

# \$\$\$ Carteira Small Caps

## 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 (Algo+) 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. 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.



Escaneie o QR Code ou [clique aqui](#) para assistir aos vídeos sobre as Carteiras Algo+



### ACOMPANHAMENTO DA CARTEIRA

#### RENTABILIDADES

Período	Carteira	SMLL
Abril	-7,85%	-7,83%
2022	+2,90%	+2,13%
12 meses	-11,02%	-19,29%
24 meses	+46,67%	+31,18%
Desde o Início	+170,54%	+138,06%

#### DESTAQUE DE ABRIL

BEEF3	+7,16%
-------	--------

#### ESTATÍSTICAS

Início da Carteira	01/07/2016
Meses com performance superior ao Benchmark (SMLL)	35 de 70 (50%)

#### CLASSIFICAÇÃO DE RISCO<sup>1</sup>

Beta	0,89
------	------

<sup>1</sup>Algumas empresas ainda não têm 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 MAIO

Empresa	Setor	Código	Percentual Recomendado	Preço <sup>1</sup>	Preço-Alvo 2022	Div. Yield Estimado 2022
Arezzo&Co	Varejo	ARZZ3	12%	R\$ 90,87	R\$ 111,00	1,46%
Auren Energia	Energia & Saneamento	AURE3	10%	R\$ 15,15	Em Revisão	8,18%
Embraer	Transportes	EMBR3	5%	R\$ 14,36	R\$ 39,00	0,00%
Iguatemi	Shopping Centers	IGTI11	10%	R\$ 21,84	R\$ 28,00	2,24%
Intelbras	Telecomunicações	INTB3	13%	R\$ 29,01	R\$ 42,00	0,00%
Jalles Machado	Agronegócio	JALL3	13%	R\$ 10,12	R\$ 16,00	4,21%
Minerva	Alimentos & Bebidas	BEEF3	12%	R\$ 13,39	R\$ 17,00	3,70%
Pague Menos	Varejo	PGMN3	10%	R\$ 8,26	R\$ 14,00	0,00%
Petz	Varejo	PETZ3	10%	R\$ 15,73	R\$ 28,00	0,28%
Yduqs	Educação	YDUQ3	5%	R\$ 16,54	R\$ 31,00	1,85%

(1) Preço médio do dia 29/04/2022. 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. ND = não disponível.



### EXCLUSÃO

#### Ânima Educação (ANIM3)

- Apesar de ainda vermos a Ânima Educação com bons fundamentos e boas perspectivas futuras, inclusive com uma recomendação de "Compra" e preço-alvo de R\$ 12,00 (2022E), acreditamos que um ambiente macroeconômico mais desafiador poderá continuar pressionando as empresas do setor de educação, limitando uma recuperação no curto e médio prazo. Sendo assim, optamos por reduzir a exposição da Carteira ao segmento de educação e acreditamos que a ação entrante do portfólio (Embraer), oferece uma melhor assimetria de preços.

### INCLUSÃO

#### Embraer (EMBR3)

- A Embraer S.A. é uma das maiores fabricantes de aeronaves do mundo e se concentra em segmentos de mercado com alto potencial de crescimento, como aviação comercial, defesa e executiva. A Embraer cria valor nesses mercados desenvolvendo plataformas de aeronaves que empregam novas tecnologias e que permitem competir com sucesso em preço, qualidade e custos operacionais.
- Nossa expectativa para 2022 é de que a Embraer registre uma expansão de receita e EBIT de 29% a/a e 28% a/a, respectivamente. O destaque deverá ser a divisão executiva, onde vemos a empresa entregando 100 jatos executivos com uma sólida margem EBIT de 8,0%. Para o segmento comercial, esperamos uma recuperação mais gradual com 71 entregas de aeronaves (ainda abaixo dos níveis pré-pandemia) e uma margem EBIT estável.
- No 1T22, a empresa reportou uma melhora sequencial da carteira de pedidos, avançando para US\$ 17,3 bilhões, reflexo dos esforços recentes na frente comercial para assinatura novos pedidos. Apesar das entregas da Embraer terem ficado um pouco abaixo das nossas expectativas (explicadas pela maior sazonalidade em relação aos anos anteriores, uma vez que a demanda de tráfego aéreo está se recuperando gradualmente e a escassez da cadeia de suprimentos está afetando a produção), esperamos uma melhora dos números ao longo do ano, levando a uma sazonalidade acima da média no 2S22.
- Em termos de *valuation*, vemos as ações da Embraer negociando a um EV/EBITDA de 12,0x (2022E), acima da média histórica de 12 meses à frente de 7,6x em 10 anos, mas explicada pela recuperação do crescimento dos lucros e pela significativa criação de valor potencial de outros negócios alternativos. Nosso preço-alvo de R\$ 39,00 para o fim de 2022 implica em um potencial de alta de 170% em relação aos preços atuais.
- **Direcionadores:** (i) recuperação da demanda por aeronaves; (ii) retomada do tráfego aéreo; e (iii) destravamento de valor via outros negócios alternativos.
- **Riscos:** (i) aumento da concorrência com OEMs (fabricantes de equipamentos) maiores; (ii) crescimento do PIB global abaixo do esperado; (iii) apreciação do real; (iv) atrasos nas entregas do E-Jets E2; (v) uma desaceleração ou atraso nas entregas programadas de aviões; (vi) redução de encomendas governamentais brasileiras e estrangeiras no segmento de defesa; (vii) mudanças significativas no tráfego aéreo global; e (viii) interrupções nas operações.



## 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 dez marcas – Arezzo, Schutz, Anacapri, Alexandre Birman, Fiever, Alme, Vans® e, mais recentemente, Reserva, TROC e BAW também se uniram ao portfólio – 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 Reserva e BAW em busca de novas marcas: calçados, para os públicos A e B, jogando com seus pontos fortes e *know-how*.
- Na operação dos EUA, o reposicionamento da Schutz tem sido bem-sucedido, com a empresa agora mais focada em renovar sua marca Alexandre Birman, ao mesmo tempo que lança a Arezzo e a Anacapri (ambos ainda operando apenas online).
- 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 10 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 favoráveis para o comércio eletrônico da Arezzo.
- A Arezzo encerrou o ano de 2021 com números fortes, conforme o esperado, atingindo pela primeira vez o patamar de R\$ 1 bilhão em vendas trimestrais, além de níveis saudáveis de lucratividade. Todas as marcas registraram um crescimento robusto de vendas no 4T21, apesar da base de comparação difícil, com as marcas orgânicas no Brasil (que excluem Reserva/Vans/BAW) crescendo 28% a.a. (+40% vs. 4T19). O EBITDA ajustado ficou em linha com a nossa projeção, enquanto a compressão de margem de ~200 bps a.a. foi resultado em grande parte da crescente participação da Reserva (que devido ao *mix* de canais contribuiu com margens menores) dentro da empresa e não deve ser vista como um ponto negativo, em nossa opinião. Além disso, notamos que o bom momento das operações nos EUA persiste, com contribuição positiva para o EBITDA.
- Recentemente, nossos analistas elevaram o preço-alvo de Arezzo de R\$ 100,00 para agora R\$ 111,00 (2022E), à luz do forte *momentum* de lucros. As estimativas de receita para 2022-24 também foram elevadas em uma média de ~19%, atingindo um CAGR de lucros entre 2022-25E de 23%. Notamos que após seu *follow-on*, a Arezzo está bem-posicionada para continuar investindo em iniciativas orgânicas e inorgânicas. Em termos de *valuation*, destacamos que ARZZ3 está negociando a um P/L (2022E) de 25x, o que pode não ser considerado barato, mas ainda oferece aos investidores uma TIR decente de três anos de ~19%, assumindo um P/L de saída de 22x, além de nosso CAGR de LPA de ~23%. No acumulado do ano, as ações da Arezzo têm mostrado um dos melhores desempenhos, seja comparado com os pares de varejo ou com o próprio Ibovespa — os pares de varejo caíram em média ~9%; IBOV subiu ~5% vs. ARZZ3, que subiu ~17%.
- **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.

### Auren Energia (AURE3)

- A Auren Energia é uma das maiores plataformas de energia renovável e comercialização de energia do Brasil. A empresa é fruto da união dos ativos da Votorantim Energia e da Canada Pension Plan Investment Board (CPP Investments), após a aquisição da Cesp pelas duas empresas. A Cesp, por sua vez, possui uma capacidade instalada total de 1.627 MW (base hídrica) e 947,6 MW de capacidade firme.
- No dia 23 de março, a Cesp comunicou ao mercado o novo nome da companhia, Auren Energia (*ticker* AURE3), resultado do processo de reorganização societária iniciado em outubro de 2021, que visa a criação de uma plataforma líder em energia renovável no Brasil. A partir do dia 28/03, a Cesp passou a ser negociada através das ações da Auren Energia e os seus acionistas receberam 1,5441 ação ON da Auren e 0,0224 ação PN para cada ação da CESP. Com relação às ações PN, vale mencionar que elas serão imediatamente resgatadas em dinheiro, seguindo a proporção de R\$ 17,8295 para cada ação PN.
- Nossa visão sobre a união dos ativos da CESP é positiva, dado que ela permite a criação da plataforma de energia renovável mais completa listada no Brasil. Acreditamos que a entidade resultante terá uma ótima combinação de parques eólicos, ativos hidrelétricos e um segmento de comercialização de energia solidificado, dando-lhes uma vantagem na assinatura de novos contratos no mercado livre. Além disso, destacamos que a oferta garante financiamento para a maior parte do *capex* necessário para um *pipeline* de projetos solares que devem entrar em operação nos próximos anos, limitando os riscos de aumento de capital futuro.

- **Direcionadores:** (i) melhor plataforma de energia renovável, pois a reestruturação societária cria um portfólio completo (renováveis + trading + hidrelétrica); (ii) forte geração de caixa; (iii) administração experiente e bem avaliada pelos investidores.
- **Riscos:** (i) indenização a ser recebida pelos ativos da CESP abaixo do esperado; (ii) provisões fora do balanço; (iii) preços de longo prazo de energia abaixo do esperado; (iv) déficit hídrico acima do esperado; e (v) pagamento excessivo em novas oportunidades de M&A.

## Iguatemi (IGTI11)

- A Iguatemi detém a participação e administra *shopping centers* localizados em todo o Brasil e expostos a uma ampla gama de segmentos de renda. A Companhia detém participação em 20 *shoppings* em operação, prestando também serviços de planejamento, administração e comercialização, totalizando 709.108 m<sup>2</sup> de ABL total (3T21).
- Recentemente nossos analistas elevaram o preço-alvo de Iguatemi de R\$ 27,00 para R\$ 28,00, após incorporarem resultados mais fortes do que o esperado no 4T21 e melhor visibilidade proporcionada pelo Iguatemi 365 e I-Retail em nosso modelo. Nossa visão positiva sobre a Iguatemi é apoiada por: (i) forte *momentum* de lucros, uma vez que as taxas de ocupação e remoção de descontos de aluguel continuam a evoluir em um ritmo mais rápido do que o previsto; (ii) resiliência de vendas durante períodos de ambiente macroeconômico fraco, devido à alta exposição à classe de renda A/A+; e (iii) *valuation* atraente em relação às médias históricas. As ações da Iguatemi estão sendo negociadas atualmente a 2022E P/AFFO de 15,2x, o que se compara favoravelmente à média (desde o IPO) de seu P/AFFO de 12 meses de 16,6x. Além disso, segundo nossos cálculos, as ações da Iguatemi estão atualmente perpetuando (i) o aluguel por m<sup>2</sup> de 2019 e (ii) taxas de ocupação e custos associados ao nível do 3T21, o que nos parece exagerado e revela o quão descontadas as ações estão.
- Os resultados da Iguatemi no 4T21 ficaram em linha com nossas estimativas, ao mesmo tempo que demonstraram melhorias nas receitas de aluguel e nas principais métricas operacionais. No geral, o “tripé de *shopping*” da Iguatemi continua melhorando, refletindo: (i) inadimplência de apenas 1,4% no trimestre, vs. média histórica de 1,8%; (ii) métrica de Aluguel Mesmas Lojas (SSR) de 28,0% vs. 4T19; e (iii) contínua recuperação das taxas de ocupação, que atingiu 92,0% no 4T21 (aumento de 1,3 p.p. no trimestre). As perspectivas futuras também parecem encorajadoras, pois a Iguatemi continua removendo os descontos relacionados ao IGP-M, o que levou a um crescimento do SSR de 47,0% durante janeiro e fevereiro de 2022 em relação aos níveis de 2019. As taxas de ocupação também se recuperaram, atingindo 92,7% em fevereiro de 2022.
- **Direcionadores:** (i) *valuation* atraente; (ii) recuperação econômica melhor do que o esperado; e (iii) adaptação dos *shoppings* às novas realidades omnicanal.
- **Riscos:** (i) Custos de Aquisição de Clientes acima do esperado para o Iguatemi 365; (ii) taxa Selic acima do esperado – 86% da dívida da IGTI está vinculada ao CDI; e (iii) recrudescimento do *status* da pandemia e a imposição de novos *lockdowns*.

## Intelbras (INTB3)

- A 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 da 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 o 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.
- Recentemente, nossos analistas retomaram a cobertura de Intelbras com uma recomendação de “Compra” e preço-alvo de R\$ 42,00 (2022E), implicando em um potencial de alta de 46% em relação aos níveis atuais de preço. Apesar da menor projeção de crescimento do PIB brasileiro em 2022, não esperamos que a Intelbras tenha uma desaceleração, registrando um crescimento de receita de +61% A/A (aumento de ~32% organicamente). A exposição ao crescente segmento de energia solar deve ser o principal tema de discussão no curto prazo. Embora o nosso cenário base incorpore o *guidance* de receita da Intelbras em ~R\$ 2 bilhões de energia solar, uma execução hábil pode levar a um risco considerável de alta. No nosso cenário mais otimista, acreditamos que a receita de energia solar pode chegar a ~R\$ 3,4 bilhões (~70% de aumento em relação ao *guidance*). Ao nosso ver, o principal desafio deve ser expandir o número de revendedores e treiná-los para atender a demanda do mercado.
- **Direcionadores:** (i) o seu forte *momentum* operacional de curto prazo, impulsionado principalmente pelo segmento de energia solar, o qual é esperado vivenciar um dos seus melhores anos; (ii) uma perspectiva promissora de médio a longo prazo para todos os segmentos de negócios, apoiada por fatores-chave como 5G/IoT; (iii) o seu *hedge* contra a inflação, mediante reajustes mensais de preços; (iv) retornos acima da média, com um ROIC de 33% e um ROE de 23% em 2022; (v) o seu *valuation* atraente; e (vi) um histórico sólido. Combinados, esses fatores devem ajudar a Intelbras a manter o seu alto desempenho, apesar da INTB3 já ter se valorizado 46% desde o seu IPO.

- **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, montá-los aqui e vendê-los posteriormente. A diferença de câmbio entre compra e venda pode afetar a lucratividade do negócio; (iii) escassez de componentes para a montagem dos produtos; e (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)

- Recentemente, nossos analistas elevaram o preço-alvo de Jalles para R\$ 16,00 (vs. R\$ 13,00) para o fim de 2022, após incorporarem uma melhor perspectiva para a safra de 2022/23 e preços de açúcar e etanol mais altos por mais tempo. 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, usinas em estado da arte que dão maior flexibilidade entre açúcar e etanol, e baixo custo caixa de produção de cerca de US\$7,0 por libra peso, quando a média brasileira é de US\$13,0. Além disso, vemos as ações negociando em um EV/EBIT 2022E atraente de 4,2x, o que implica um desconto de aprox. 48% para os pares.
- Esperamos que o EBITDA da companhia cresça em níveis sólidos nos próximos 3 anos, o que, combinado com a baixa alavancagem e um desconto em relação a São Martinho e Adecoagro, nos faz ficar mais positivos com a Jalles.
- A Jalles reportou fortes resultados em seu ano fiscal encerrado no 3T22, com EBITDA dos últimos 12 meses 13% acima da nossa estimativa e crescendo 62% a/a devido a: (i) preços mais altos de etanol e açúcar e (ii) forte diluição de custos. Destacamos que (i) a produtividade (britagem, TCH e ATR) atingiu o *guidance* para esta safra; (ii) suas posições de açúcar bem protegidas para o fim de 2023 e de 2024 (87% e 91% já contam com *hedge*, respectivamente); e (iii) a alavancagem permaneceu baixa em 0,2x dívida líquida/EBITDA, com R\$ 0,9 bilhão em caixa (não incluindo a debênture emitida em janeiro de 2022 de R\$ 0,5 bilhão) apoiando a busca contínua da empresa pelo crescimento inorgânico.
- **Direcionadores:** (i) expansão da produção da usina Jalles Machado em 1 mt e aumento de cogeração; (ii) aquisições de novas usinas no mercado; (iii) mercado internacional de açúcar ainda com déficit no ano fiscal de 2022; e (iv) empresa bem posicionada para adversidades climáticas, uma vez que há irrigação em todas as plantações da empresa.
- **Riscos:** (i) baixa produtividade da matéria prima/safra; (ii) volatilidade de preços de *commodities* e moedas; (iii) condições climáticas desfavoráveis e desastres naturais nas 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.

## Minerva (BEEF3)

- A Minerva Foods é uma empresa brasileira fundada na década de 1920 em Barretos (SP). É uma das maiores empresas de carne bovina do Brasil e possui uma operação diversa na América do Sul. A companhia opera 25 frigoríficos entre o Brasil, Paraguai, Uruguai, Argentina e Colômbia. A Minerva também exporta para mais de 100 países em cinco continentes.
- Recentemente nossos analistas elevaram o preço-alvo da Minerva de R\$ 16,00 para R\$ 17,00 (2022E), mantendo a recomendação de "Compra", inclusive como *Top Pick* do setor de proteínas. A visão positiva da empresa é fundamentada pelo seu histórico, seu momento operacional e pelo seu *valuation* atraente. Vemos a empresa negociando a 4,5x EV/EBITDA (2022E), um desconto de aprox. 10% em relação ao histórico dos últimos 5 anos (5x).
- Acreditamos que o mercado está negligenciando a capacidade da Minerva de reportar margens estáveis e subestimando seu potencial de geração de FCL em 2022. Em nossa opinião, a Minerva deve reportar EBITDA (e margem EBITDA) acima do consenso para 2022, FCL de 16% e *dividend yield* de 8,5% neste ano, devido à recuperação do ciclo da pecuária brasileira, maior consumo interno e demanda contínua da China. Também vemos a plataforma de exportação robusta e diferenciada da Minerva se beneficiando da tendência de crescimento de longo prazo no consumo global de carne bovina.
- Em dezembro, a Administração Geral das Alfândegas da China (GACC, na sigla em inglês) anunciou a retomada das importações de carne bovina do Brasil, suspendendo as restrições relacionadas à doença da vaca louca que foram colocadas em vigor em 4 de setembro. Vemos o anúncio de forma positiva para as margens de exportação de carne bovina em 2022 e esperamos uma reação positiva do mercado a esta notícia, uma vez que a empresa tem a maior exposição relativa à China (~45% da receita vem de exportações para a Ásia).
- **Direcionadores:** (i) tendência de crescimento de longo prazo no consumo global de carne bovina; (ii) recuperação do ciclo da pecuária brasileira e maior consumo interno; (iii) dinâmica de preços favorável; (iv) plataforma de exportação robusta e diferenciada; (v) estratégia de crescimento orgânico na América Latina; (vi) disciplina financeira e nova política de pagamento de dividendos.
- **Riscos:** (i) declínio nas importações de carne bovina da China; (ii) surtos de doenças e acordos comerciais adversos; (iii) atuação com *hedge*, o que pode levar a perdas financeiras; (iv) a desaceleração severa do mercado pode prejudicar a geração de fluxo de caixa devido às altas despesas financeiras; e (v) a *holding* VDO (gerida pela família fundadora da Minerva) tem 5 assentos no Conselho Administrativo (incluindo

o presidente) e pode tomar medidas que não atendam aos interesses dos acionistas minoritários.

## Pague Menos (PGMN3)

- Os varejistas de medicamentos do Brasil estão entre os poucos segmentos que passaram pela pandemia de COVID-19 relativamente ilesos, tendo mostrado um crescimento consistente das vendas, permitindo que os principais participantes da indústria fortaleçam seu posicionamento financeiro, o que acreditamos lhes permitirá consolidar a indústria no período pós-COVID.
- Recentemente, nossos analistas revisaram as estimativas para Pague Menos (PM). O preço-alvo de R\$ 14,00 para o fim de 2022 implica 70% de potencial de alta, apoiando nossa recomendação de "Compra". Vemos a PM como uma opção de melhor risco/retorno para investir na indústria de varejo de medicamentos quando comparado à Raia Drogasil (RD), particularmente dada a diferença - exagerada, em nossa opinião - de *valuation* entre as empresas (P/L 2022E 16x para PM vs. 29x para RD).
- O acordo com a Extrafarma permitiu à PM acelerar sua expansão, com 66% das 405 lojas adquiridas localizadas nas regiões que a empresa tinha como alvo. Estimamos um ritmo de abertura de lojas mais ameno para PM após a aquisição da Extrafarma, prevendo 80 inaugurações brutas de lojas em 2021 (vs. 106 anteriormente), e 108 por ano para o próximo ano (vs. 148 anteriormente). Por outro lado, estamos aumentando nossas estimativas de EBITDA para 2021 e 2022 em 21% e 7%, respectivamente, em grande parte devido à alavancagem operacional decorrente de um crescimento mais rápido de vendas em mesmas lojas (SSS).
- **Direcionadores:** i) M&As e sinergias; ii) ganho de *market share*; e iii) estratégias bem-sucedidas no *e-commerce*.
- **Riscos:** i) execução de M&As; ii) aumento da concorrência; iii) maior efeito de canibalização; iv) mudanças no *mix* de vendas (categorias de margem inferior); v) mudanças nas regulamentações da indústria; e vi) fim dos benefícios fiscais.

## 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 um robusto crescimento médio anual dos lucros de ~48% entre 2020-23. Acreditamos que o atual *valuation* da PETZ3 seja justificado (prêmio de 30% 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.
- Vemos a Petz como a empresa que melhor captará a tendência secular de crescimento do mercado pet e seguirá consolidando o mercado, pois vem desenvolvendo um ecossistema robusto para melhor atender os pets e seus donos por meio da Seres (centro veterinário) e sua plataforma de *e-commerce*. Recentemente, a empresa esteve envolvida em uma sequência bem-sucedida de negócios de M&A, incluindo a tão esperada aquisição da Zee. Dog. A administração acredita que Zee. Dog é uma marca forte com um portfólio de produtos diferenciados, que, por si só, deve mostrar um faturamento de R\$ 220 milhões em 2021.
- Apesar de termos reduzido nosso preço-alvo para o fim de 2022 para R\$ 28,00 (vs. R\$ 34,00 anteriormente), acreditamos que o potencial de valorização de ~77% em relação aos preços atuais justifica a nossa recomendação de "Compra" para PETZ3.
- A Petz reportou números operacionais sólidos no 4T21, conforme o esperado, apesar de uma ligeira queda no EBITDA. O crescimento das vendas permaneceu forte (+32,3% a.a.) apesar da base de comparação difícil, impulsionada por um robusto crescimento de vendas digitais de 57,1% a.a. e sólidos números de vendas em lojas físicas. Neste trimestre, a empresa foi beneficiada com créditos de ICMS relacionados às vendas de comércio eletrônico interestadual que impulsionaram as margens brutas, número que excluimos de nossa análise, mas também ressaltamos que uma pequena parte desse aumento é recorrente e deve fornecer alguns ventos favoráveis nos próximos trimestres.
- **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.

## Yduqs (YDUQ3)

- Fundada em 1970, a Yduqs é um dos maiores *players* de ensino no mercado de educação privada no Brasil, com foco no ensino superior. A empresa tem sua sede no Rio de Janeiro, onde a sua Universidade Estácio de Sá é líder de mercado. Desde 1998, a empresa se expandiu

para outros estados e atualmente possui campi em todas as regiões do Brasil. Em 2009, a empresa passou a oferecer cursos EAD, tendo ampliado sua presença em 2013 com a aquisição da Uniseb.

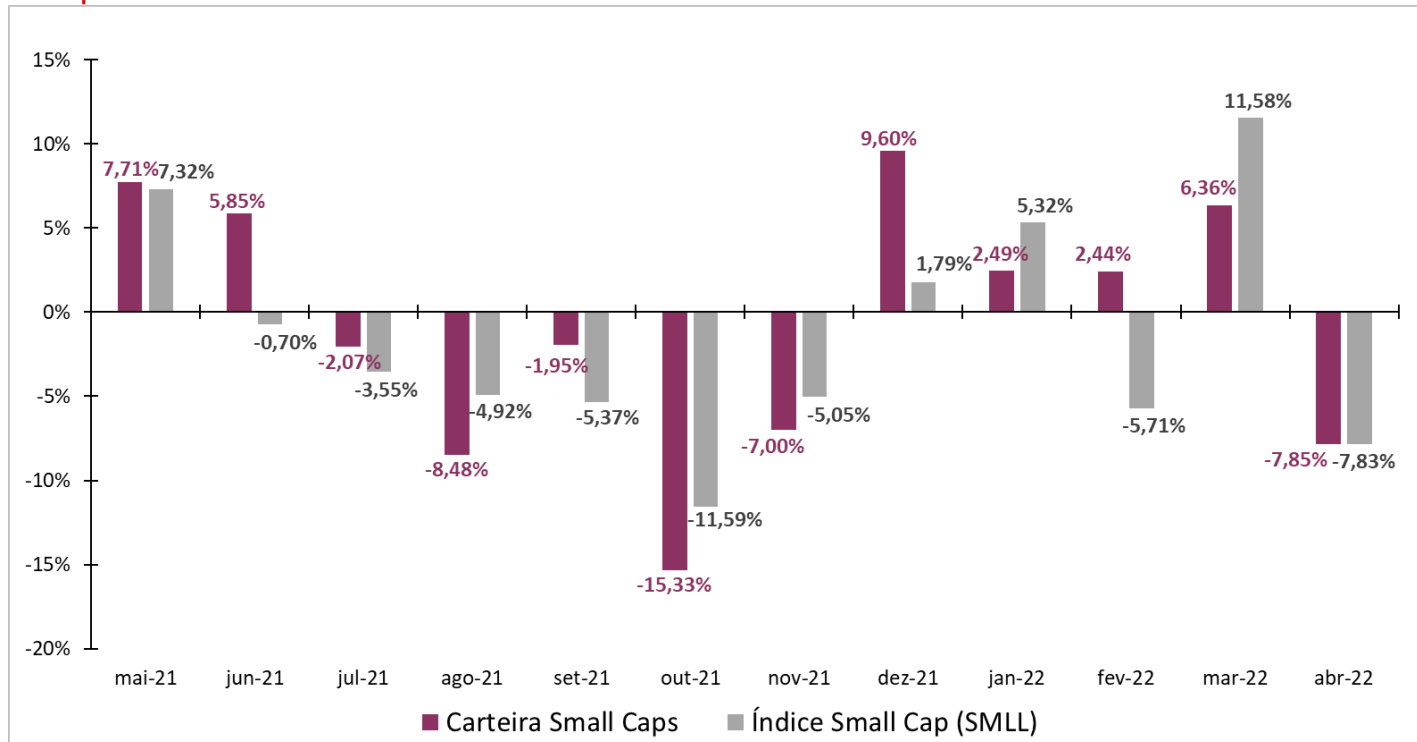
- A Yduqs é a nossa *Top Pick* do setor de Educação. Em nossa opinião, a empresa oferece exposição "*best-in-class*" a (i) um portfólio de ensino presencial resiliente (cursos de Engenharia, Medicina, Direito e Saúde), (ii) exposição a faculdades *premium*, incluindo Ibmec e faculdades de medicina, (iii) uma das melhores plataformas de EAD e (iv) forte balanço patrimonial. Além disso, a recente alocação de capital foi bem executada e colocou a empresa em uma posição mais confortável para realizar M&As ou recompra de ações.
- Nosso preço-alvo de R\$ 31,00 (2022E) implica uma reclassificação para um EV/EBITDA de 8,8x (de 6,6x) em 2022E, além de oferecer um retorno potencial de ~85% em relação aos preços atuais.
- Em relação aos resultados do 4T21, a Yduqs reportou EBITDA ajustado de R\$ 264 milhões, 3% acima das nossas estimativas, com uma participação importante do EAD: 70% do EBITDA total em 2021 (vs. 56% em 2020). Notamos que o segmento digital continua muito forte, com um sólido crescimento da base de alunos de 30% A/A. O segmento *premium*, por sua vez, teve um crescimento de 11% A/A na base de alunos no 4T21.
- **Direcionadores:** (i) melhoria do momento de lucros, (ii) expansão da margem e (iii) anúncio potencial de M&A, não precificado em nosso cenário base. Além disso, a Yduqs é uma das empresas de educação mais baratas dentro de nossa cobertura, o que, em nossa opinião, é difícil de justificar considerando o perfil de crescimento sustentável da empresa, maiores margens e menores riscos de execução.
- **Riscos:** (i) ambiente competitivo, (ii) dependência de melhora do cenário macro; e (iii) riscos de execução.



## Desempenho Acumulado



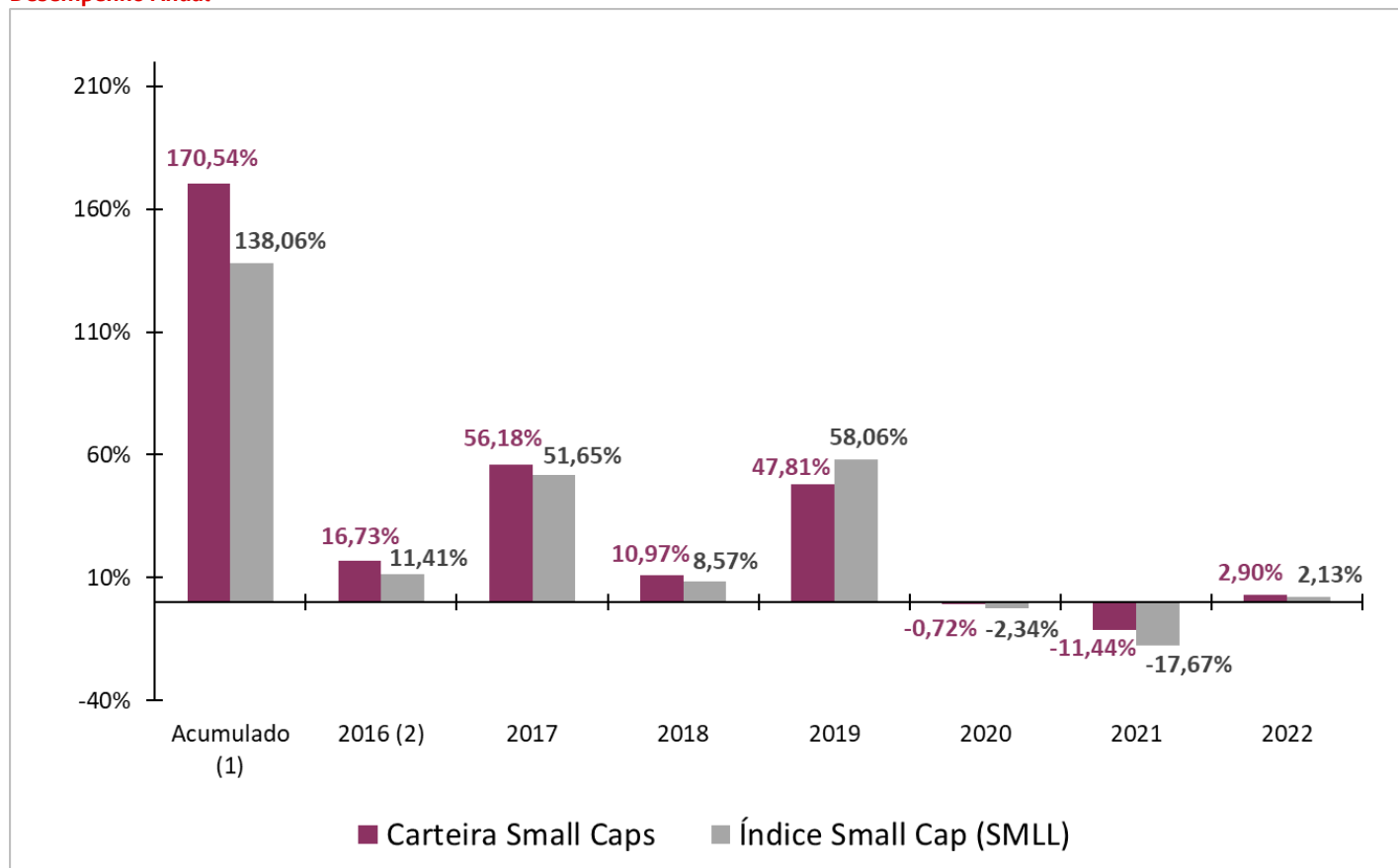
## Desempenho Mensal



Fonte: Santander.



## Desempenho Anual



(1) Performance acumulada desde o lançamento da Carteira Small Caps de 01/07/16 até 29/04/2022. (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).

### Comunicado Importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) 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 equivocadas 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 Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 20").

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 Resolução CVM 20, segue declaração do analista:

Eu, **Ricardo Vilhar Peretti**, analista de valores mobiliários credenciado nos termos da Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, 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 Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaro o que segue:

- (i) O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
- (ii) As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança dos analistas, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;
- (iii) O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório;

O Banco Santander (Brasil) S.A, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declaram, nos termos da Resolução CVM 20, que:

- 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.

© 2022 Copyright Banco Santander (Brasil) S/A. Direitos Reservados

