

# \$\$\$ Carteira *Small Caps*

Fernando A. Hadba, CFA, FRM - Estrategista Pessoa Física  
31 de maio de 2021

## DESCRIÇÃO

Esta carteira é recomendada para quem deseja investir em **ações de pequeno e médio porte**, ou seja, empresas menores e/ou com baixa liquidez na bolsa, mas com **alto potencial de crescimento e valorização**. Ela conta com o Serviço de Rebalanceamento Mensal da Santander Corretora em que ao contratar o serviço, a sua carteira de ativos será rebalanceada sem que você precise comprar e vender as ações de seu portfólio. [Saiba mais.](#)

## OBJETIVO

O objetivo desta carteira é **superar o índice SMLL (Índice *Small Cap* da B3) a médio e longo prazo**. Para isso, o estrategista faz uma criteriosa análise fundamentalista que busca maximizar o ganho de capital e retorno com dividendos e aluguel de ações. As alterações podem ser feitas a qualquer momento, o que permite mais flexibilidade às recomendações.

## PERFIL DO INVESTIDOR

CONSERVADOR

MODERADO

BALANCEADO

**ARROJADO**

**AGRESSIVO**

## VANTAGENS

**Alto potencial de crescimento:** geralmente as *Small Caps* são empresas com negócios inovadores ou que atuam em setores ainda não consolidados, o que permite um alto retorno do investimento caso seus negócios sejam bem-sucedidos.

**Acesso a informações sobre as melhores *Small Caps* do mercado:** por se tratarem de empresas menores, poucos investidores têm acesso a análises minuciosas destas companhias, o que se torna uma vantagem desta Carteira.



### ACOMPANHAMENTO DA CARTEIRA

#### RENTABILIDADES<sup>1</sup>

Período	Carteira	SMLL
Maio	+6,67%	+5,62%
2021	+9,25%	+10,04%
12 meses	+61,07%	+53,76%
24 meses	+49,29%	+54,29%
Desde o Início	+271,23%	+248,21%

#### DESTAQUE DE MAIO

INTB3	+21,59%
-------	---------

#### ESTATÍSTICAS

Início da Carteira	01/07/2016
Meses com performance superior ao Benchmark (SMLL)	30 de 58 (51,7%)

#### CLASSIFICAÇÃO DE RISCO<sup>2</sup>

Beta	0,81
------	------

<sup>1</sup> A rentabilidade da Carteira e do seu respectivo *benchmark* são calculados através do preço médio das ações do primeiro dia útil após a publicação do relatório, e não pelo preço de fechamento do dia anterior.

<sup>2</sup> Há várias empresas que ainda não tem um beta medido por terem pouco tempo de negociação. Nossas estimativas usam apenas as empresas que possuem o beta disponível. Glossário na penúltima página deste relatório. Fonte: Santander.

## RECOMENDAÇÃO PARA JUNHO

Empresa	Sector	Código	Percentual Recomendado	Preço <sup>1</sup>	Preço-Alvo 2021	Div. Yield Estimado 2021
Arezzo&Co	Varejo	ARZZ3	12%	R\$ 88,62	Em Revisão	0,99%
Intelbras	Telecomunicações	INTB3	13%	R\$ 28,21	R\$ 25,00	0,76%
Jalles Machado	Agronegócio	JALL3	13%	R\$ 8,79	R\$ 11,00	3,00%
Movida	Transporte	MOVI3	13%	R\$ 18,01	R\$ 29,00	1,85%
Omega Geração	Energia & Saneamento	OMGE3	12%	R\$ 39,36	R\$ 44,87	0,62%
Petz	Varejo	PETZ3	13%	R\$ 23,27	Em Revisão	0,24%
Qualicorp	Saúde	QUAL3	12%	R\$ 28,89	R\$ 42,90	5,42%
Sequoia	Logística	SEQL3	12%	R\$ 22,83	R\$ 37,00	0,30%

(1) Preço médio do dia 31/05/2021. Para fins de cálculo da rentabilidade da Carteira e do seu respectivo *benchmark*, os mesmos serão calculados através do preço médio das ações do primeiro dia útil após a publicação do relatório, e não pelo preço de fechamento do dia anterior. Fonte: Santander.



## AÇÕES MANTIDAS NA CARTEIRA SMALL CAPS

### Arezzo (ARZZ3)

- A Arezzo&Co é líder em seu setor no Brasil, comercializando atualmente mais de 13,5 milhões de pares de calçados por ano, além de bolsas e acessórios. A Companhia possui sete marcas – Arezzo, Schutz, Anacapri, Alexandre Birman, Fiever, Alme e Vans® – com produtos que se destacam pela qualidade, design e inovação. Segundo a alta administração da Arezzo, a empresa está preparada para mais operações de M&A depois do negócio com a Vans® em busca de novas marcas: calçados, para os públicos A e B, jogando com seus pontos fortes e *know-how*.
- Recentemente nossos analistas aumentaram o preço-alvo de R\$ 78,00 para R\$ 84,00. O novo preço-alvo implica em potencial de valorização de ~10% das ações ARZZ3. Além disso, vemos a Arezzo sendo negociada a ~31x P/L (1,5x PEG de 3 anos) e acreditamos que a empresa deve ser incluída nas discussões de 'reabertura de negociações' assim como a Renner, mas com uma dinâmica de ganhos de curto prazo muito mais construtiva.
- Além disso, a operação dos EUA segue perto do tão almejado ponto de equilíbrio. Como exemplo das iniciativas da gestão da Arezzo em desenvolver a presença da empresa na América do Norte citamos: (i) o foco contínuo no desenvolvimento das marcas Schutz e Alexandre Birman; (ii) avaliação de outras opções para expandir seus mercados de atuação, como a possibilidade de introduzir o *e-commerce* das marcas Arezzo e Ana Capri no mercado norte-americano, que é um piloto a ser testado no 2S21.
- Dadas as mudanças trazidas pela pandemia, a empresa espera criar valor para sua experiência digital através do *marketplace* ZZ Mall, complementando seu sortimento com marcas selecionadas (pelo menos 10 outras marcas para lançar). Olhando para as despesas, o ZZ Mall deve trazer eficiência na forma como a empresa investe em *marketing*, pois eles terão um site principal contra um custo atual para trazer tráfego para 7 sites diferentes (um para cada marca). De acordo com nossos cálculos, o ZZ Mall poderia aumentar as vendas de comércio eletrônico da Arezzo em ~11% até 2025. O *marketplace* ainda está em seus estágios iniciais, mas acreditamos que seu potencial de longo prazo pode gerar ventos atraentes para o comércio eletrônico da Arezzo.
- Mesmo com o fechamento de lojas, a Arezzo publicou forte resultado no 1T21. O contínuo crescimento do *e-commerce* se traduziu em um lucro líquido de R\$ 29,6 milhões (+311% aa) e EBITDA de R\$ 64,7 milhões (+79,9% aa). No 1T21, a participação dos *web commerce* atingiu 27,7%, tendo captado 300 mil novos clientes (alta de 5,6% se comparado ao mesmo trimestre de 2020). Destacamos também o crescimento da participação da AR&Co e o sucesso da operação nos EUA. Do ponto de vista operacional, vemos como positiva a redução de 7,5% aa com despesas logísticas, de vendas e suprimentos.
- Recentemente a Arezzo tentou adquirir o controle de outra varejista de roupas. Apesar da oferta não ter prosperado, o apetite da Arezzo demonstra que a empresa está querendo ser uma coleção de marcas de varejo de roupas tanto feminino quanto masculino e de alcance em várias faixas de renda. Vemos esta postura como positiva mas alertamos o risco de sobrepagar.
- **Direcionadores:** (i) atividades de M&A com *valuations* atraentes; (ii) recuperação econômica mais rápida que o esperado; (iii) expansão do ZZ Mall; (iv) amadurecimento das operações nos Estados Unidos; e (v) novos movimentos de comércio eletrônico (*marketplace* e *second-hand*).
- **Riscos:** (i) condições macroeconômicas desfavoráveis (como eventos geopolíticos, câmbio e flutuações nas taxas de juros); (ii) eventos dentro do setor (como ambiente competitivo, ritmo de inovação, riscos tributários); (iii) fatores operacionais e de execução; e (iv) problemas de relacionamento com a rede de franqueados.

### Intelbras (INTB3)

- Intelbras é uma montadora de produtos eletrônicos que estreou recentemente na bolsa de valores brasileira. Destacamos seu longo histórico de execução comercial em especial por ter uma rede de distribuidores e instaladores bastante ligada a empresa e ao seu modelo de negócio. Não apenas a empresa está em setores de alta demanda como (segurança e *wifi*) como também tem opcionalidades na exploração do mercado de painéis solares. Seu modelo de negócio pode se transformar de venda de equipamentos para prestação de serviços o que garante melhor venda recorrente. A empresa apresenta retornos atraentes sobre o patrimônio líquido por volta de 25%.
- A empresa abriu capital recentemente, mas é líder em seu negócio e tem um longo histórico de desempenho e lucratividade. Possui uma ótima rede de distribuidores e instaladores que permite a manutenção desta liderança. Destacam-se as divisões de segurança, comunicação e interligação de redes.
- Para o 1T21, a Intelbras apresentou bons resultados, superando nossas estimativas e consenso tanto operacional quanto financeiramente. A receita líquida cresceu 56% devido a uma combinação contínua de ajustes de preços e fortes volumes (Energia, Comunicações e Segurança cresceram 93%, 66% e 44% aa, respectivamente) com margens estáveis aa (~15%), levando ao EBITDA que estava 53% acima de nossas estimativas (e 7% acima do consenso). O lucro líquido cresceu +460% para R\$ 90 milhões (de R\$ 207 milhões no último trimestre e prejuízo de R\$ 24 milhões no 1T20). Além disso, fortes resultados foram combinados com fortes retornos, com a empresa apresentando uma

melhoria no ROIC antes de impostos para 39% (+8,4 p.p. vs 1T20). Esperamos uma forte reação das ações sobre uma execução robusta, apesar dos desafios macro contínuos, das restrições da atividade de varejo e de certas interrupções na cadeia de suprimentos.

- **Direcionadores:** (i) histórico de resultados; (ii) ampla rede de distribuição e instalação de produtos; (iii) opcionalidades importantes no mercado de painéis solares; e (iv) 5g e internet das coisas aumentarão demanda por seus produtos.
- **Riscos:** (i) parte importante de seu negócio conta com benefícios fiscais e podem ser alterados afetando a lucratividade ou até mesmo o negócio; (ii) exposição cambial por comprar peças e produtos importados e montá-los aqui e vendê-los posteriormente. A diferença de câmbio entre compra e venda pode afetar a lucratividade do negócio. (iii) ambiente competitivo que conta com vendedores informais (mercado-cinza) e pouca proteção em relação a patentes e tecnologia em constante mudança.

## Jalles Machado (JALL3)

- A Jalles Machado sediada em Goianésia (GO), cujo portfólio possui exposição a produtos diferenciados no setor de açúcar e etanol (açúcar orgânico, álcool gel, marcas próprias), instalações no estado da arte, baixo custo caixa, US\$7,6 por libra peso, o que permite competitividade em ambientes de queda do preço do açúcar. Esperamos o EBITDA crescendo 3,5% a.a. nos próximos 3 anos, baixa alavancagem e um desconto de cerca de 12% em relação a São Martinho e Adecoagro baseado em EV/EBIT de 2022.
- É uma opção de participar do setor de açúcar e etanol com empresa com produtos menos *comoditizados*, alta produtividade agrícola, instalações modernas na parte industrial, baixa alavancagem e tendo um desconto em relação aos pares listados em termos de EV/EBITDA2022 de cerca de 12%.
- Nossos analistas setoriais iniciaram a cobertura da empresa com preço-alvo de R\$11,00. Nossa visão positiva de Jalles Machado se baseia em seu: (i) portfólio não comoditizado de produtos de açúcar e etanol (açúcar orgânico e álcool gel 70%), ótima produtividade na área agrícola com 100% de cana própria mas as terras são leasing, usinas em estado da arte que dão maior flexibilidade entre açúcar e etanol, baixo custo caixa de produção de cerca de US\$7,6 por libra peso quando a média brasileira é de US\$13,6.
- A empresa tem um crescimento orgânico esperado de EBITDA de cerca de 3,5% a.a. para os próximos três anos e com baixa alavancagem a empresa também pode aproveitar oportunidades de M&A no setor.
- **Direcionadores:** (i) entrega da expansão da produção da usina Jalles Machado em 1 milhão de toneladas e aumento de cogeração (ii) aquisições no mercado; (iii) mercado internacional de açúcar ainda com déficit no ano fiscal de 2022.
- **Riscos:** (i) baixa produtividade da matéria prima/safra; (ii) volatilidade de preços de *commodities* e moedas; (iii) condições climáticas desfavoráveis e desastres naturais as regiões nas quais a cana-de-açúcar é cultivada; (iv) alterações na política fiscal e alterações na legislação tributária; e (v) política de preços dos combustíveis.

## Movida (MOVI3)

- Pertencente ao grupo SIMPAR (antiga JSL) desde 2013, a Movida se destaca como uma das maiores companhias de locação de veículos do Brasil em tamanho de frota e receita dentre as companhias abertas do setor. Com suas atividades divididas entre os segmentos de (i) locação de veículos ("*rent a car*" ou RAC), (ii) gestão e terceirização de frotas (GTF) e (iii) revenda de veículos usados, a Movida possui frota de aproximadamente 110 mil carros e uma extensa rede de atendimento (191 lojas), com pontos localizados estrategicamente em todos os estados do Brasil. A rede de Seminovos conta com cerca de 67 pontos de venda próprios distribuídos em 25 estados e distrito federal.
- Acreditamos que o compromisso da Movida de retomar o ritmo acelerado de crescimento da frota esteja subestimado pelo mercado e possa representar uma surpresa positiva aos investidores (caso seja bem executado) mas dependente da normalização da entrega de veículos pelas montadoras. Por isso, nossas estimativas de EBITDA para 2021-22 estão ~9% acima do consenso. Além disso, o P/L de negociação atual da Movida de 16,2x para 2021E está abaixo dos 32,1x da Localiza e em linha com os 18,7x da Locamerica.
- Para o 1T21, a Movida reportou EBITDA em linha com as nossas expectativas e as expectativas do mercado. O destaque foi o segmento de gestão e terceirização de frotas (GTF), com números mais fortes do que o esperado. Por outro lado, os volumes de seminovos foram baixos, pois a empresa focou na preservação do tamanho da sua frota. O lucro líquido da empresa ficou abaixo das estimativas principalmente devido aos custos pontuais de refinanciamento da dívida. Esperamos que as outras locadoras de veículos apresentem estratégia semelhante de redução do volume de vendas de carros usados para preservar o tamanho de sua frota.
- Esperamos crescimento de volume de 21% no segmento RAC e de 22% para GTF em 2021, mas lembramos aos investidores que atrasos na cadeia de fornecimento das montadoras podem adiar a aceleração do crescimento da frota. Para 2021, esperamos que a Movida se concentre no aluguel mensal para pessoas físicas como um dos principais impulsionadores de crescimento.
- A nosso ver, as principais vias de crescimento para o aluguel de carros na próxima década serão os aluguéis para motoristas de *ride-hailing* (e.g. Uber) e os aluguéis mensais para pessoas físicas. Estimamos que esses nichos somem um tamanho de mercado de R\$ 30 bilhões até 2030 (termos reais de 2020), 3,7x a receita atual de serviços dos três principais competidores.
- **Direcionadores:** (i) melhora da mobilidade e da atividade econômica com o processo de vacinação da população brasileira; (ii) aumento da

penetração do aluguel mensal de veículos para pessoas físicas e motoristas de *ride-hailing*; (iii) maior oferta de veículos novos pelas montadoras brasileiras e (iv) taxas de juros baixas por mais tempo.

- **Riscos:** (i) PIB mais fraco do que o esperado; (ii) taxas de juros brasileiras maiores do que o esperado; (iii) competição acirrada e (iv) aumento do *spread* entre o custo dos carros novos e o preço que a Movida recebe pelos carros usados.

## Omega Geração (OMGE3)

- A Omega Geração é uma empresa do setor de geração de energia renovável, atuando nas frentes de energia solar, eólica e hídrica. Ela apresenta capacidade instalada de 1.869 MW. O Complexo Solar Pirapora, do qual a Omega é detentora de 50%, se destaca como a maior usina de energia solar em operação no Brasil, com capacidade instalada de 321 MW. O Complexo Eólico Delta Maranhão, localizado no estado do Maranhão, é outro destaque da empresa, com 426 MW de capacidade. Além de energia eólica, a Omega também possui um complexo hidrelétrico, o Indaiás, localizado no município de Cassilândia (MS), com capacidade instalada de 32,5 MW.
- A empresa oferece qualidades interessantes ao portfólio pois engloba a tendência de investimentos ESG de forma completa, endereçando as questões de governança, inclusão social em regiões menos desenvolvidas do Brasil e um portfólio de energia renovável. Seu crescimento se dá por aquisições de projetos prontos evitando o risco de execução do projeto, normalmente ficando esta parte com uma empresa ligada. As transações entre as empresas são bem detalhadas e qualificadas para serem aprovadas.
- A Omega reportou fortes resultados operacionais no 1T21, decorrentes: (i) do início das operações de novos ativos (Chuí e Ventos da Bahia); e (ii) condições de recursos mais fortes (especialmente nos complexos Delta e Assuruá). O lucro bruto ficou 1,3% abaixo da nossa estimativa, enquanto os custos gerenciáveis ficaram 0,6% abaixo da nossa estimativa - esta última refletindo a consolidação de novos ativos. Como resultado, o EBITDA (excluindo equivalência patrimonial) ficou 1,5% abaixo de nossa estimativa. A Omega referiu ainda que a aquisição em processo de negociação com uma incorporadora terceira (260 MW, e que se esperava que fosse concluída no 1T21) está atrasada, embora a sua conclusão ainda se aguarde no 2T21. A Omega também divulgou o *guia* para o 2T21: (i) lucro bruto de energia na faixa de R\$ 290-360 milhões; e (ii) geração de energia na faixa de 1.390-1.730 GWh. Não esperamos uma reação significativa do mercado, pois acreditamos que os investidores já haviam antecipado esses números.
- Além disso, a empresa vem diminuindo seu endividamento como proporção do EBITDA, agora em nível de 3,1x dívida líquida/EBITDA de 2022. Acreditamos que o crescimento inorgânico em um mercado agitado seja possível. A própria empresa anunciou que deve ter alguma novidade para os próximos 90 dias após o resultado, o que ajuda a revalidação da história de crescimento ESG com base em aquisições.
- **Direcionadores:** (i) a atração que atores puros de ESG no mercado de geração de energia possuem); (ii) especialização na aquisição de projetos desenvolvidos por outros; (iii) maior atividade econômica aumento a demanda por energia.
- **Riscos:** (i) pagar caro pelas histórias de aquisição; (ii) pouca geração eólica que pode comprometer resultados (aumento de taxa de juros pode reduzir a possibilidade de alavancagem da aquisição de projetos e a taxa interna de retorno deles).

## Petz (PETZ3)

- A Petz tornou-se um dos principais competidores do Brasil no atraente mercado de varejo para animais de estimação, devido ao seu modelo de megastore (que oferece produtos e serviços) que maximiza o potencial digital da marca. Estimamos que o plano de expansão acelerada da Petz permitirá que ela praticamente dobre sua contagem de lojas até 2023, alimentando o crescimento lucrativo do comércio eletrônico (graças a ~80% das vendas online usando recursos *omnichannel*), levando-nos a prever robusto crescimento médio anual dos lucros de ~48% entre 2020-23. Acreditamos que a atual avaliação da PETZ3 seja justificada (prêmio de 40% em relação à média de seus pares, em termos de múltiplo P/L), pois a história de crescimento diferenciado da empresa compensa esse prêmio significativo para outros varejistas listados.
- Petz reportou números fortes no 1T21, como esperado, com aceleração sequencial de vendas e margens comprimidas. As vendas ficaram praticamente em linha com a nossa projeção, enquanto o EBITDA ajustado ficou abaixo de 4% das nossas estimativas, principalmente devido às despesas de vendas ligeiramente acima do esperado associadas ao crescimento acelerado da receita. Durante a Conferência de Resultados, o tom para o restante do ano foi positivo, embora sem grandes novidades, já que a administração espera que o plano de expansão para 2021 seja entregue apesar dos atrasos induzidos pela pandemia, ao mesmo tempo que compartilha as visões da empresa em relação à expansão de M&A e Seres. O resultado levou a preocupação dos investidores se para vendas adicionais os custos serão crescentes e a venda adicional reduzirá margem. Não é uma preocupação só com Petz mas com todo setor de e-commerce.
- **Direcionadores:** (i) crescimento dos lucros, levando a uma compressão de múltiplos e expansão de ROIC muito mais rápidas do que a maioria dos varejistas no nosso universo de cobertura; (ii) comércio eletrônico representando mais da venda total da empresa, configurando-se como o canal de maior contribuição para o crescimento da empresa; e (iii) consolidação de um mercado altamente fragmentado, dividido entre megastores (como Petz, Cobasi e redes regionais menores) com somente 8% de participação de mercado.
- **Riscos:** (i) choque direto com a Cobasi, afetando a base de lojas atual e a expansão futura; (ii) maior competição do comércio eletrônico; (iii) erros na estratégia de precificação; e (iv) erros na definição das localizações das lojas podendo impactar no sucesso dos negócios.

## Qualicorp (QUAL3)

- Reiteramos a Qualicorp como uma das principais recomendações do setor de saúde, com base em: (i) avaliação (~13x P/L para 2021); (ii) resiliência nos resultados; e (iii) melhores fundamentos de crescimento com as mudanças do time de administração. Salientamos a ausência de exposição de custos à epidemia do coronavírus e a base de clientes relativamente defensiva (profissionais relacionados à saúde, direito, engenharia e servidores públicos são responsáveis por ~2/3, com médicos e servidores sendo quase metade disso).
- Os resultados da QUAL no 1T21 foram fracos, ficando abaixo de nossa expectativa. O EBITDA e o lucro líquido (ajustados para despesas não recorrentes) ficaram 7% e 13% abaixo de nossas estimativas, ou 0% e + 14% aa. As adições líquidas foram mais negativas do que o esperado, -50k no aumento do *churn* após um aumento de preço de 23%, enquanto o tiquete de afinidade diminuiu sequencialmente em rebaixamentos e mix de novas vendas. Do lado positivo, as vendas se recuperaram para 100 mil vidas (+15% aa), e a empresa está confiante de que pode entregar 120-135 mil para alcançar adições líquidas positivas até o final do ano. A margem EBITDA ajustada caiu 6 pp aa para 45,6% se excluirmos outros resultados operacionais, principalmente devido às despesas com vendas. A empresa espera manter a margem em torno deste nível no futuro (abaixo de nossos 50%). Apesar dos resultados fracos, reiteramos nossa compra na avaliação e maturação de iniciativas, incluindo novas como *Escale*, para aumentar as adições líquidas.
- Apesar dos resultados negativos da QUAL no 1T21, mantemos nossa recomendação de "Compra" para as ações da empresa em função de: (i) avaliação atraente (13,2x P/L 2021E); (ii) retomada esperada do crescimento da receita no portfólio de afinidade ampliado; (iii) desenvolvimento de negócios de PMEs e (iv) perspectiva macro.
- Conversamos em maio com Elton Carlucci (vice-presidente Comercial, Inovação e Novos Negócios) e investidores. No geral, a empresa está confiante de que pode entregar adições líquidas positivas organicamente em 2021, apesar do custo atípico de dois reajustes de preços neste ano, devido a um novo nível mais alto de vendas. A administração vê a aquisição da *Escale* como mais uma vantagem (principalmente para 2022). Por outro lado, os custos de aquisição do cliente (CAC) aumentaram significativamente (o que esperamos pressionar as margens em 2021 e 2022), em parte para fazer frente à concorrência. Observamos, entretanto, que: (i) ~ 33% do CAC é financiado por taxas de agência (vs. ~70% em 2019) e o LTV/CAC ainda é atraente 3,3-4,0x; e (ii) a maior parte do impacto negativo do CAC em 2021 deve ser compensado por outros ganhos, de acordo com a empresa.
- Recentemente, a Qualicorp anunciou a aquisição de uma participação minoritária na *Escale Health* e um acordo comercial exclusivo para melhorar as vendas e reduzir o *churn*, ao mesmo tempo que diminuiu os custos de aquisição. Nossa visão inicial é que o movimento é positivo, dado o potencial de aumento de receita em uma empresa que gera tanto caixa como a Qualicorp e tem um forte portfólio de produtos para alavancar.
- **Direcionadores:** (i) crescimento por meio de migrações e aquisições de portfólio, uma vez que existem 4,7 milhões de vidas no mercado de grupos de afinidade (a maioria sem administrador do benefício) - as 30 principais operadoras de afinidade têm 2,9 milhões de vidas, o que implica um *market share* de 40% para a Qualicorp; (ii) redução da sinistralidade no setor (e seu impacto na inflação médica); e (iii) retomada econômica mais rápida que o antecipado.
- **Riscos:** (i) capacidade de manutenção dos contratos de adesão com seus beneficiários; (ii) aumento nos níveis de inadimplência no pagamento das mensalidades dos planos; (iii) dependência de forma relevante de poucas operadoras para a prestação de seus serviços; (iv) eventuais alterações no sistema regulatório; e (v) falha nas estimativas e controle de custos em parceiros, com repasses aos clientes da Qualicorp.

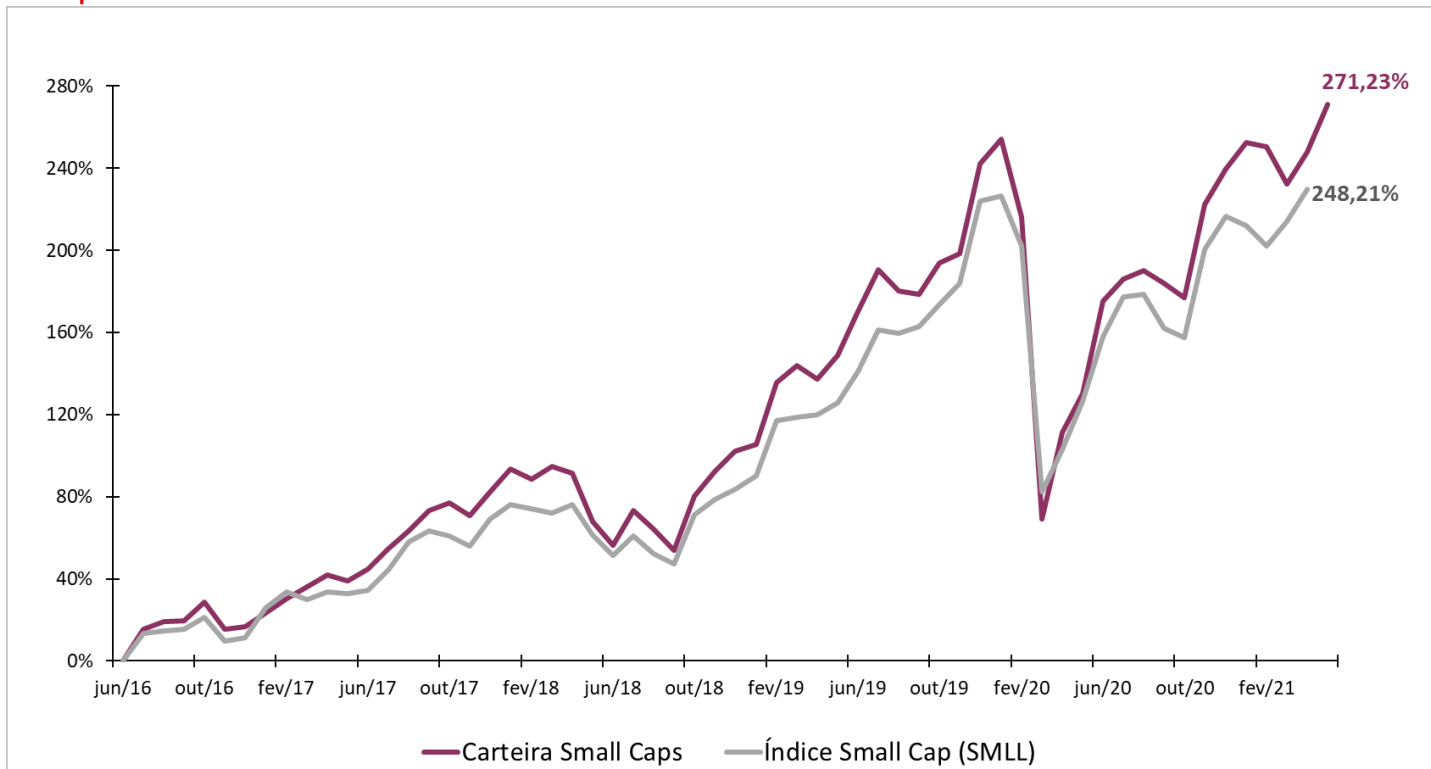
## Sequoia (SEQL3)

- A Sequoia é uma empresa 3PL (do inglês *Third Party Logistics*, ou seja, de logística de terceiros) especializada em Logística e Distribuição, tendo iniciado suas atividades em 2010. Naquela época, o foco da empresa era o atendimento às necessidades logísticas de varejistas de comércio eletrônico, mas hoje a companhia atua em diversas outras frentes, como serviços especializados de armazenagem, manuseio, *picking*, *packing*, expedição, distribuição *door to door*, *courier* e lotação. Para realizar suas entregas (que inclui *first and last miles*, ou rotas de curta e longa distância), a empresa possui uma diversificação de modais (rodoviário, ferroviário, aéreo, aquaviário e dutoviário) e busca maior eficiência através de aplicativos móveis (vemos um potencial positivo no lançamento da SFx, uma plataforma para reduzir os prazos de entrega, desenvolvida dentro do ecossistema de inovação e tecnologia da companhia).
- Nosso preço-alvo é de R\$ 37,00 implica um potencial de alta de ~63%. Além disso, projetamos um CAGR da receita de 20% para os próximos cinco anos (de forma orgânica, ou +36% no total), apoiado por: (i) alto potencial de crescimento do comércio eletrônico; (ii) espaço para ganhar participação no fragmentado setor de logística do Brasil; (iii) espaço para conquistar clientes que pretendem terceirizar sua logística em B2B; e (iv) oportunidades de M&As (especialmente em entrega expressa) e *cross-selling*.
- O *business* da Sequoia tem um crescimento bastante atrelado à expansão do comércio eletrônico e, apesar de o Brasil ter nível de penetração do *e-commerce* significativamente menor em relação aos países desenvolvidos, temos uma visão positiva a longo prazo. Nossos analistas

setoriais estimam que a indústria de comércio eletrônico no Brasil terá um CAGR de vendas de 5 anos de ~19% (2021-25E). Acreditamos que a Sequoia pode crescer mais rápido do que o mercado devido à sua diversificação geográfica e à limitada expansão da capacidade dos Correios (serviço postal do Brasil) graças a falta de investimento governamental.

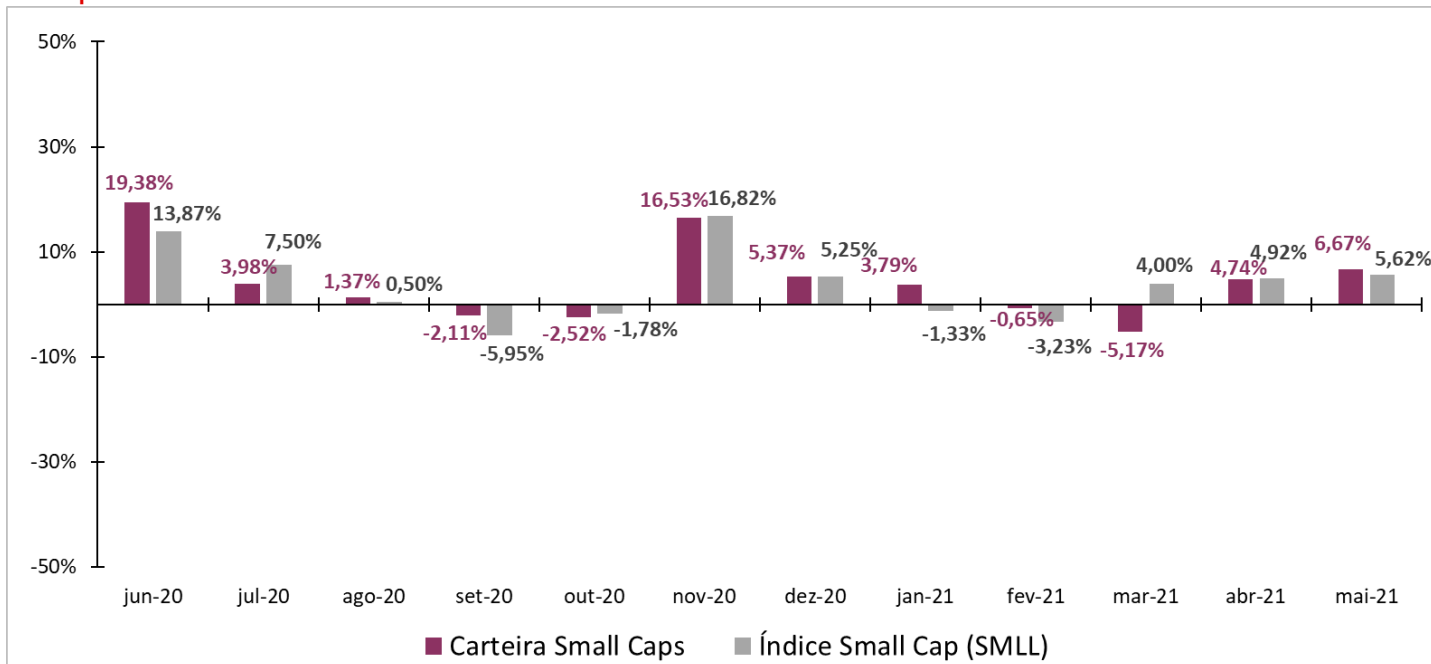
- Vemos a SEQL3 sendo negociada a múltiplo Preço/Lucro de 32,6x e 19,5x para 2021E e 2022E, respectivamente, acima dos pares de logística do Brasil, mas com maior potencial de crescimento, resultando em um índice PEG atraente. Em comparação com outros pares globais, acreditamos que o *valuation* da Sequoia é mais atraente quando consideramos as perspectivas de crescimento (índice PEG 2021E de 0,6x vs. 3,1x da UPS e 1,8x da XPO, para citar alguns pares).
- A Sequoia registrou forte crescimento da receita bruta de 101% aa no 1T21, enquanto a margem EBITDA cresceu 190 bps, abaixo de nossa estimativa, pois subestimamos o efeito da sazonalidade para o primeiro trimestre. Gostamos de ver os planos da empresa em automação e série de M&A. A expansão de 101% aa na receita bruta foi explicada principalmente pelo crescimento de 165% nas receitas de B2C, enquanto outros segmentos tiveram um crescimento de 45-50%. Excluindo as fusões e aquisições, a receita cresceu 37%, a maior parte explicada pelas vendas dos mesmos clientes. Destacamos também expansão de sua presença geográfica em 405 cidades, totalizando ~3.700 cidades. O SFx da Sequoia (serviço de envio de qualquer lugar) atingiu 53 clientes e 140 mil entregas em março de 2021 (em comparação com 52 mil em novembro de 2020).
- Aquisição da Plimor Logística: A Sequoia anunciou a assinatura do acordo para adquirir a Plimor (ainda sujeito à Aprovação Antitruste do Brasil), empresa de entrega expressa que oferece serviços para B2C (entrega de carga leve para *e-commerce*) e B2B (entrega expressa em menor quantidade de caminhões) no sul região do Brasil. Plimor atingiu R\$ 250 milhões em receita bruta em 2020 (21% da receita em 2020). A empresa ainda não divulgou o valor da transação ou os números da margem EBITDA, mas mencionou que divulgará mais informações após o fechamento.
- **Direcionadores:** (i) forte potencial de crescimento orgânico (CAGR de receita líquida de 20% para os próximos 5 anos), principalmente suportado pelo crescimento do comércio eletrônico e pelo lançamento de novos serviços; (ii) amplas oportunidades de M&A no setor de entrega expressa, combinadas com o histórico comprovado da administração de integração de aquisições; (iii) *valuation* decente levando em consideração o crescimento dos lucros; (iv) espaço para revisão de resultados (nosso EBITDA de 2021-22E está 27% acima do consenso); e (v) vantagem competitiva com base em um modelo de negócios habilitado para tecnologia e *asset-light*, com maior alcance geográfico em comparação com outros competidores.
- **Riscos:** (i) novas estratégias da concorrência; (ii) desenvolvimento de operações logísticas internas pelas próprias varejistas de comércio eletrônico; (iii) execução limitada de M&As e (iv) necessidade de ofertas secundárias para novas aquisições.

## Desempenho Acumulado



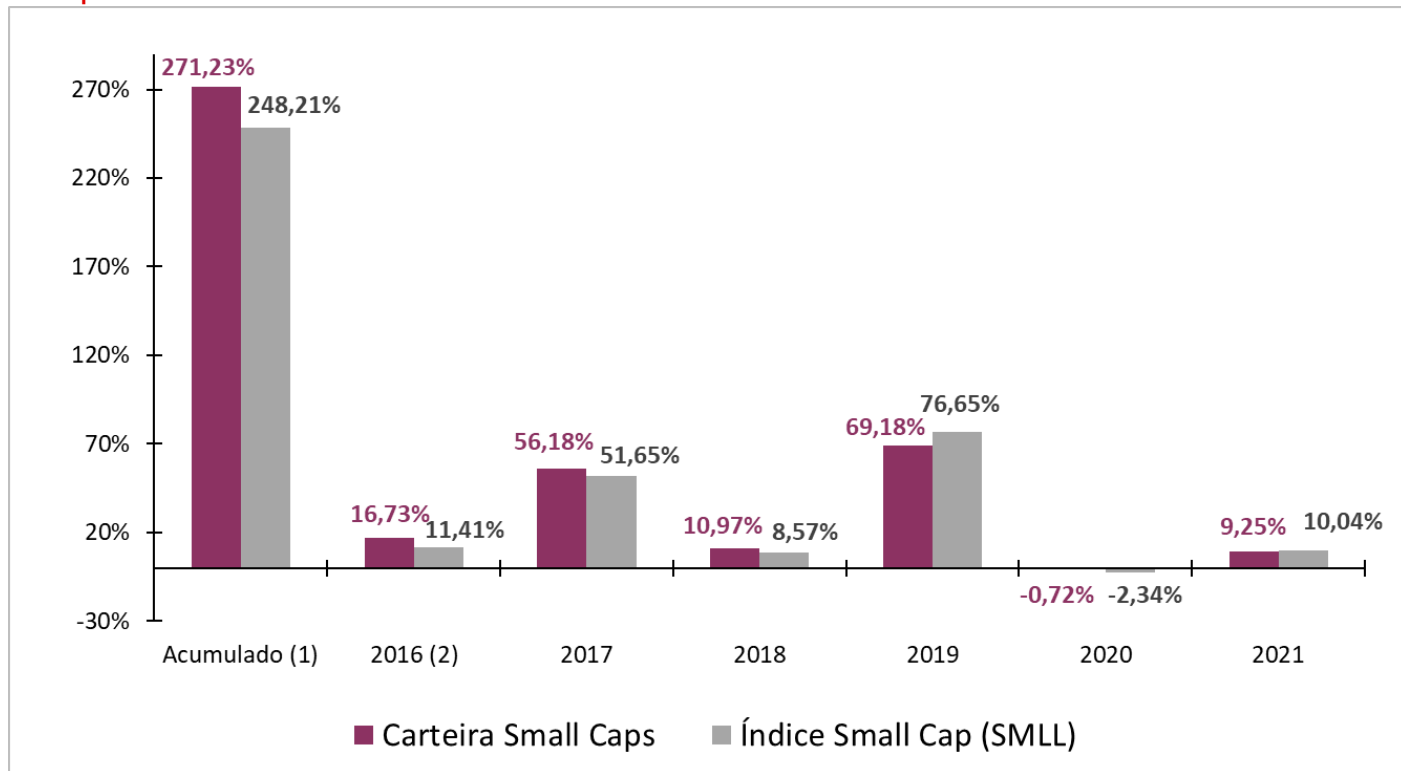
Performance acumulada desde o lançamento da Carteira Small Caps de 01/07/16 até 31/05/2021. Durante o período de 01/07/2016 até 01/06/2018 a rentabilidade da Carteira e seu respectivo benchmark eram calculados através do preço médio das ações do dia de inclusão e exclusão da Carteira. A partir de 01/06/2018 a rentabilidade da Carteira e do seu respectivo benchmark serão calculados através do preço médio das ações do primeiro dia útil após a publicação do relatório, e não pelo preço de fechamento do dia anterior. Fonte: Santander.

## Desempenho Mensal



Fonte: Santander

## Desempenho Anual



(1) Performance acumulada desde o lançamento da Carteira Small Caps de 01/07/16 até 31/05/2021. (2) Performance acumulada desde o lançamento da Carteira Small Caps de 01/07/16 até 29/12/2016.  
Fonte: Santander



# Glossário

- **Benchmark:** índice que serve como parâmetro para comparar/avaliar um investimento. Exemplos: CDI, índice Ibovespa.
- **Beta:** Medida de sensibilidade dos retornos diários da Carteira à variação do *benchmark* (no caso da Carteira Small Caps, o índice Small Caps).
- **Capex (Capital Expenditure):** somatória de todos os custos relacionados à aquisição de ativos, equipamentos e instalações que visam a melhoria de um produto, serviço ou da empresa em si. São contabilizados investimentos que irão gerar algum valor futuro à companhia.
- **Dívida Líquida:** Corresponde à dívida bruta menos o caixa e equivalentes de caixa da companhia. Normalmente é associada à algum índice de alavancagem como, por exemplo, Dívida Líquida / EBITDA.
- **Dividend Yield:** apresentado em termos percentuais, calculado a partir dos dividendos esperados por ação, dividido pelo preço atual da ação. Geralmente apresentado em base anual.
- **EBITDA:** é a sigla em inglês para *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, que traduzido significa Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (LAJIDA).
- **EV/EBITDA:** o índice representa o valor da companhia (*Enterprise Value* = valor de mercado + dívida líquida) dividido pelo EBITDA. Quanto maior o EV/EBITDA, mais valorizada a companhia em tese estará, ou seja, mais “cara”.
- **Fluxo de Caixa Livre para o Acionista:** métrica do valor que pode ser distribuído aos acionistas da empresa como dividendos ou recompras de ações - depois que todas as despesas, investimentos, pagamentos de dívida e ajustes de capital de giro são atendidos.
- **Follow-on:** processo no qual uma empresa que já tem capital aberto volta ao mercado para ofertar mais ações. O *follow-on* pode ser primário (oferta de novas ações) ou secundário (venda de ações existentes).
- **Guidance:** é a informação anunciada pela empresa como indicativo ou estimativa de desempenho futuro. O *guidance* pode ser sobre receita, despesas, lucro, entre outros.
- **Preço-alvo:** É calculado através da metodologia do fluxo de caixa descontado e é utilizado para definir o potencial de valorização, ou desvalorização, da ação. Em outras palavras, serve para definir se uma ação está cara ou barata. Geralmente o preço-alvo indica uma previsão do preço da ação feito pelo analista setorial para o fim do ano corrente.
- **Preço/Lucro:** o Índice P/L é calculado utilizando o preço da ação dividido pela sua expectativa de lucro por ação para um determinado período ou ano. Quanto maior o P/L, mais valorizada a companhia em tese estará, ou seja, mais “cara”.
- **P/VPA:** Múltiplo que indica quanto os acionistas aceitam pagar, no momento, pelo patrimônio líquido da companhia. É obtido através da divisão entre o preço da ação e o seu Valor Patrimonial por Ação (VPA).
- **ROE/ROAE:** ROE é a sigla para o termo em inglês *Return on Equity*, que significa Retorno sobre o Patrimônio Líquido. É calculado pela divisão entre o lucro líquido de uma empresa e seu patrimônio líquido. Já o ROAE é calculado com a média do patrimônio líquido de um determinado período - métrica comumente utilizada por instituições financeiras.
- **ROIC:** Indicador que diz respeito ao retorno sobre o capital total investido, ou seja, o capital próprio da empresa somado ao capital de terceiros (empréstimos, financiamentos e debêntures). Para seu cálculo, divide-se o valor do lucro operacional líquido após os impostos pelo capital total investido da empresa (capital próprio + capital de terceiros).
- **Valuation:** processo de estimativa do valor de um negócio, usando modelos quantitativos para analisar sua situação financeira e perspectivas de crescimento.

## CONSULTAS, INFORMAÇÕES E TRANSAÇÕES



APLICATIVO  
SANTANDER  
CORRETORA



APLICATIVO  
SANTANDER



SANTANDER  
CORRETORA  
.COM.BR

**Central de Atendimento:** Capitais e regiões metropolitanas: **4004 3535**; Demais Localidades: **0800 702 3535**; e para pessoas com deficiência auditiva e de fala: **0800 723 5007** (das 9 às 18:30h, de segunda a sexta-feira, exceto feriados). **SAC:** Reclamações, cancelamentos e informações: **0800 762 7777**; para pessoas com deficiência auditiva ou de fala: **0800 771 0401**; No exterior, ligue a cobrar para: **+55 11 3012 3336** (atendimento 24h por dia, todos os dias). **Ouvidoria:** Se não ficar satisfeito com a solução apresentada: **0800 726 0322**; para pessoas com deficiência auditiva ou de fala: **0800 771 0301** (disponível das 8h às 20h, de segunda a sexta-feira exceto feriados).

O presente relatório foi preparado pela Santander Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S/A. e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários). Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão, veracidade das informações aqui contidas. Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos.

As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equívocas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem. Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem nossa opinião na data de sua emissão e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório.

O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Instrução CVM 598, de 3 de maio de 2018 ("Instrução CVM 598").

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

A fim de atender à exigência regulatória prevista na Instrução CVM 598, segue declaração do analista:

Eu, Fernando Antonio Hadba, analista de valores mobiliários credenciado nos termos da Instrução CVM 598, de 3 de maio de 2018, subscritor e responsável por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander, em relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaro que as recomendações refletem única e exclusivamente a minha opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estou vinculado, nos termos da Instrução CVM 598. Adicionalmente, declaro o que segue:

- Têm interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.
- Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.
- Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) objeto do presente relatório de análise.
- Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.
- Prestaram, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander.

Este relatório foi preparado pelo analista responsável do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso.

Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro.

Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.

