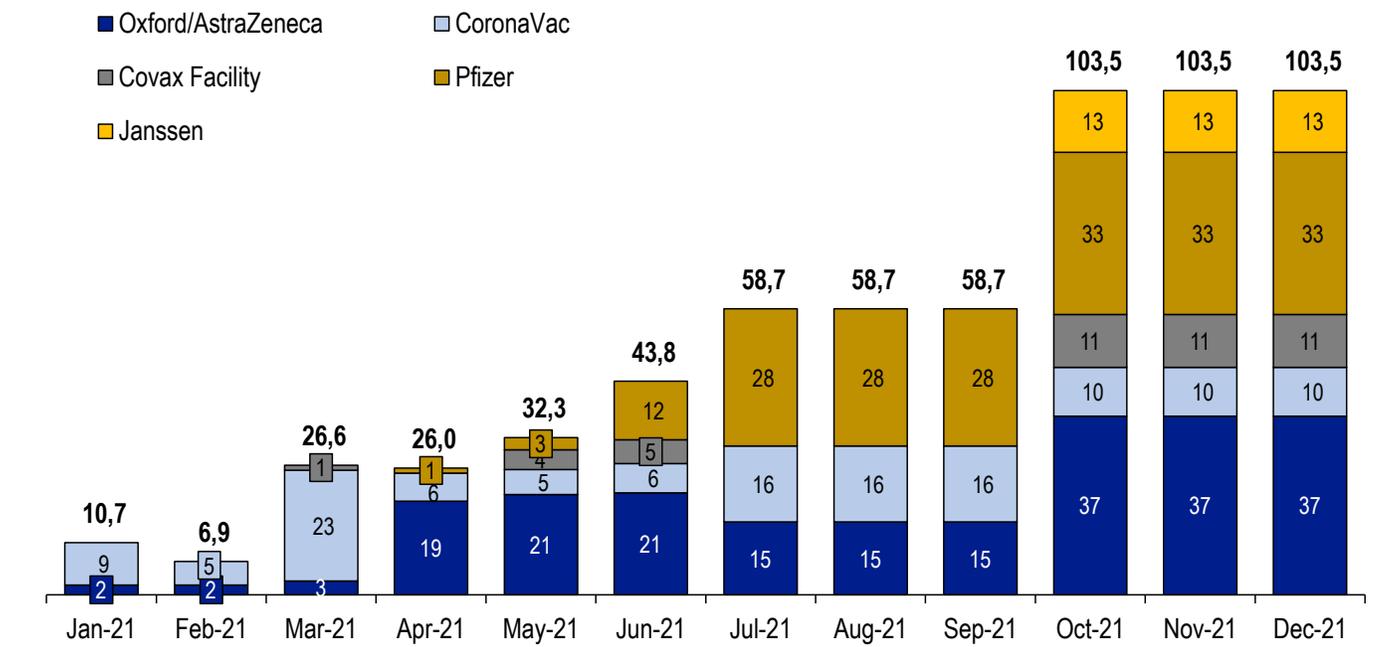
Fonte: Ministério da Saúde do Brasil, BTG Pactual

Com a capacidade de produção da Fiocruz e do Instituto Butantan, junto com a ajuda da ampla rede de distribuição do SUS, o ritmo de vacinação deve acelerar nos próximos meses.

Teremos vacinas suficientes para acelerar o ritmo?

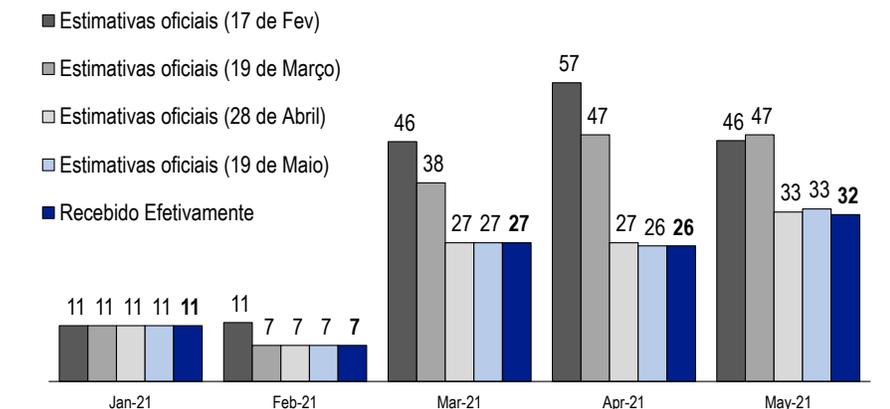
O governo comprou ou está em negociações para comprar uma série de vacinas. Até o momento, três vacinas foram utilizadas: Coronavac (63%), AstraZeneca (34%) e Pfizer (2%).

Abaixo, incluímos as últimas previsões de quando as vacinas (compradas ou a serem adquiridas) serão entregues no Brasil. Se todas as doses forem entregues conforme o planejado, o Brasil receberá 530 milhões de doses entre junho e dezembro, o suficiente para vacinar toda a população.

Gráfico 15: Entrega mensal das doses das vacinas no Brasil - cronograma estimado (19 de março)


Fonte: Ministério da Saúde e BTG Pactual

Esses números, embora de fontes governamentais, não podem ser tomados como a verdade absoluta. Ao comparar as doses prometidas pelo governo no início do ano com as efetivamente entregues, os números são claramente muito mais baixos.

Gráfico 16: Expectativa de Vacinas vs. entregues (milhões de doses)


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

A situação geral está melhorando, mas ainda há um longo caminho a percorrer

Conforme mencionado acima, o governo fechou acordos para comprar vacinas suficientes para inocular totalmente a população até o final do ano. Mas as vacinas adquiridas não significam necessariamente vacinas administradas. Os produtores de vacinas estão atrasados em todo o mundo e as vacinas costumam ser entregues com semanas ou meses de atraso.

A produção de insumos nacionais pela Fiocruz deve começar apenas em outubro. Até então, o Brasil permanece sujeito a incertezas quanto ao número de vacinas disponíveis. Alguma ajuda pode vir do Butantavac, uma vacina desenvolvida pelo

Instituto Butantan. Se aprovado pela ANVISA, a expectativa é de que 40 milhões de doses estejam disponíveis para distribuição até o final do ano.

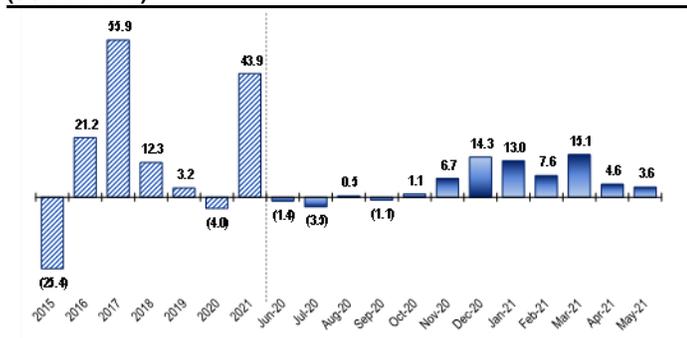
Embora as perspectivas com relação às vacinas possam melhorar nos próximos meses, uma possível terceira onda, juntamente com a detecção de novas cepas no país, aumenta as preocupações pelo lado negativo.

Os fluxos estrangeiros estão de volta

Com alta liquidez global e taxas de juros historicamente baixas, os fundos de ações de mercados emergentes já levantaram US\$ 43,9 bilhões nos primeiros meses de 2021, enquanto os fundos globais captaram US\$ 181,7 bilhões. Para colocar as coisas em perspectiva, 2017 foi o ano em que os fundos de ações GEM (*Global Emerging Markets*) reportaram seus maiores fluxos de entrada desde 2000, captando US\$ 56 bilhões. Enquanto isso, os fundos de ações globais reportaram seu melhor resultado em 2020, captando US\$ 169 bilhões (abaixo do valor acumulado no ano).

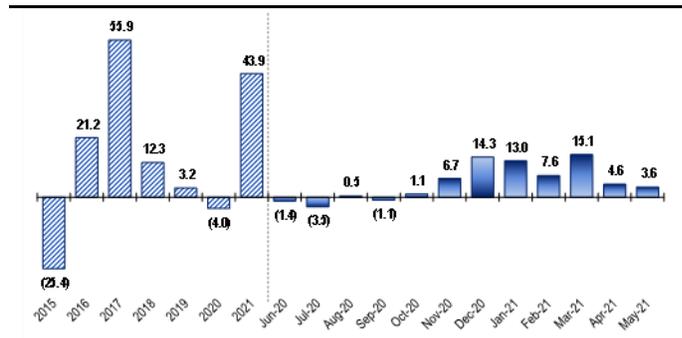
Com as taxas de juros em todo o mundo permanecendo em níveis recordes, é improvável que esse cenário mude no curto prazo.

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



Fonte: EPFR

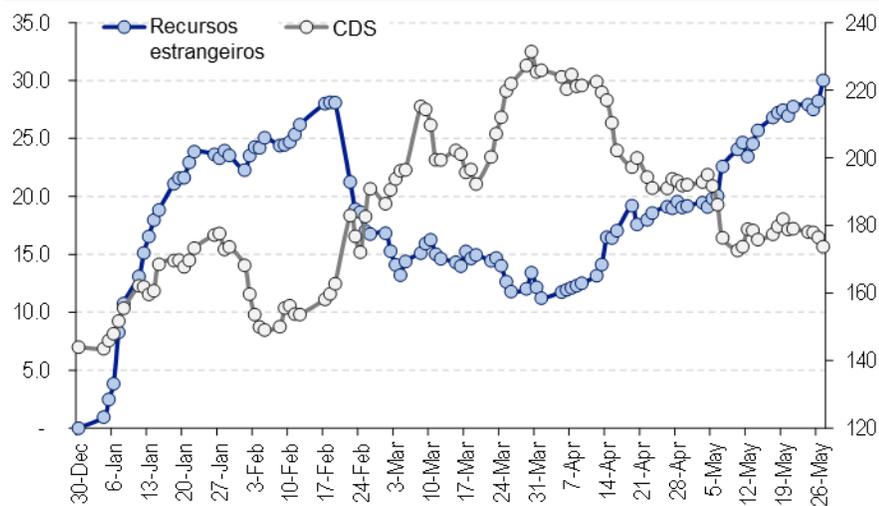
Gráfico 13: Fluxos para fundos de ações globais (USD bilhões)



Fonte: EPFR

Com o dinheiro em mãos, os fundos aumentaram o interesse nos mercados emergentes, e é exatamente aí que o Brasil entra. Com a situação orçamentária para trás, menos ruído político e uma melhora (ainda que moderada) no cenário da saúde, o risco-país do Brasil diminuiu e os fluxos estrangeiros para ações tornaram-se positivos. Após dois meses de fortes saídas, as entradas líquidas chegaram a R\$ 7 bilhões em abril, disparando para R\$ 11 bilhões em maio.

Gráfico 19: Apetite estrangeiro por ações brasileiras voltou a crescer (R\$ bilhões)

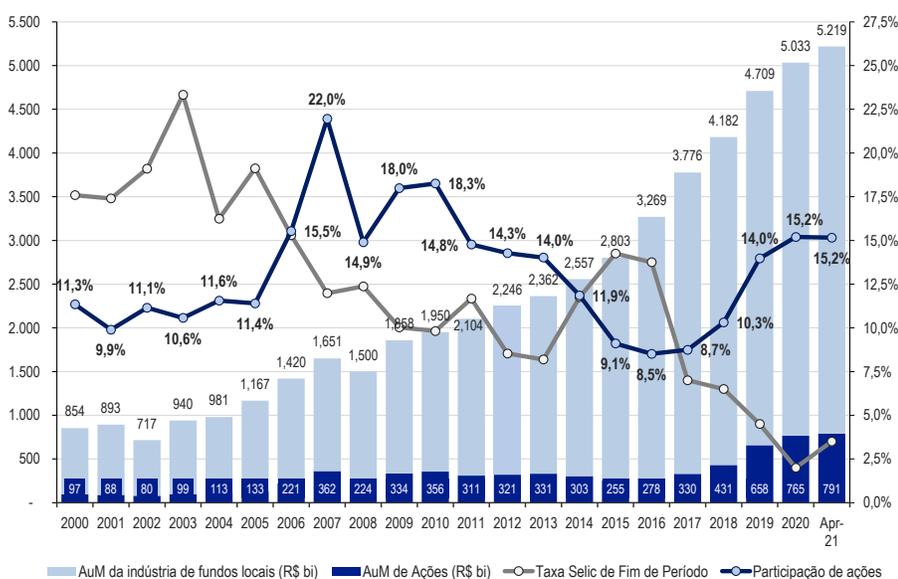


Fonte: B3

Alocações de capital doméstico em alta

Após uma ligeira queda no início de 2021, as alocações em ações voltaram a subir em abril, atingindo 15,2%, níveis semelhantes aos do final do ano passado (os mais elevados desde 2010). Além dos fortes fluxos de entrada em ações nos últimos meses, a ligeira alta do Ibovespa em abril pode ter impulsionado as alocações. Com base no AuM atual da indústria de fundos, se as alocações retornarem aos níveis do final de 2007 (22%), isso significaria um aumento de ~R\$ 355 bilhões no AuM de fundos de ações.

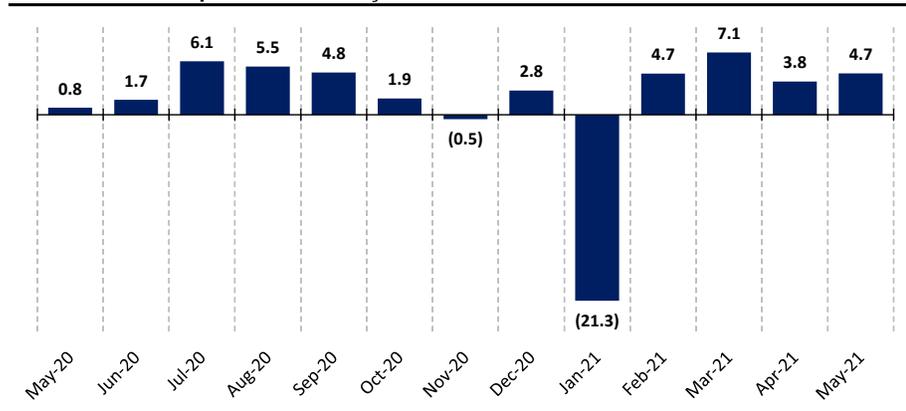
Gráfico 20: Alocações de fundos locais



Fonte: Anbima, estimativas do BTG Pactual

Como mencionamos acima, estamos vendo fortes entradas em ações. Desde o início do ano, ocorreram fluxos de entrada em todos os meses, exceto em fevereiro.

Embora o Banco Central tenha iniciado um ciclo de alta da taxa Selic (deve encerrar o ano em 5,5%, ante 2,0% no início do ano), acreditamos que a alocação de ações deve continuar subindo, ainda que em ritmo mais moderado.

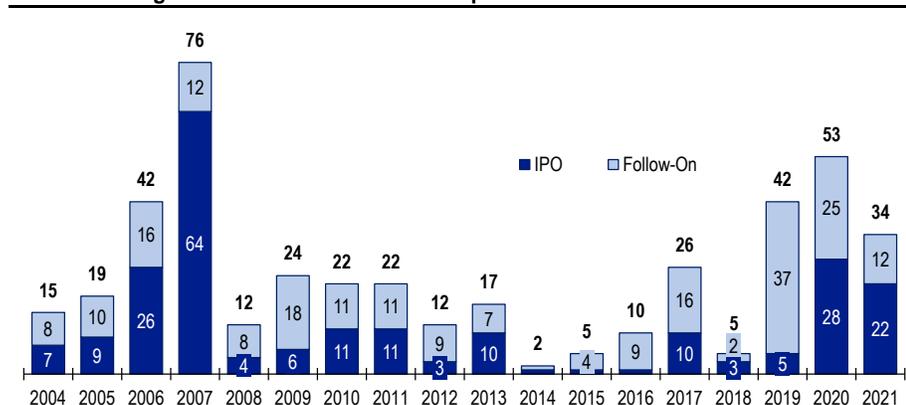
Gráfico 21: Fluxos para fundos de ações


Fonte: Anbima, estimativas do BTG Pactual

As transações do mercado de capitais estão atingindo níveis recordes

Em abril, foram fechados 12 negócios (7 IPOs e 5 follow-ons), que arrecadaram quase R\$ 22 bilhões. Até o momento, neste ano, 34 negócios foram fechados (vs. 53 em todo o ano de 2020), arrecadando R\$ 57 bilhões (vs. R\$ 118 bilhões em todo o ano passado).

É interessante notar que a volatilidade recente do mercado levou ao adiamento de 26 ofertas. Com o cenário da pandemia se estabilizando e o melhor cenário fiscal devido à recente aprovação do orçamento, esperamos uma boa janela de precificação para junho e julho.

Gráfico 22: Negócios totais do mercado de capitais


Fonte: Anbima, estimativas do BTG Pactual

Carteira Recomendada de Ações – Small Caps:

Para o mês de junho estamos fazendo duas alterações. Entram na carteira: a empresa de construção Lavvi (LAVV3) e a empresa de tratamento e valorização de resíduos Orizon (ORVR3). Saem da carteira: a empresa de soluções para transporte Randon (RAPT4) e a empresa Intelbras (INTB3). As empresas: de telecomunicações Oi (OIBR3), de produção de petróleo 3R Petroleum (RRRP3), a empresa de porto/infraestrutura Santos Brasil (STBP3) foram mantidas.

Maio				Junho			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Randon	Bens de Capital	RAPT4	20%	Lavvi	Construção Civil	LAVV3	20%
Oi	Telecomunicações	OIBR3	20%	Oi	Telecomunicações	OIBR3	20%
3R Petroleum	Petróleo	RRRP3	20%	3R Petroleum	Petróleo	RRRP3	20%
Intelbras	Hardware	INTB3	20%	Orizon	Serviços Básicos	ORVR3	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
Lavvi	LAVV3	20%	11,0	1.708	12,00	11,5x
Oi	OIBR3	20%	113,9	9.105	3,10	N/A
3R Petroleum	RRRP3	20%	78,9	5.423	53,00	23,0x
Orizon	ORVR3	20%	5,6	1.728	35,00	20,9x
Santos Brasil	STBP3	20%	45,7	7.741	11,00	61,3x

Fonte: BTG Pactual

Lavvi (LAVV3)

Acreditamos que a Lavvi está no caminho certo para cumprir seu plano de IPO: operações de crescimento forte e alta lucratividade. A Lavvi espera 4 empreendimentos em 2021 (lançamentos provavelmente totalizando mais de R\$ 1 bilhão) e o primeiro é o icônico projeto Villa, previsto para o 2T21: com R\$ 500-600 milhões de valor de venda e margens muito elevadas. Além disso, a Lavvi tem conseguido adquirir terrenos em condições atrativas desde seu IPO (eles compraram R\$ 1,1 bilhão de terrenos no 4T20 e um terreno para um projeto de R\$ 307 milhões no 1T21), apesar da forte competição por terrenos em SP. Apesar dos custos de construção mais elevados (INCC-M +14,6% a/a), a Lavvi tem conseguido aumentar os preços de venda (como é o caso da Villa) e os seus recebíveis estão indexados ao INCC-M. Acreditamos que o mercado imobiliário deve continuar sólido na cidade de São Paulo (as baixas taxas de hipotecas e os estoques controlados explicam a boa acessibilidade para os compradores de residências), o que significa que a Lavvi poderia aumentar os lançamentos e melhorar as margens líquidas para atingir seu ROE desejado de 25%. Dito isso, a LAVV3 está sendo negociado a um valuation atraente de 1,4x P/TBV, portanto, estamos adicionando as ações em nosso portfólio de Small Caps este mês.

Santos Brasil (STBP3)

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 7,3%, 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 da tese de investimento.

Oi S.A. (OIBR3)

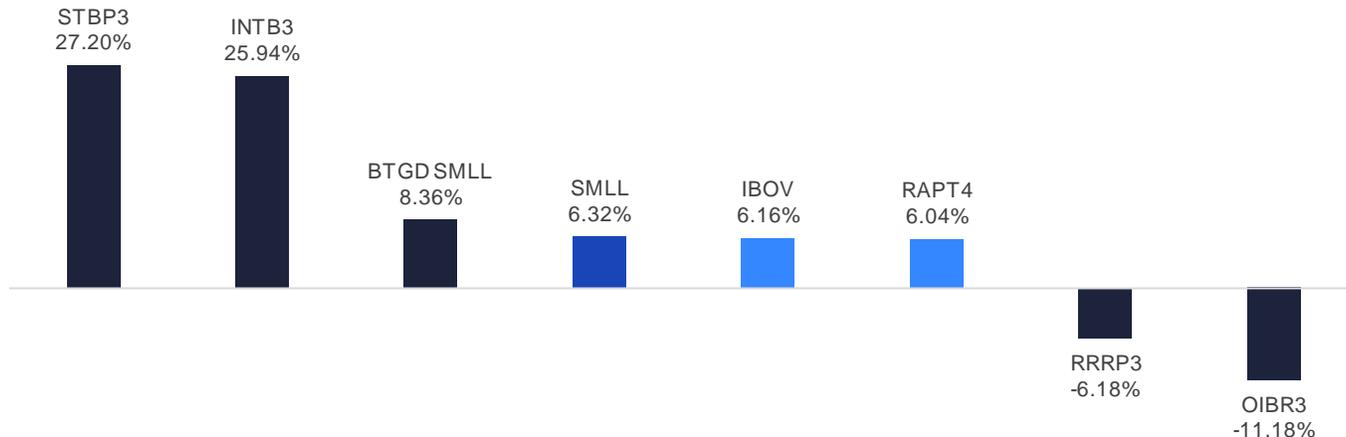
Após o anúncio dos termos da proposta do fundo de infraestrutura do BTG Pactual para comprar a empresa de infraestrutura da Oi (InfraCo) por um EV de R\$ 20 bilhões, a Oi corrigiu fortemente. Revisamos nossas estimativas e decidimos examinar o valuation justo da Oi em cenários: pessimista, base e otimista. 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.

Orizon (ORVR3)

Após seu IPO em 21 de fevereiro, estamos adicionando a Orizon ao nosso portfólio. A empresa tem uma oportunidade de crescimento relevante devido aos ativos de propriedade da Estre, maior empresa de aterros sanitários do Brasil. A Estre teve seu plano de recuperação judicial aprovado em maio e a Orizon, junto com o fundo de emergência Jive, comprou a dívida sênior da empresa com um grande corte. Como parte do plano, a Estre vai leiloar um conjunto de ativos composto por 7 aterros sanitários e uma planta de recuperação de resíduos. Orizon e Jive estão muito bem posicionados, pois são os *stalking horses*, o que lhes dá o direito de apresentar a primeira oferta. Além disso, eles têm o direito de combinar e, se não forem os vencedores, recebem uma taxa de rescisão de 6,5% do lance vencedor. O processo de leilão deve durar de 60 a 90 dias e esses ativos mais do que dobrariam a base de ativos da Orizon, adicionando de R\$ 100 milhões a R\$ 120 milhões ao EBITDA da empresa.

Rentabilidade Histórica:

Gráfico 21: Performance por ação em maio de 2020:

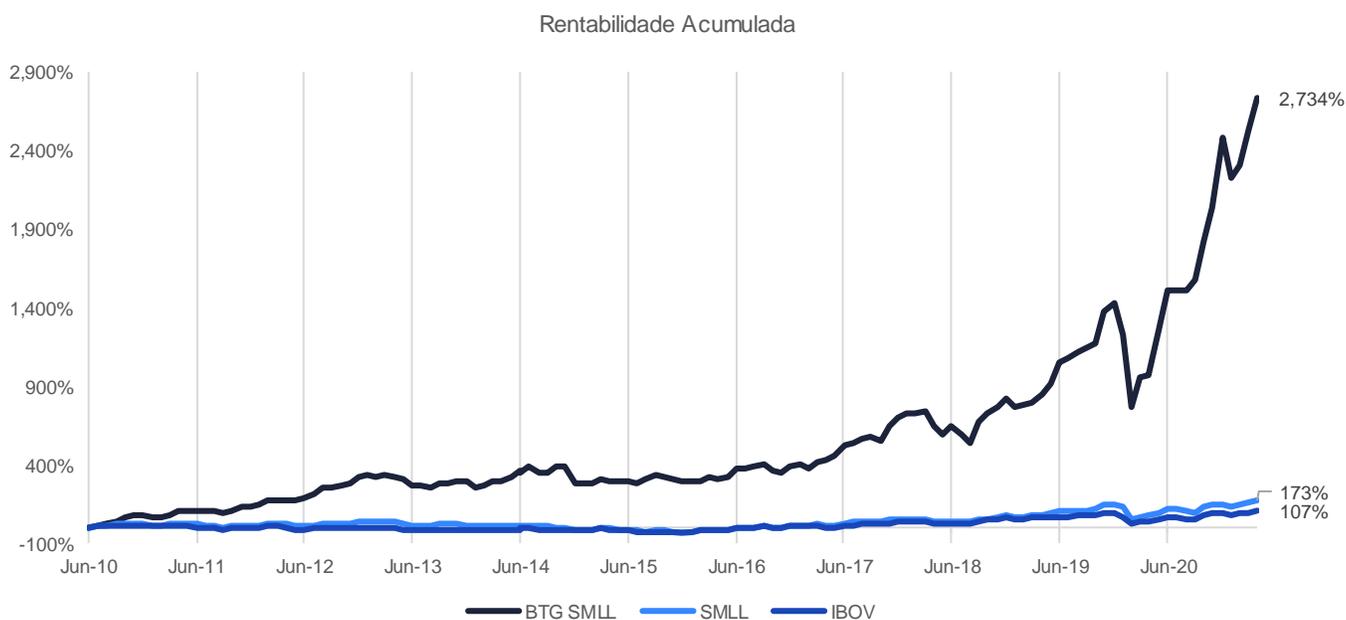


Fonte: BTG Pactual e Econômica

Performance Histórica:

No mês de maio a carteira BTG SMLL apresentou uma valorização de +8,4%, contra uma alta de +6,3% do índice SMLL e +6,2% do IBOV. Desde julho de 2010, a carteira acumula uma rentabilidade de 2.733,6%, contra 172,6% do SMLL e 107,0% do IBOV.

Gráfico 22: Performance Histórica (desde outubro de 2009)



Fonte: BTG Pactual e Econômica

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%	32,9%
SMLL	26,7%	-16,6%	28,7%	-15,2%	-17,0%	-22,4%	31,8%	49,6%	7,5%	57,8%	-0,6%	10,0%
IBOV	13,7%	-18,1%	7,4%	-15,5%	-2,9%	-13,3%	38,9%	26,9%	15,0%	31,5%	2,9%	6,0%

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

* 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 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.asp