

Positivo (POSI3): O modelo híbrido pós-Covid; Atualizando as estimativas

Atualizando nossas estimativas, com novo preço-alvo de R\$ 15/ação para o final de 2022

Com sólidos resultados trimestrais no 2T21, o mercado de eletroeletrônicos ainda resiliente e um grande pipeline de mais de R\$ 6 bilhões em leilões públicos em 2022, estamos aproveitando a oportunidade para atualizar nossas estimativas para a Positivo, resultando em um novo preço-alvo de R\$ 15/ação para o final de 2022 (vs. R\$ 9 anteriormente). No geral, nossa visão positiva reflete: (i) sua posição de liderança no nicho de baixa renda para computadores e telefones celulares; (ii) sua liderança em contratos com o governo e instituições públicas graças à sua capacidade produtiva flexível; e (iii) projetos adicionais para diversificar suas fontes de receita: Inteligência Artificial, Positivo as a Service, servidores de tecnologia, produtos educacionais e investimentos em startups de tecnologia.

Posição de liderança e ventos favoráveis do mercado

Depois de enfrentar, nos últimos anos, um cenário macro difícil e ter um desempenho errático, a Positivo recentemente se beneficiou das grandes mudanças na indústria de eletroeletrônicos provocadas pela pandemia (especialmente a crescente adoção de home office e home schooling). Com um vasto portfólio de produtos, criou um canal de distribuição eficiente nos últimos 30 anos (acessando ~12 mil varejistas no Brasil e com 4 unidades de produção) e é líder no nicho de baixo custo do segmento de PCs (70% de market share para produtos abaixo de R\$ 2 mil, ou 16% do mercado total no Brasil). Enquanto isso, a empresa anunciou em abril que assinou um acordo de licenciamento exclusivo com a Compaq para produzir e vender notebooks e desktops HP no Brasil. A Compaq detém 3% do mercado brasileiro de PCs (segundo a IDC), e o negócio amplia o sortimento da Positivo no mercado de ticket mais alto (já licencia a marca Vaio desde 2015).

Um olhar sobre a oportunidade com instituições públicas e novos fluxos de receita

A Positivo possui mais de 25 anos de experiência em licitações de contratos com instituições públicas (tanto na comercialização quanto na locação de produtos). Uma de suas vantagens é a capacidade de adequar rapidamente a produção às demandas de cada contrato (que representou 24% do total das vendas no 1S21). Enquanto isso, após reposicionar sua marca e diversificar as fontes de receita desde 2017, a Positivo investiu em projetos adicionais como Accept (80% de participação na empresa de servidores de tecnologia), produtos de inteligência artificial (casas inteligentes), tecnologia educacional (sistemas de aprendizagem) e startups de tecnologia (11 investimentos até agora).

BTG Pactual – Equity Research:

Luiz Guanais

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Gabriel Disselli

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Victor Rogatis

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Luiz Temporini

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Analise.Acoes@btgpactual.com

Positivo Tec (POSI3)

Data	14/09/2021
Ticker	POSI3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	15,0
Preço (R\$)	12,9
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (RS mn)	1808,97
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	57,84

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	9,5x	11,2x
EV/EBITDA	5,8x	4,6x

Stock Performance:



Valuation com desconto no universo de Varejo & Consumo

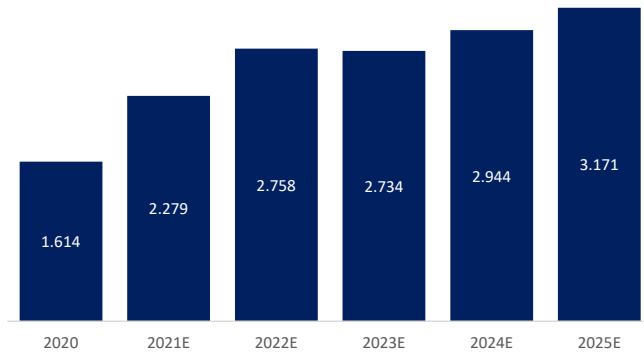
Após a revisão de nossas estimativas, nossas projeções de receita líquida e EBITDA até 2025 aumentaram 27% e 38% em média, respectivamente. Como mencionamos desde nosso relatório de início de cobertura em 2019, não podemos ignorar os riscos do caso de investimento (exposição a contratos com instituições públicas, concorrência de players internacionais (principalmente em nichos de PCs / smartphones de última geração) e questões regulatórias, como subsídios fiscais para o setor de tecnologia do Brasil, bem como a interrupção da cadeia de abastecimento de componentes eletrônicos no curto prazo), mas acreditamos que eles são precificados no valuation atual (ação a 11x P/L 2022), com nosso preço-alvo de R\$ 15/ação oferecendo um potencial de valorização de 16 %.

Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	12,8	6,3	27,9	31,6	36,0
EV/EBITDA	13,0	9,8	5,8	4,6	3,7
P/L	94,9	3,7	9,5	11,2	8,3
Dividend Yield %	0,0	1,0	0,9	0,0	2,2

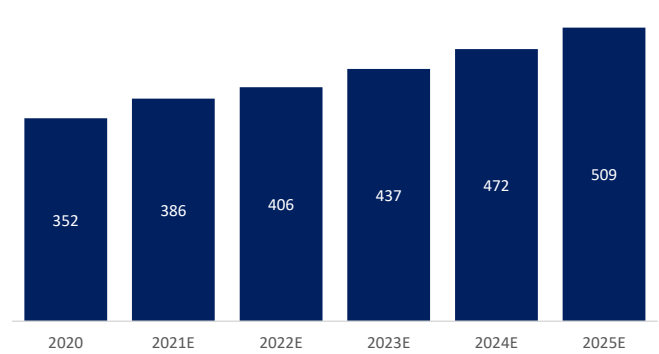
Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	1.909	2.227	3.130	3.794	3.844
EBITDA	134	101	313	349	377
Lucro Líquido	15	196	193	163	219
LPA (R\$)	0,11	1,38	1,36	1,15	1,54
DPA líquido (R\$)	0,00	0,05	0,11	0,00	0,29
Dívida Líquida/Caixa	-295	-260	23	219	429

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 12,89, em 13 de setembro de 2021.

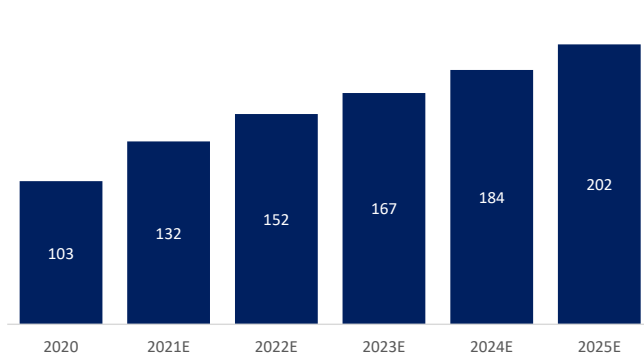
Destaques - Positivo

Tabela 1: Venda de PCs (R\$ milhões)


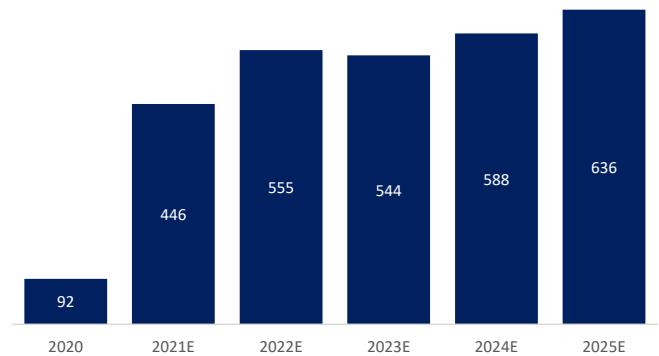
Fonte: Empresa, BTG Pactual

Tabela 2: Vendas de telefones celulares (R\$ milhões)


Fonte: Empresa, BTG Pactual

Tabela 3: Vendas de serviços (R\$ milhões)


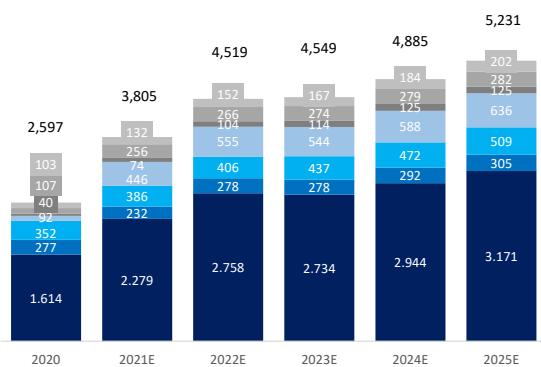
Fonte: Empresa, BTG Pactual

Tabela 4: Venda de tablets (R\$ milhões)


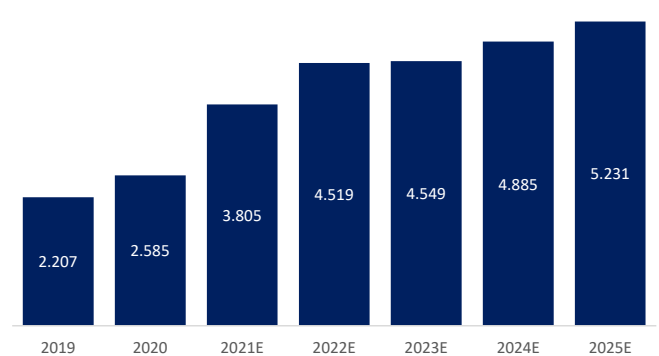
Fonte: Empresa, BTG Pactual

Tabela 5: Composição das vendas brutas (%)

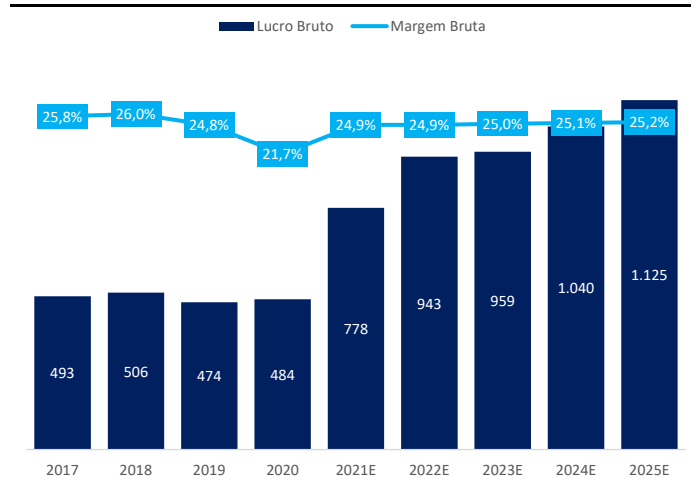
■ PCs ■ Servidores ■ Mobile ■ Tablets ■ IoT ■ Outros ■ Serviços



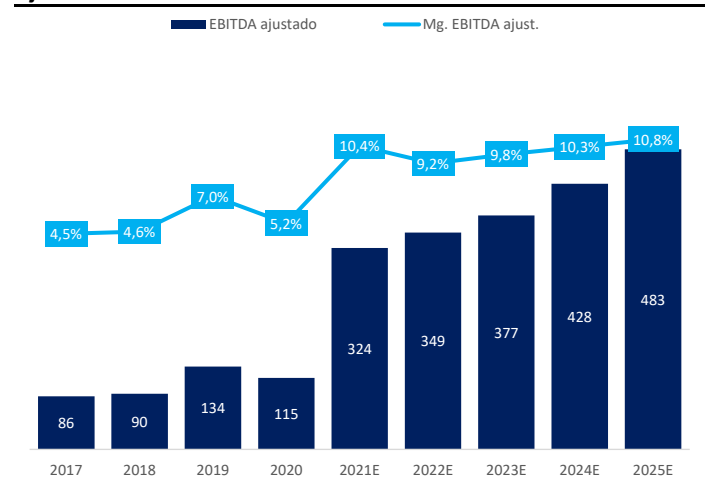
Fonte: Empresa, BTG Pactual

Tabela 6: Vendas brutas - consolidadas (R\$ milhões)


Fonte: Empresa, BTG Pactual

Tabela 7: Lucro bruto (R\$ milhões) e margem bruta


Fonte: Empresa, BTG Pactual

Tabela 8: EBITDA Ajustado (R \$ milhões) e Margem EBITDA Ajustada


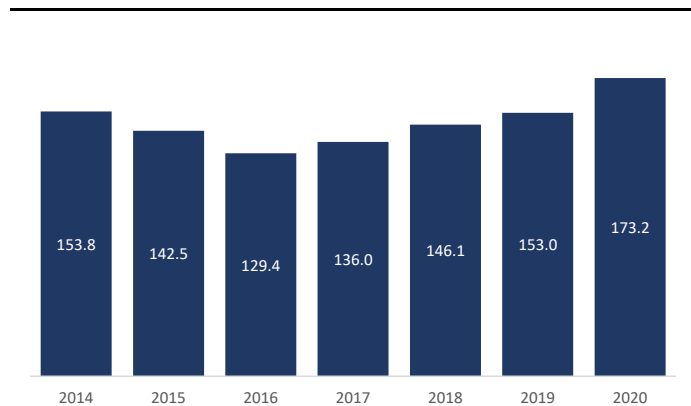
Fonte: Empresa, BTG Pactual

Valuation

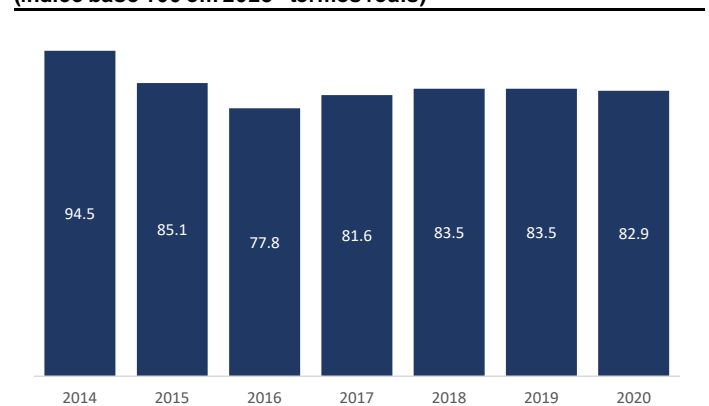
Estamos elevando nossas estimativas para a Positivo, resultando em um novo preço-alvo de R\$ 15/ação para o ano de 22, contra R\$ 9/ação anteriormente.

Nossa tese de investimento é baseada em: (i) sua posição de liderança no nicho de baixo renda para computadores e telefones celulares; (ii) sua liderança em contratos com o governo e instituições públicas graças à sua capacidade produtiva flexível; e (iii) projetos adicionais para diversificar suas fontes de receita: Inteligência Artificial, Positivo as a Service, servidores de tecnologia, produtos educacionais e investimentos em startups de tecnologia.

Analisando a indústria de eletrônicos de consumo em 2020, TI (+ 15%) foi o único segmento a apresentar crescimento a/a em termos reais. O mercado de notebooks também aqueceu com o ensino a distância e o home office, que teve um impulso do covid-19.

Tabela 9: Vendas de eletroeletrônicos (R\$ bi)


Fonte: Abinee, BTG Pactual

Tabela 10: Vendas da indústria de eletrônicos e eletrodomésticos (índice base 100 em 2023 - termos reais)


Fonte: Abinee, BTG Pactual

E o Coronavoucher teve um grande impacto no consumo também no ano passado, mudando a dinâmica do setor. A partir de abril de 2020, o governo pagou auxílio emergencial de R\$ 600/mês para trabalhadores informais e desempregados. Válido inicialmente por três meses, o auxílio foi prorrogado por mais dois meses até agosto e, finalmente, por mais quatro meses (reduzindo o auxílio para R\$ 300/mês neste caso) até o final do ano.

A desvalorização do real e as interrupções na cadeia de produção/ fornecimento continuam afetando os fabricantes por meio de custos mais altos, elevando os preços unitários para o consumidor final.

Enquanto o crescimento de 2020 foi sustentado por pressões inflacionárias e pelo aumento da demanda Coronavoucher, esperamos uma perspectiva mais equilibrada em 2021, com a indústria podendo faturar R\$ 195 bilhões, alta de 13% em termos nominais e 7% em termos reais.

Tabela 11: Principais indicadores da indústria de eletrônicos e eletrodomésticos

KPIs - Indústria de eletrônicos e eletrodomésticos	2018	2019	2020	2021*	2020/2019	2021/2020
Vendas totais (R\$ bilhões)	146	153	173	195	13%	13%
Vendas totais (US\$ bilhões)	40	39	34	37	-13%	11%
Produção (a/a)	1,0	0,1	-2,2	6,0	-	-
Funcionários ('000)	232	235	248	258	6%	4%
Exportações (US\$ milhões)	5.860	5.631	4.478	4.800	-20%	7%
Importações (US\$ milhões)	31.756	32.034	29.827	32.800	-7%	10%
Déficit comercial (US\$ milhões)	-25.896	-26.403	-25.349	-28.000	-4%	10%
Investimentos (US\$ milhões)	2.694	2.754	2.910	3.315	6%	14%
Investimentos/vendas (%)	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	-	-
Uso da capacidade instalada (%)	74%	78%	78%	82%	-	-
Vendas por funcionário (R\$ '000)	629	653	698	756	7%	8%
Receita como % do PIB	2,1%	2,1%	2,3%	2,4%	-	-

Fonte: Abinee, BTG Pactual. * Projeções

Assim, com sólidos resultados trimestrais no segundo trimestre, o mercado de eletroeletrônicos ainda resiliente e um grande pipeline de mais de R\$ 6 bilhões em leilões públicos em 2022, estamos aproveitando a oportunidade para atualizar nossas estimativas para a Positivo,

Embora não possamos ignorar os riscos do caso de investimento (exposição a contratos com instituições públicas, concorrência de players internacionais (principalmente em nichos de PCs/smartphones mais sofisticados) e questões regulatórias como subsídios fiscais para o setor de tecnologia do Brasil, bem como interrupções no fornecimento da cadeia de componentes eletrônicos no curto prazo), acreditamos que eles estão precificados no valuation atual (ação a 11x P/L 2022), com nosso preço-alvo de R\$ 15/ação oferecendo 16% de potencial de valorização sobre o preço atual.

Após revisar nossas estimativas, nossas projeções de receita líquida e EBITDA até 2025 aumentaram 27% e 38% em média, respectivamente.

Tabela 12: Novo x antigo - Positivo

	Novo					Antigo					Variação				
	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Receita Líquida	3.130	3.794	3.844	4.152	4.472	2.511	2.735	3.131	3.354	3.614	25%	39%	23%	24%	24%
Lucro Bruto	778	943	959	1.040	1.125	685	753	865	927	1.001	14%	25%	11%	12%	12%
Margem Bruta	24,9%	24,9%	25,0%	25,1%	25,2%	27,3%	27,5%	27,6%	27,6%	27,7%	-243bps	-269bps	-267bps	-259bps	-253bps
EBITDA	313	349	377	428	483	199	245	306	327	356	57%	43%	23%	31%	36%
Margem EBITDA	10,0%	9,2%	9,8%	10,3%	10,8%	7,9%	8,9%	9,8%	9,8%	9,8%	206bps	26bps	4bps	56bps	97bps
Lucro Líquido	193	163	219	270	312	88	118	167	189	218	119%	38%	31%	43%	44%
Margem Líquida	6,2%	4,3%	5,7%	6,5%	7,0%	3,5%	4,3%	5,3%	5,6%	6,0%	267bps	-1bps	37bps	87bps	97bps

Fonte: BTG Pactual

Veja a seguir um resumo das principais premissas de nosso modelo.

- CAGR de receita do segmento de PC de 14% de 2020 até 2025 (volumes crescem 15% em média), enquanto o segmento de telefonia móvel deve reportar um CAGR de 8% no mesmo período (volumes crescem 2% em média). Também assumimos que as vendas de tablets atingirão ~R\$ 640 milhões em 2025, contra os R\$ 446 milhões esperados em 2021.
- Como resultado, a receita bruta consolidada deve reportar um CAGR de 15% durante o período (vs. 9% anteriormente).
- A margem EBITDA deve crescer para 11% em 2025 (vs. 10% em nosso modelo anterior e 10,4% em 2021 e 5,2% em 2020). Como resultado, alcançamos um CAGR de EBITDA de 33% entre 2020 e 2025 (vs. 17% em nossas estimativas anteriores).
- Assumimos que não haverá mudança nos incentivos fiscais (Lei da Informática e Zona Franca de Manaus) em nosso cenário-base. No entanto, caso haja mudanças na legislação, a Positivo poderá migrar sua produção de Curitiba para Manaus (beneficiando-se do acordo de Zona Franca).
- Assumimos um custo de capital próprio de 11,4% (USD, termos nominais) e um crescimento na perpetuidade de 3%, atingindo um valor patrimonial de R\$ 2,1 bilhões (R\$ 15/ação), implicando em um múltiplo de 13x P/L 2022 (16% de potencial de valorização do valuation atual).

Tabela 13: Tabela de comparáveis - desconto para varejistas brasileiros; Positivo negocia a 11x P/L 2022

Empresa	País	Market cap (Câmbio local - mi)	P/L			EV/EBITDA		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
Positivo	Brasil	1.828	10,0x	11,2x	8,3x	5,6x	4,6x	3,7x
Arezzo	Brasil	8.379	36,4x	25,3x	19,6x	19,4x	14,9x	12,1x
Asai	Brasil	25.139	20,0x	14,9x	11,9x	10,1x	8,1x	6,7x
Centauro	Brasil	7.982	41,9x	26,8x	14,9x	23,0x	17,1x	0,0x
Carrefour	Brasil	37.199	14,8x	13,5x	12,1x	12,7x	10,9x	0,0x
GPA	Brasil	7.454	23,0x	21,3x	14,3x	3,9x	3,5x	3,0x
Grupo Soma	Brasil	8.012	35,6x	27,0x	20,3x	23,2x	18,4x	13,9x
Lojas Renner	Brasil	33.385	48,2x	25,8x	21,3x	21,7x	14,5x	11,3x
Magazine Luiza	Brasil	113.341	165,1x	139,2x	82,6x	56,3x	51,1x	37,4x
Natura	Brasil	69.612	937,7x	56,2x	33,1x	17,6x	13,2x	11,2x
Petz	Brasil	9.691	103,1x	69,6x	44,3x	27,3x	19,4x	14,4x
Raia	Brasil	43.066	50,0x	38,0x	27,8x	17,5x	14,7x	12,3x
Track&Field	Brasil	2.405	38,6x	25,0x	18,3x	24,8x	15,4x	10,7x
Vulcabras	Brasil	2.251	13,8x	8,5x	7,1x	8,4x	6,1x	4,9x
Via Varejo	Brasil	14.696	23,5x	17,2x	19,5x	7,0x	5,7x	4,9x
Mediana de players brasileiros			37,5x	25,5x	19,5x	18,5x	14,6x	10,9x
Acer	Taiwan	76.412	7,2x	9,2x	9,4x	3,5x	4,2x	4,0x
Asus	Taiwan	237.683	5,8x	8,0x	7,9x	3,6x	4,9x	5,3x
HP	EUA	32.708	7,4x	7,2x	6,9x	5,5x	5,3x	5,2x
Hewlett Packard Enterprise	EUA	18.705	7,6x	7,5x	7,3x	5,6x	6,2x	6,6x
Quanta Computer	Taiwan	290.469	9,7x	10,1x	9,4x	7,2x	7,1x	6,4x
Inspur Electronic Informatic	China	43.713	23,3x	18,4x	14,9x	15,6x	12,6x	10,1x
Quantum Corp	EUA	310	n.m	56,0x	17,4x	13,3x	17,9x	10,6x
Adlink Technology Inc	Taiwan	14.006	72,5x	33,9x	n.m	44,2x	22,9x	n.m
Legend Holding Corp.	Hong Kong	40.008	5,4x	5,1x	4,2x	4,9x	4,7x	4,0x
Média de players globais			7,5x	9,2x	8,6x	5,6x	6,2x	5,9x

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo o banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

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

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

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