Carteira *Small Caps*

Ricardo Peretti, CGA - Estrategista Pessoa Física
30 de setembro de 2022

Escaneie o QR Code ou clique aqui para assistir aos vídeos sobre as Carteiras Algo+

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.

ACOMPANHAMENTO DA CARTEIRA

RENTABILIDADES		
Período	Carteira	SMLL
Setembro	-0,65%	-2,65%
2022	-7,30%	-6,72%
12 meses	-20,00%	-20,30%
24 meses	-1,74%	-7,26%
Desde o Início	+143,72%	+117,42%

DESTAQUE DE SETEMBRO	
DIRR3	+24,44%

ESTATÍSTICAS	
Início da Carteira	01/07/2016
Meses com performance superior ao Benchmark (SMLL)	39 de 75 (52,0%)

CLASSIFICAÇÃO DE RISCO[1]	
Beta	0,92

[1]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 OUTUBRO

Empresa	Setor	Código	Percentual Recomendado	Preço[1]	Preço-Alvo 2023	*Div. Yield Estimado 2023*
3R Petroleum	Óleo & Gás	RRRP3	6%	R$ 35,39	R$ 96,00	8,95%
Alupar	Energia & Saneamento	ALUP11	12%	R$ 26,87	R$ 27,39	7,55%
Arezzo&Co	Varejo	ARZZ3	12%	R$ 97,87	R$ 129,00	1,92%
Cielo	Instituições Financeiras	CIEL3	10%	R$ 5,39	R$ 6,00	4,28%
Direcional Engenharia	Construção Civil	DIRR3	11%	R$ 16,51	R$ 18,00*	5,59%
Iguatemi	Shopping Centers	IGTI11	12%	R$ 20,15	R$ 30,00	2,07%
Intelbras	Telecomunicações	INTB3	13%	R$ 29,51	R$ 37,00	0,00%
Minerva	Alimentos & Bebidas	BEEF3	12%	R$ 12,67	R$ 19,00	7,56%
Vivara	Varejo	VIVA3	6%	R$ 26,52	R$ 33,00	1,12%
Yduqs	Educação	YDUQ3	6%	R$ 14,03	R$ 31,00*	1,37%

(1) Preço médio do dia 30/09/2022. 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. Obs.: (*) preços-alvo para 2022E. Fonte: Santander.

O QUE MUDOU ESTE MÊS?

EXCLUSÕES

Embraer (EMBR3); Grupo SBF (Centauro) (SBFG3) e Jalles Machado (JALL3)

- Apesar de continuarmos com uma visão construtiva para Embraer, Grupo SBF e Jalles Machado no longo prazo, inclusive com recomendações oficiais de "Compra", acreditamos que as duas ações entrantes no portfólio (3R Petroleum e Vivara) oferecem uma melhor combinação de bom momento operacional e *valuation* atraente. Além disso, não esperamos que os resultados do 3T22 sejam catalisadores positivos para Embraer e Grupo SBF, enquanto a dinâmica de preços de combustíveis no Brasil (preços da gasolina limitando os preços praticados do etanol) deve manter as ações da Jalles Machado pouco demandadas.

INCLUSÕES

3R Petroleum (RRRP3)

- A 3R Petroleum é uma das maiores empresas independentes de óleo & gás do Brasil, com participação em 9 campos nas 4 bacias de Potiguar, Recôncavo, Espírito Santo e Campos. O objetivo da empresa é reduzir o *opex* e *capex* necessários na atividade de extração de petróleo & gás e elevar a produção em seus campos recém-adquiridos, criando valor no processo para todos os seus acionistas.
- Como resultado de seus investimentos nos últimos anos, principalmente adquirindo ativos da Petrobras, a companhia construiu um portfólio de ativos diversificado (no Brasil e no exterior) com muitas reservas 1P e potencial de crescimento considerável. No entanto, a fase de execução, que já começou, será primordial para o desempenho futuro da ação. Assim, a execução deve ser monitorada com cautela para avaliar a habilidade da gestão em continuar entregando melhorias operacionais – como fizeram em Macau e Rio Ventura – abaixando opex, reduzindo *capex* e aumentando a produção em novos campos recentemente adquiridos. A sólida saúde financeira da empresa, além do *valuation* atraente da ação, apoiam nossa visão positiva.
- Nosso preço-alvo de R$ 96,00 para o fim de 2023 é baseado em um *valuation* Soma das Partes (SOTP) usando um WACC de 10,5%. Avaliamos a 3R assumindo a operação de seus ativos até o esgotamento de suas reservas 1P, enquanto usamos um preço de longo prazo do Brent de US$ 60/barril.
- A 3R Petroleum reportou um EBITDA de R$ 206 milhões no 2T22, em linha com nossa estimativa e 130% acima do ano anterior. Os principais impulsionadores desses resultados incluem: (i) alta dos preços do Brent (+65% a/a); (ii) produção de petróleo 75% maior em relação ao ano anterior; e (iii) consolidação do complexo Recôncavo em maio, que foi negativamente afetado por maiores custos de extração, em US$ 13/barril (vs. US$ 9/barril no 1T22 e vs. US$ 7/barril no 2T21) devido ao início da fase de execução.
- No dia 19 de setembro, a empresa divulgou um fato relevante anunciando a aquisição de uma participação adicional de 15% na 3R Offshore da DBO Energy por R$ 12 milhões. A 3R agora terá uma participação de 85% na subsidiária versus a participação de 15% da DBO Energy. A transação aumenta a participação da 3R nos campos de Peroá e Papa-Terra para 85% (vs. 70% antes) e 53% (vs. 43,75%), respectivamente. Estimamos que a 3R pagou aproximadamente US$ 0,10-1,00/boe (reservas 1P), e vimos este anúncio de forma positiva.
- **Direcionadores:** (i) portfólio robusto com grande potencial de geração de valor; (ii) alto potencial de crescimento de produção: Potiguar deverá continuar sendo um dos principais *drivers*; (iii) vantagens operacionais potencialmente impulsionadas pelos recursos de execução da 3R; (iv) baixo custo operacional e *breakeven* do preço de petróleo de US$ 35 (*onshore*) e US$ 40 (*offshore*).
- **Riscos:** (i) queda dos preços do petróleo; (ii) execução de seus programas de desenvolvimento e perfuração; (iii) disciplina de capital; e (iv) estratégia de aquisição/crescimento.

Vivara (VIVA3)

- Ao longo de seus mais de 50 anos de história, a Vivara cresceu e se tornou a maior varejista de joias do Brasil, com cerca de 300 lojas e duas marcas principais, Vivara e Life. A empresa se consolidou como líder em *market share* no país, com mais de 14% do mercado brasileiro de joias no 1T22.
- Com uma recomendação de "Compra" e preço-alvo de R$ 33,00 (2023E), nossa visão positiva da Vivara é baseada em uma combinação do posicionamento da empresa como varejista *premium*, com um bom potencial de longo prazo impulsionado por dois fatores principais: (i) a marca Life, com espaço de crescimento significativo, à medida que a marca se expande além do nicho de joias para o segmento de acessórios, mais que dobrando seu mercado endereçável; e (ii) um estrutura verticalizada e acesso a benefícios fiscais, cujo modelo verticalmente integrado não apenas confere agilidade diferenciada de entrada no mercado, como também confere acesso a importantes benefícios fiscais que hoje representam de 30% a 40% do faturamento da empresa.

- Acreditamos que o posicionamento líder de mercado da Vivara e o portfólio diversificado de marcas e produtos focados nas faixas de renda mais altas devem fornecer proteção contra o ambiente macro desafiador. Além disso, a Life, a mais nova marca da empresa, explora uma nova via de crescimento, potencialmente representando 42% da receita até 2026E, e levando à expansão da margem consolidada por meio de margens operacionais mais altas. Considerando esses fatores, esperamos que a Vivara registre um CAGR de receita de 20% (2022-26E) e um CAGR de LPA de 24%, gerando um atraente índice PEG de 0,7x (2022-24E) e embasando nossa recomendação de "Compra".
- **Direcionadores:** (i) *ramp-up* acima do esperado das novas lojas a serem inauguradas; (ii) ROIC marginal de novas lojas continuando bem acima do custo de capital da empresa de 14,5%; (iii) Entrada em novos segmentos ou regiões, o que poderia aumentar significativamente o mercado endereçável da empresa.
- **Riscos:** (i) execução do plano de expansão; (ii) fim dos dois benefícios fiscais aos quais a Vivara atualmente tem acesso, o que poderia reduzir nosso valor justo em ~20%; (iii) questões relacionadas à moda no desenvolvimento de produtos da empresa, que podem afetar as vendas.

ALTERAÇÃO DE PESO

- Elevação da participação de Direcional (DIRR3) de 5% para 11%.

AÇÕES MANTIDAS NA CARTEIRA SMALL CAPS

Alupar (ALUP11)

- O setor de energia elétrica é historicamente um dos mais defensivos dentro da B3 e, indo além, dentre as três categorias que compõe o setor (Geração, Transmissão e Distribuição – GTD), a Transmissão é a mais defensiva de todos. Nesse sentido, relembramos que a Alupar possui a concessão de 30 sistemas de transmissão, totalizando 7.929 km de linhas, por meio de concessões com prazo de 30 anos, localizados no Brasil e uma vitalícia na Colômbia.
- A Alupar divulgou bons resultados no 2T22, com EBITDA regulatório ajustado de R$ 596 milhões, crescendo 24% a/a, refletindo principalmente: (i) entrada operacional da ESTE, TSM e TCC; (ii) reajustes anuais nos contratos de transmissão, beneficiados pela alta do IGP-M e IPCA e; (iii) menores custos de compra de energia na geradora, ajudando o resultado operacional. No entanto, o lucro líquido consolidado (-37% a/a) foi afetado por pior resultado financeiro (+69,9% a/a), impactado pela emissão de nova dívida e aumento dos indexadores de inflação.
- Para os próximos meses, acreditamos que os investidores continuarão focados no crescimento da empresa (via leilão e M&As) e no fluxo de dividendos.
- **Direcionadores:** (i) aumento da geração de caixa; (ii) aumento dos pagamentos de dividendos; (iii) crescimento por meio de M&As e projetos novos (fontes eólicas e solares seriam oportunidades em potencial).
- **Riscos:** (i) uma alta expressiva nas taxas de juros no curto prazo, o que diminuí a atratividade dos dividendos da companhia (vis-à-vis a rentabilidade de títulos de renda fixa); (ii) menores taxas de retorno (TIR) em futuros leilões de transmissão, que poderiam limitar o crescimento; (iii) riscos associados à construção e desenvolvimento de novos projetos; e (iv) desinvestimento do FI-FGTS.

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 reportou outro trimestre forte no 2T22, com o EBITDA quase dobrando em relação ao mesmo período do ano anterior, mas com um lucro líquido inferior devido a resultados financeiros abaixo do esperado. O sólido crescimento de vendas da empresa de 71% a/a (em linha com a nossa estimativa) foi impulsionado por bons desempenhos na maioria das marcas e canais. Destacamos a notável força contínua da Reserva (vendas +75% a/a). Em nossa visão, o destaque do trimestre foi a expansão da margem bruta, que subiu 210 bps a/a para 56%, além das margens saudáveis de canais *sell-out* (como as franquias), que agora estão totalmente normalizadas. O EBITDA ajustado quase dobrou a/a, atingindo uma margem de 17,2%, um aumento de ~200 bps a/a em grande parte devido ao ganho de margem bruta. Os resultados da operação nos EUA também foram bastante fortes, com vendas crescendo 64% a/a (em reais) e mantendo uma boa margem EBITDA de ~5%. O único ponto negativo do trimestre foi a deterioração do capital de giro em função do aumento dos níveis de estoque que atribuímos à mudança no *mix* de canais de vendas voltando ao normal.
- Recentemente, nossos analistas introduziram o preço-alvo da Arezzo de R$ 129,00 para o fim de 2023 (vs. R$ 111,00 para 2022E), à luz do forte *momentum* de lucros. Esperamos que o forte desempenho visto no 1S22 persista no 2S22, apoiado pela expectativa da empresa de entregar um crescimento de vendas de 45-50% A/A no 3T22, significativamente superior ao que projetávamos antes do 2T22. A Reserva continua sendo a força motriz, mas estamos vendo outras marcas como a Vans e a Arezzo contribuindo no 2S22, preparando o cenário para um crescimento de receita de ~15-20% A/A em 2023E. Em termos de *valuation*, destacamos que ARZZ3 está negociando a um P/L (2022E) de 24,5x, o que pode não ser considerado barato, mas ainda oferece aos investidores uma TIR atraente de ~19% para os próximos três anos, assumindo um P/L de saída de 22x, além de nosso CAGR de LPA de ~23%.
- **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.

Cielo (CIEL3)

- A Cielo é a maior adquirente do setor brasileiro de cartões de crédito e débito. A empresa é responsável pela filiação de novos estabelecimentos para aceitar cartões de crédito e débito como meio de pagamento. Anteriormente, a Cielo tinha exclusividade para afiliação de cartões da bandeira Visa. Essa exclusividade acabou, mas a Cielo já começou a se afiliar a outras bandeiras como MasterCard e Elo. Em termos práticos, a Cielo captura, transmite, processa e liquida transações com cartões de crédito e débito no Brasil. Além disso, a empresa opera alguns produtos e serviços complementares, como serviço de processamento de vale-alimentação.
- Recentemente nossos analistas elevaram a recomendação da Cielo de "Manutenção" para "Compra" e aumentaram o preço-alvo de R$ 4,50 para R$ 6,00 (2023E) por conta de um melhor *momentum* para a empresa. O ambiente de alta da taxa Selic pode criar uma vantagem competitiva para os adquirentes bancários, que é o caso da Cielo, com maiores margens e menor *churn*, visto que eles terão *funding* ilimitado, a ~105% da taxa Selic, vs. novos entrantes com *funding* mais limitado e custos maiores (~130-140% da taxa Selic).
- Para os próximos dois trimestres, acreditamos que a Cielo continuará a entregar um lucro líquido sólido, dado o forte crescimento de TPV e reprecificação dos serviços. No médio prazo, esperamos que a penetração do pré-pagamento continue progredindo e beneficiando os resultados da empresa, enquanto o fim do *bond* em dólares deve reduzir as despesas financeiras.
- Quando a Cateno (gestora dos cartões de débito e crédito do Arranjo Ourocard) foi comprada pela Cielo em 2014, ela representava 13% do valor de mercado da Cielo. No entanto, no 2T22, representava 47% do EBITDA recorrente da companhia – sem capital regulatório sendo requerido. Com o Banco do Brasil entregando um forte crescimento de 52% A/A em empréstimos de cartão de crédito no 2T22, acreditamos que a Cateno continuará contribuindo com uma forte fonte de receita *asset light*.
- Vemos alguns riscos contábeis para o setor de adquirentes, relacionados a: (i) menor período de depreciação das "maquininhas"; (ii) *impairment* da antiga base de equipamentos (especialmente no segmento de *long tail*); eventualmente levando a (iii) discussões sobre incompatibilidade do prazo entre o reconhecimento de despesas e receitas. Acreditamos que todos os pontos acima teriam um impacto mínimo, ou mesmo nenhum impacto, para as adquirentes bancárias, que já seguem os principais padrões contábeis definidos pelos bancos.
- No 2T22, a Cielo reportou lucro líquido recorrente de R$ 383 milhões, 34% acima das nossas estimativas e 112% acima do ano anterior. Os volumes foram o principal destaque, crescendo 34% a/a, impulsionados pelo forte crescimento do volume de crédito de 41% a/a. Por fim, o impacto negativo do aumento da taxa de juros no resultado financeiro foi menor do que esperávamos.
- **Direcionadores:** (i) capacidade da empresa de se beneficiar do ambiente de alta da taxa Selic; (ii) resultados positivos da Cielo Brasil e da Cateno ao longo de 2022; (iii) vantagem competitiva em relação aos adquirentes não-bancários; e (iv) *hedge* inflacionário, dado que a inflação elevada aumenta o valor das transações processadas pela Cielo e, consequentemente, a sua receita auferida (percentual do valor da transação).
- **Riscos:** (i) iniciativas regulatórias e legislativas em andamento que podem afetar a lucratividade do setor; (ii) maior concorrência de novos entrantes e/ou concorrentes existentes; e (iii) risco de execução relacionado ao negócio de pré-pagamento.

Direcional Engenharia (DIRR3)

- A Direcional Engenharia é uma construtora e incorporadora brasileira focada no mercado de moradias populares com mais de 40 anos de experiência neste segmento. A empresa está presente em 13 estados e é referência nos empreendimentos do Casa Verde e Amarela, atuando em todas as três faixas do programa.
- Atualmente, temos uma preferência pelas construtoras de baixa renda (como a Direcional) em relação às de média e alta renda. Além das recentes mudanças no programa Casa Verde e Amarela (CVA), nossa preferência também se baseia em: (i) maior diversificação geográfica e massa crítica ainda forte nas áreas de atuação do segmento de baixa renda; (ii) forte demanda reprimida; e (iii) consolidação da indústria devido a fortes pressões de custo e margens estreitas.
- No 2T22, o Ministério do Desenvolvimento Regional do Brasil anunciou um conjunto diversificado de medidas para melhorar a acessibilidade do programa CVA. Entre as principais medidas, destacamos a criação de um terceiro aumento nos subsídios oferecidos e o aumento dos prazos de financiamento de 30 para 35 anos, que esperamos elevar a acessibilidade das Faixas 2 e 3 em 4%-16%, dependendo da renda e geografia.
- A Direcional apresentou bons resultados no 2T22. Apesar das pressões de custo recorrentes enfrentadas pelo setor, a Direcional conseguiu limitar a compressão da margem bruta e superar nossas estimativas e do consenso. O lucro líquido foi o principal destaque positivo, crescendo 24% A/A, impulsionado principalmente por: (i) um aumento de 39% A/A na receita líquida; (ii) margem bruta saudável de 35,0% (apoiada por aumentos recorrentes no preço das unidades e forte disciplina de custos); e (iii) diluição robusta de SG&A. Olhando para o futuro, as perspectivas de resultados também parecem promissoras, uma vez que a margem dos empreendimentos lançados cresceu 60 bps no trimestre, para 39,5%, embora ainda não reflita os benefícios potenciais de maiores subsídios do CVA e a potencial desaceleração dos custos de construção no curto prazo. Por fim, a geração de caixa operacional foi de R$ 20 milhões, resultando em uma relação Dívida Líquida/Patrimônio Líquido de apenas 14%. Em nossa visão, o balanço sólido serve de base para a Direcional continuar lucrando com as recentes mudanças anunciadas no programa CVA.
- Em termos de *valuation*, vemos as ações da Direcional negociando atualmente a 7x P/L (2023E), contra a média de 6,5x para construtoras de baixa renda dentro de nosso universo de cobertura (ex-Tenda), um prêmio relativamente pequeno vis-à-vis a qualidade operacional atual da DIRR3.
- **Direcionadores:** (i) efeito positivo com as mudanças recentes do CVA; (ii) exposição a regiões geográficas com baixos níveis de concorrência; (iii) estratégia de diversificação de portfólio e captação; e (iv) sólido *momentum* de lucros — projetamos que o lucro líquido da Direcional cresça a um CAGR de 39% em três anos, superando outros pares de baixa renda.
- **Riscos:** (i) maior inflação da construção devido a um aumento significativo nos custos de materiais (aço, cimento e terrenos); (ii) maior inclinação da curva de juros de longo prazo do Brasil devido à deterioração fiscal, causando um impacto negativo na acessibilidade, especialmente para a Riva; (iii) falta de financiamento para o programa CVA devido a eventuais saques do FGTS; e (iv) riscos macroeconômicos.

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 16 *shoppings* em operação, prestando também serviços de planejamento, administração e comercialização, totalizando 709.153 m² de ABL total (2T22).
- Recentemente nossos analistas introduziram o preço-alvo de R$ 30,00 (2023E) para a Iguatemi, após incorporarem resultados mais fortes do que o esperado no 2T22 e as projeções macro revisadas. Além disso, aumentamos ligeiramente nosso WACC para 10,9% (vs. 10,4% anteriormente). Deixamos nossas estimativas de AFFO praticamente inalteradas, pois esperamos que a taxa Selic mais alta compense as estimativas de receita líquida mais altas. Ainda assim, reiteramos nossa recomendação de "Compra" para a Iguatemi, com base em: (i) perspectiva operacional positiva dada a forte venda dos lojistas e demanda por ABL, levando a companhia a repassar a maior parte dos reajustes do IGP-M para os aluguéis; (ii) resiliência de vendas dos lojistas em ambientes macroeconômicos desafiadores, dada a exposição da Iguatemi aos segmentos de maior renda; e (iii) *valuation* atraente em base absoluta e relativa — a ação está sendo negociada atualmente 30% abaixo de seu histórico P/AFFO de 12 meses à frente.
- A Iguatemi apresentou bons resultados no 2T22. A receita de aluguel de *shoppings* atingiu R$ 211,0 milhões, um aumento de 43,1% em relação ao 2T19, refletindo a remoção adicional dos descontos relacionados ao IGP-M, o que levou a um robusto crescimento do Aluguel Mesmas Lojas (SSR) de 56,2% no mesmo período. Além disso, como as vendas dos lojistas ficaram 30,2% acima do 2T19, destacamos melhorias relevantes na saúde financeira dos lojistas, como: (i) inadimplência líquida negativa de 2,3% no 2T22 e (ii) custo de ocupação de 11,3%, queda de 40 bps vs. 2T19. Vale destacar também que a Iguatemi encerrou o trimestre com taxa de ocupação de 93,4%, alta de 1,1 p.p em relação a março de 2022, refletindo a forte demanda por espaços de qualidade entre os lojistas.
- **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 introduziram o preço-alvo de R$ 37,00 para o fim de 2023 (substituindo o preço-alvo de R$ 42,00 para o fim de 2022). Esse corte no preço-alvo é fruto de uma redução das nossas estimativas orgânicas para incorporar resultados mais fracos no segmento de comunicação e aumentar nosso custo de capital próprio (Ke) em 50 bps. No entanto, ainda vemos um potencial de alta atraente de 33% em relação aos preços atuais da ação. A Intelbras está negociando a um P/L 2023E de 13x, o que consideramos inconsistente com seu forte perfil de crescimento e retornos acima da média. Além disso, esperamos uma melhora da dinâmica operacional em todos os segmentos no 2S22.
- A Intelbras entregou bons resultados no 2T22, com receita líquida e EBITDA em linha com as nossas estimativas. A receita líquida cresceu 40% A/A, para R$ 1,016 bilhão, auxiliada pela incorporação de dois meses da Renovigi. Em base orgânica, a receita líquida cresceu 26% A/A, uma aceleração em relação aos +24% do 1T22. A receita bruta consolidada (orgânica) superou nossas estimativas em 3%, com margens expandido ligeiramente no trimestre. O EBITDA consolidado de R$ 119 milhões ficou em linha com a nossa estimativa, crescendo 24% A/A e implicando em uma margem de 11,7% (-150 bps A/A; -40 bps T/T). Enquanto isso, o lucro líquido de R$ 97 milhões ficou aquém da nossa estimativa em 10%, explicado principalmente pela variação cambial e pelos impactos da correção monetária. Do ponto de vista do segmento, destacamos resultados acima do esperado em segurança, mas um leve recuo dos resultados nos segmentos de comunicação e energia solar. Em nossa opinião, o *momentum* operacional deve melhorar no 2S22 em todos os segmentos.
- **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 em 2022; (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 a reajustes mensais de preços; (iv) retornos acima da média, com um ROIC de 33% e um ROE de 23% em 2022E; (v) o seu *valuation* atraente; e (vi) um histórico sólido. Combinados, esses fatores devem ajudar a Intelbras a manter o seu alto desempenho.
- **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.

Minerva (BEEF3)

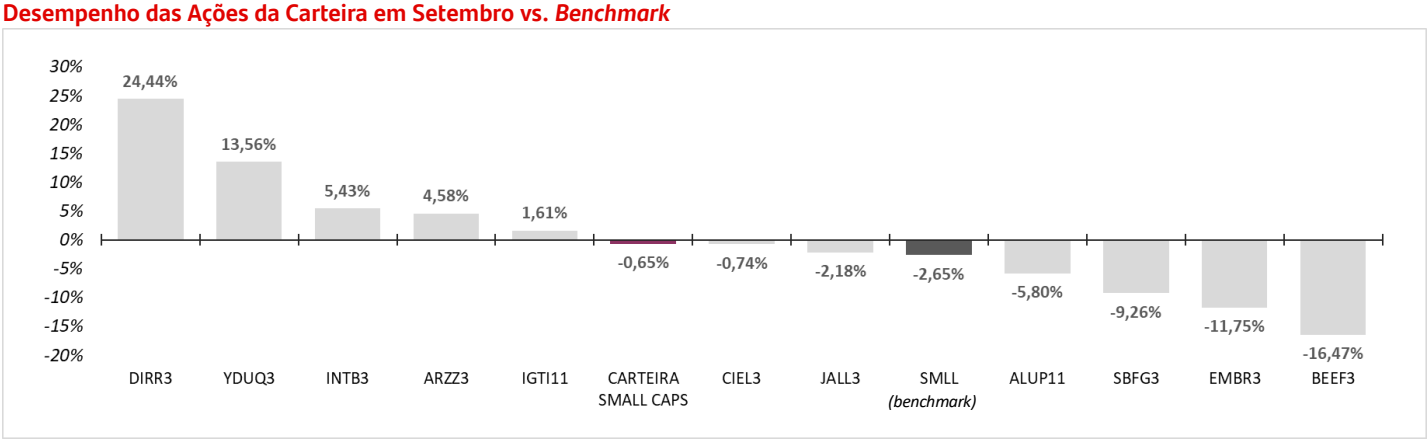
- A Minerva Foods é uma empresa brasileira fundada na década de 1920 em Barretos (SP). É uma das maiores empresas de carne bovina do Brasil e possui uma operação diversa na América do Sul. A companhia opera 25 frigoríficos entre o Brasil, Paraguai, Uruguai, Argentina e Colômbia. A Minerva também exporta para mais de 100 países em cinco continentes.
- Recentemente nossos analistas elevaram o preço-alvo da Minerva de R$ 17,00 (2022E) para R$ 19,00 (2023E), 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* razoável. Vemos a empresa negociando a 4,3x EV/EBITDA (2022E), um desconto de aprox. 16% em relação ao histórico dos últimos 5 anos (5,0x).
- A Minerva reportou bons resultados no 2T22, com um EBITDA recorde de R$ 778 milhões (4% acima das nossas estimativas e 7% acima do consenso). Embora a margem EBITDA de 9,2% tenha ficado 40 bps abaixo da nossa estimativa, esperamos que os investidores se concentrem em três pontos: (i) a forte geração de Fluxo de Caixa Livre (FCL) de R$ 255 milhões, (ii) forte crescimento de receita, com *spreads* de exportação de carne bovina continuamente fortes e (iii) uma estratégia de alocação de capital mais clara, evidenciada pelo anúncio de dividendos. Embora reconheçamos a pressão cambial, acreditamos que a Minerva está bem posicionada para se beneficiar da maior disponibilidade de gado no Brasil, que, juntamente com as fortes exportações, deve se traduzir em expansão de margem no 2º semestre de 2022 e em 2023, permitindo assim uma estrutura de capital ainda mais forte.

- Em setembro, realizamos um *Non-Deal Roadshow* (NDR) com o CFO da Minerva, Edison Ticle, que reforçou nossa visão construtiva sobre a empresa. Os principais pontos discutidos foram: (i) dinâmica favorável de resultados, com a administração compartilhando uma perspectiva positiva para o 2S22 e 2023 (EBITDA esperado para o 3T22 de R$ 818 milhões, com margem EBITDA de ~9,5%); (ii) forte geração de FCL (rendimento FCL de ~13% e *dividend yield* de ~7% em 2023E); e (iii) uma abordagem prudente de alocação de capital. Esperamos que as operações brasileiras da Minerva sejam o destaque em 2023, devido à melhora do ciclo do gado e ao cenário positivo para as exportações de carne bovina, o que impulsiona a expansão das margens. Além disso, acreditamos que a América Latina (ex-Brasil) continuará enfrentando um momento positivo, embora continuemos monitorando cuidadosamente os ciclos do gado no Uruguai e na Colômbia.
- **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* VDQ (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.

Yduqs (YDUQ3)

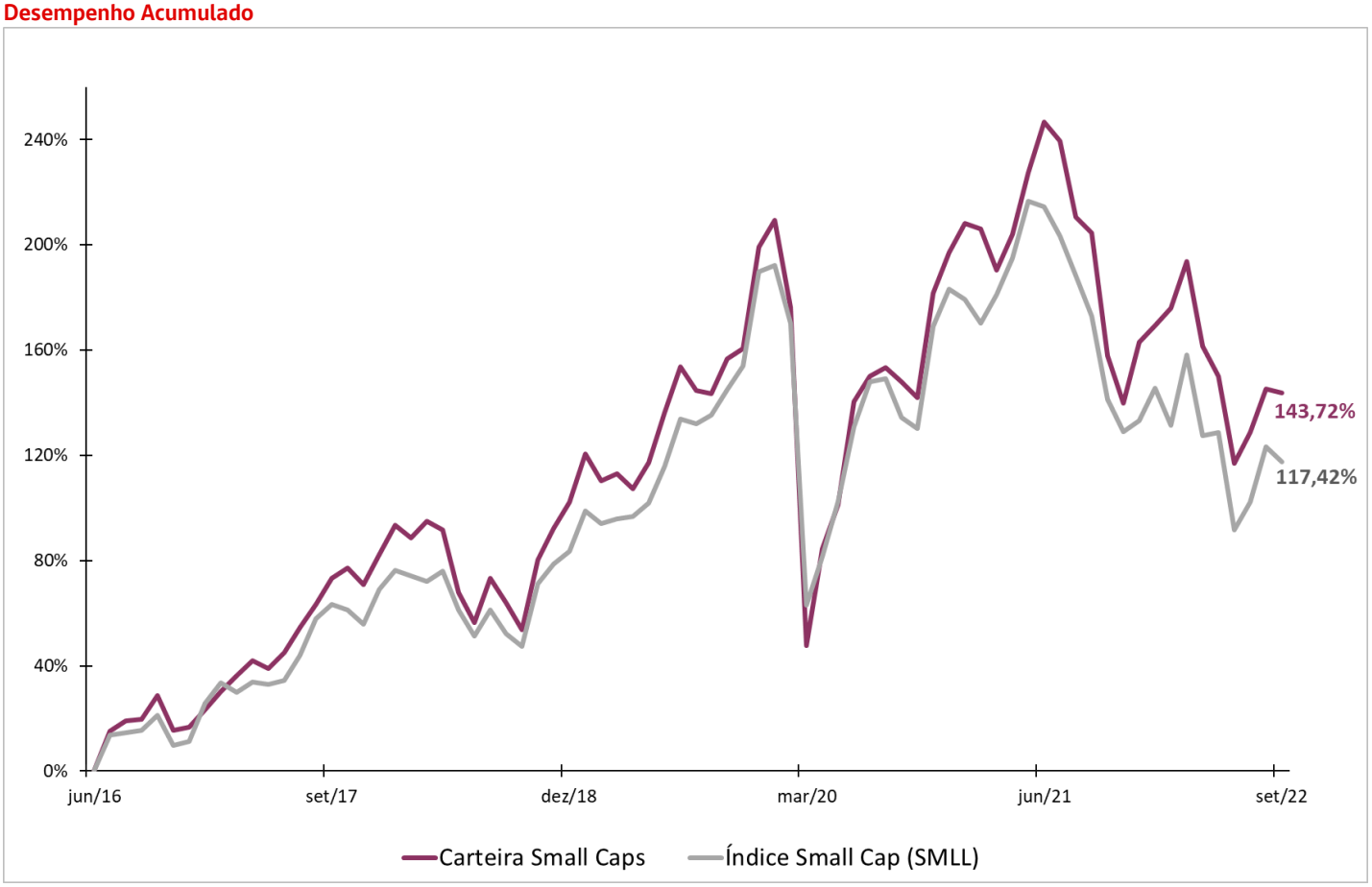
- Fundada em 1970, a Yduqs é um dos maiores *players* de ensino no mercado de educação privada no Brasil, com foco no ensino superior. A empresa tem sua sede no Rio de Janeiro, onde a sua Universidade Estácio de Sá é líder de mercado. Desde 1998, a empresa se expandiu para outros estados e atualmente 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 acima de 140% em relação aos preços atuais.
- Os resultados do 2T22 da Yduqs foram fracos, como esperávamos, impactados por menores preços médios de graduação nos segmentos presencial e a distância. O EBITDA ajustado de R$ 337 milhões ficou em linha com nossas estimativas. A margem EBITDA ajustada atingiu 29,7% (-80 bps A/A) impulsionada por margens menores no segmento presencial (-660 bps A/A). O destaque positivo foram as margens do segmento *premium*, que aumentaram 570 bps A/A no 2T22. Do lado positivo, destacamos que a empresa vem passando por uma importante otimização de infraestrutura e já reduziu 55 mil m² de área de campus vs. 1S21 e pretende reduzir mais 85 mil m² durante o 2S22. Em nossa visão, isso pode agregar sustentabilidade tanto para preços quanto para margens no segmento presencial.
- **Direcionadores:** (i) potencial expansão de programas de financiamento estudantil servindo como catalisador para as ações do setor de educação; (ii) melhoria do momento de lucros; (iii) expansão de margem e (vi) 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 das Ações da Carteira em Setembro vs. *Benchmark*



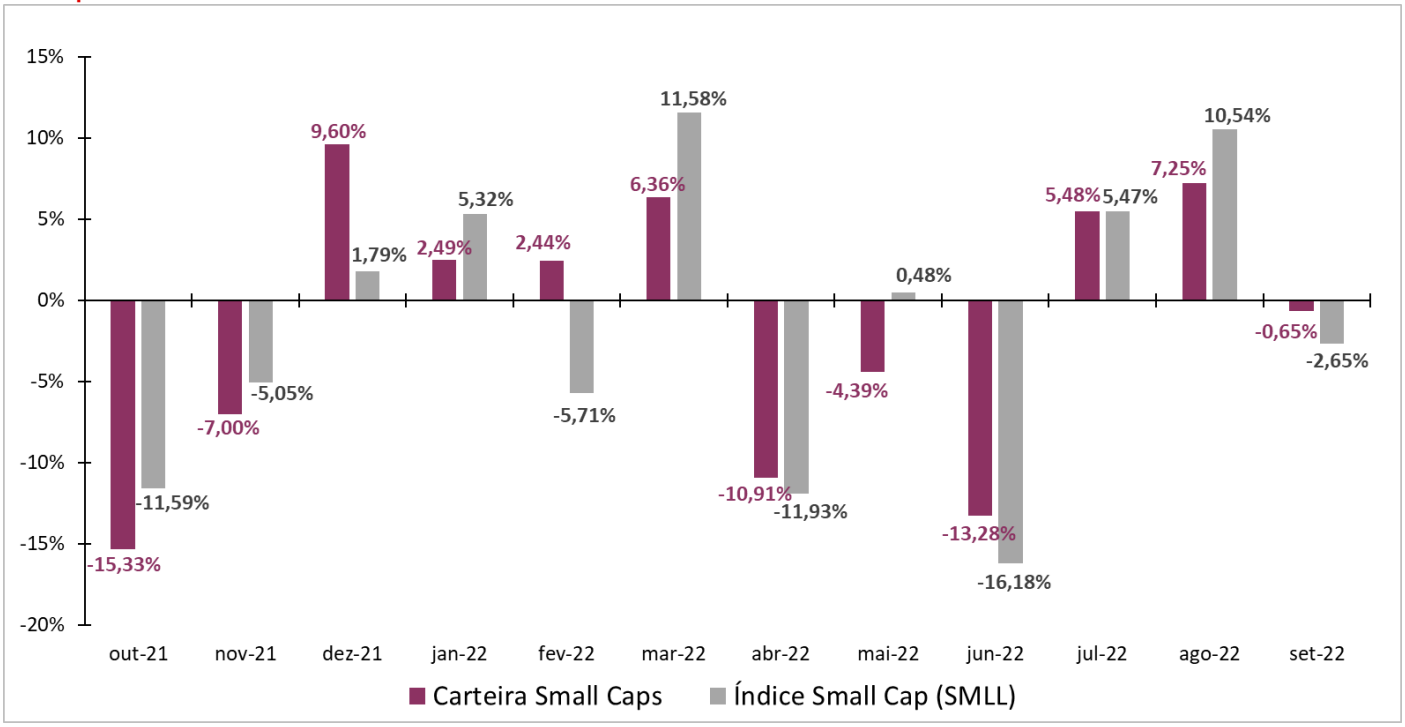
Fonte: Santander.

Desempenho Acumulado



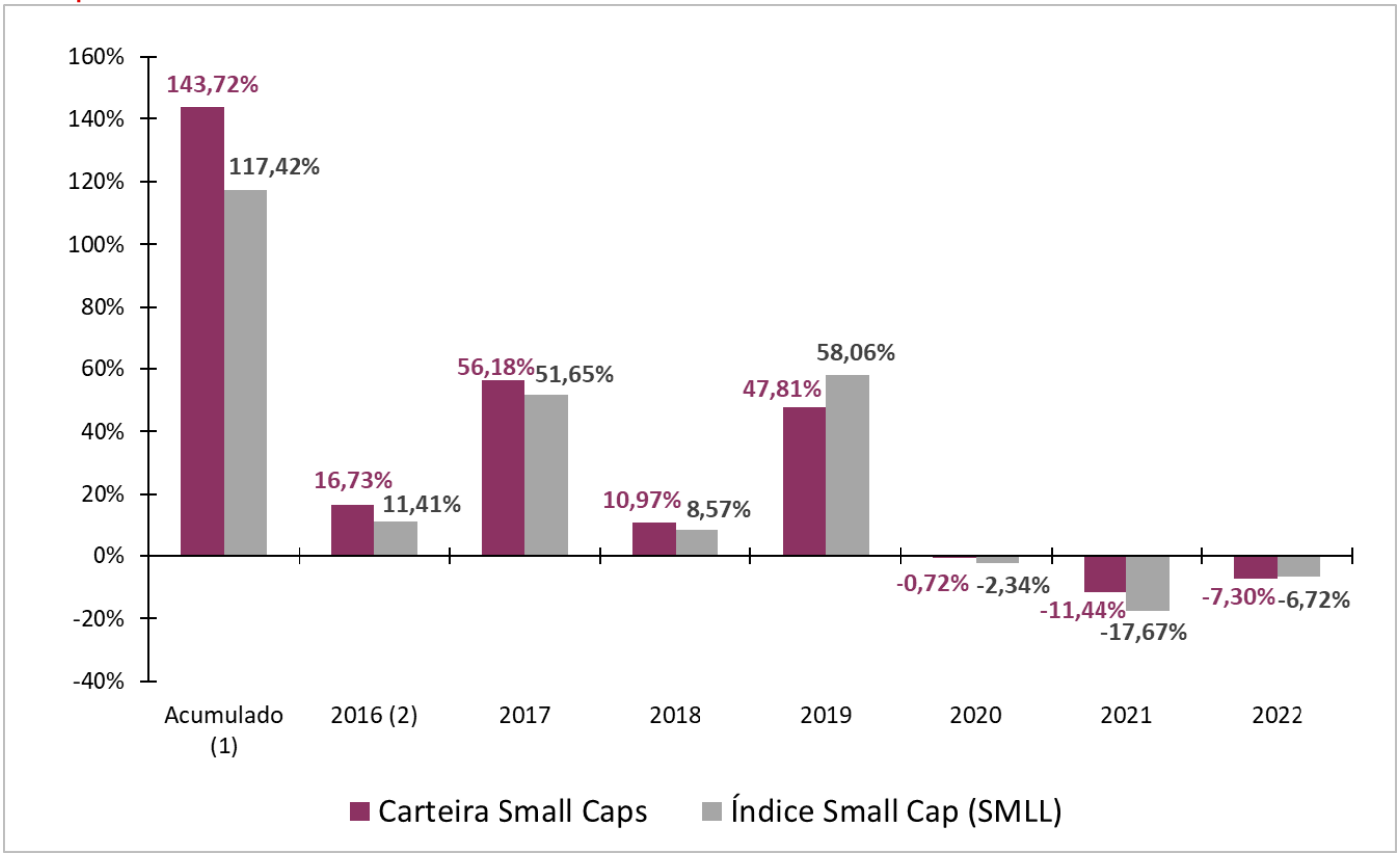
Performance acumulada desde o lançamento da Carteira Small Caps de 01/07/16 até 30/09/2022. Durante o período de 01/07/2016 até 01/06/2018 a rentabilidade da Carteira e seu respectivo *benchmark* eram calculados através do preço médio das ações do dia de inclusão e exclusão da Carteira. A partir de 01/06/2018 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 30/09/2022. (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 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 Resolução CVM n° 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

Autorregulação ANBIMA
Distribuição de Produtos de Investimento

Autorregulação ANBIMA
Private

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

Santander