



Monitor da Bolsa

Abril de 2023
Pedro Serra, CNPI

Resumo

05 de abril de 2023

- Com os ruídos vindo do lado político, que jogam incertezas quanto ao cenário econômico doméstico, especialmente após uma proposta de Arcabouço Fiscal não convincente, somado à incertezas quanto a economia americana que, embora uma com probabilidade maior de um pouso leve, demonstrado no vigor dos seus indicadores econômicos, mantemos a nossa visão mais cautelosa para a bolsa como um todo.
- Do lado do *valuation*, entendemos que a bolsa está descontada, mas já permanecia em tal patamar a algum tempo e ainda não consideramos como provável a ocorrência de “gatilhos” para uma valorização, inclusive, com riscos razoáveis de revisões para baixo dos lucros esperados pelas empresas, devido a piora da conjuntura econômica, com impactos nos números vindo de uma inflação mais alta, juros alto por mais tempo, crescimento menor e, em alguns casos, problemas com inadimplência.

Nossas indicações, então, ficam para empresas com perfil mais defensivo (menos sensível ao ciclo econômico), nomes domésticos que possuem condições próprias de entregar bons resultados e, em *commodities*, gostamos de proteína bovina e petróleo.



Top Picks

Empresas & Setores		Preço-alvo	Potencial	Cotaç.		No ano (YTD)	Últ. 12 meses	EV/Ebitda ³		P/L ⁴		P/VPA ⁵		Alavancagem ⁶		Yield Próx. 12m
				05/04/23	Últim. 30 dias			próx. 12m	Méd. 5anos	próx. 12m	Méd. 5anos	próx. 12m	Méd. 5anos	Último	2022e	
ABEV3	AmBev	R\$ 16,70	16,0%	R\$ 14,40	10,1%	-0,6%	0,0%	8,36x	10,69x	16,0x	18,0x	2,62x	2,96x	-0,85x	-0,36x	5,1%
ASAI3	Assai	R\$ 23,10	65,4%	R\$ 13,97	-16,3%	-24,7%	-9,0%	6,23x	7,33x	13,8x	15,4x	4,06x	5,52x	4,39x	4,61x	1,4%
BEEF3	Minerva	R\$ 19,10	94,5%	R\$ 9,82	-14,4%	-22,1%	-20,2%	3,88x	5,30x	5,3x	7,6x	3,45x	3,53x	3,16x	2,40x	9,6%
CPLE6	Copel	R\$ 9,70	35,9%	R\$ 7,14	3,0%	-9,6%	6,3%	5,25x	5,27x	7,9x	5,7x	0,91x	0,65x	1,77x	1,51x	7,9%
EGIE3	Engie	R\$ 45,00	12,6%	R\$ 39,98	2,5%	6,2%	-2,9%	6,83x	7,44x	9,8x	9,6x	3,85x	4,06x	2,37x	2,41x	8,2%
ELET3	Eletrobras - ON	R\$ 60,00	82,7%	R\$ 32,84	1,8%	-20,8%	-14,3%	6,09x	6,46x	10,1x	7,2x	0,70x	0,70x	1,22x	2,03x	3,7%
EQTL3	Equatorial	R\$ 29,00	6,3%	R\$ 27,27	9,8%	2,1%	3,4%	8,83x	8,61x	13,3x	12,5x	1,50x	2,18x	3,24x	3,81x	2,4%
ITUB4	Itau Unibanco	R\$ 34,00	38,8%	R\$ 24,49	2,5%	-0,6%	-5,5%	n/a	n/a	6,8x	7,9x	1,30x	1,44x	n/d	n/d	4,8%
MULT3	Multiplan	R\$ 31,00	23,5%	R\$ 25,11	7,0%	14,6%	2,7%	10,86x	14,57x	17,8x	23,7x	2,11x	2,01x	2,01x	1,37x	3,0%
PRI03	PetroRio SA	R\$ 46,00	37,3%	R\$ 33,50	-2,5%	-9,0%	39,0%	5,44x	4,96x	8,3x	9,0x	3,10x	1,97x	0,02x	0,40x	0,0%
RADL3	RaiaDrogasil	R\$ 25,20	2,1%	R\$ 24,67	8,9%	3,3%	3,0%	14,94x	17,82x	34,3x	35,1x	6,52x	6,50x	1,70x	0,53x	1,0%
RENT3	Localiza	R\$ 78,60	48,8%	R\$ 52,81	1,3%	0,8%	-11,6%	7,29x	13,21x	17,8x	23,2x	2,18x	4,67x	0,95x	4,11x	1,5%
SBSP3	Sabesp	R\$ 72,00	44,4%	R\$ 49,87	-1,2%	-11,1%	0,6%	5,66x	5,69x	10,1x	9,2x	1,18x	1,14x	2,06x	1,71x	2,5%
TOTS3	Totvs	R\$ 34,80	22,5%	R\$ 28,40	5,1%	6,2%	-21,5%	14,40x	18,70x	25,3x	31,1x	3,41x	4,14x	-0,77x	-0,96x	1,8%
UGPA3	Ultrapar	R\$ 18,00	25,8%	R\$ 14,31	9,2%	13,4%	2,6%	6,05x	8,12x	14,1x	15,0x	1,30x	1,88x	2,74x	2,14x	3,8%

Destaques do Mês

05 de abril de 2023

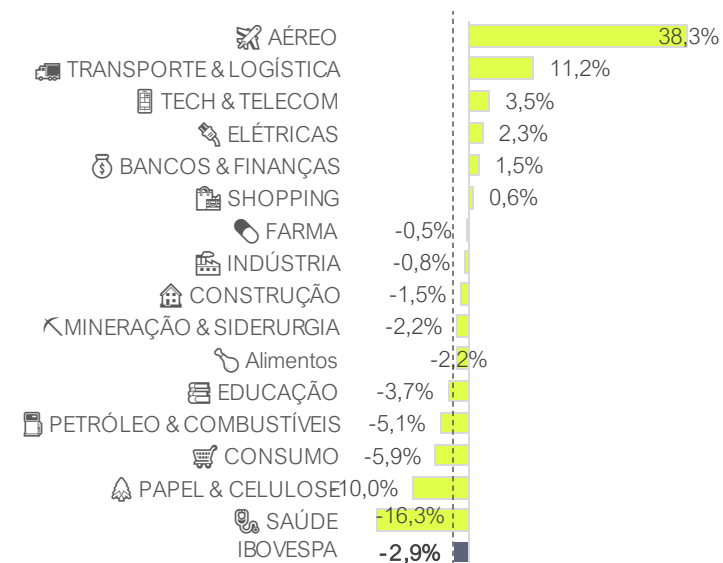
Performance recente

Após um mês turbulento, o Ibovespa fecha março com uma queda de -2,9%, aos 101 mil pontos. Durante o mês, o índice chegou a perder o patamar de 100 mil pontos, atingindo 97 mil. O mês ficou marcado por diversos eventos, envolvendo os bancos lá fora, Fed, Copom e a apresentação do novo Arcabouço Fiscal.

Eventos e destaques

- **SVB e Credit Suisse** – Nos primeiros dias do mês, o mercado se viu debaixo de notícias de diversos bancos, nos EUA e Europa, com problemas financeiros que acabaram por serem incorporados, em especial o SVB Bank e o Credit Suisse. Embora os seus problemas estejam mais ligados à gestão de ativos & passivos, por parte dos banqueiros, a alta dos juros lá fora também teve sua contribuição, o que adicionou pressão e questionamentos quanto à política de aperto monetário de Powell.
- **Fed e Copom** – diante desses desafios, o Fed aumentou o juros em 0,25% p.p., demonstrando certa preocupação com a economia americana, mas tentando não diminuir a importância de ancorar as expectativas quanto à inflação. Por aqui, o Copom manteve a Selic inalterada, dentro do esperado, porém surpreendeu com uma ata mais firme, que foi interpretada pelos investidores como um recado ao executivo, após ser alvo de muitas críticas por membros do governo, incluindo o presidente Lula.
- **Novo Arcabouço Fiscal** – finalmente a proposta para o novo Arcabouço Fiscal foi apresentada, embora carente de mais detalhes. Com o que temos de informação, ficou bem claro que o governo se utilizou de premissas muito otimistas, que fogem da realidade, para se chegar a um superávit em 2026, o que trouxe ceticismo do mercado em relação ao seu cumprimento. A proposta ainda terá mais detalhes e esclarecimentos e ainda deve passar pelos tramites no congresso e no senado, o que poderia, ainda que pouco provável, modificar o seu teor ou algumas definições.

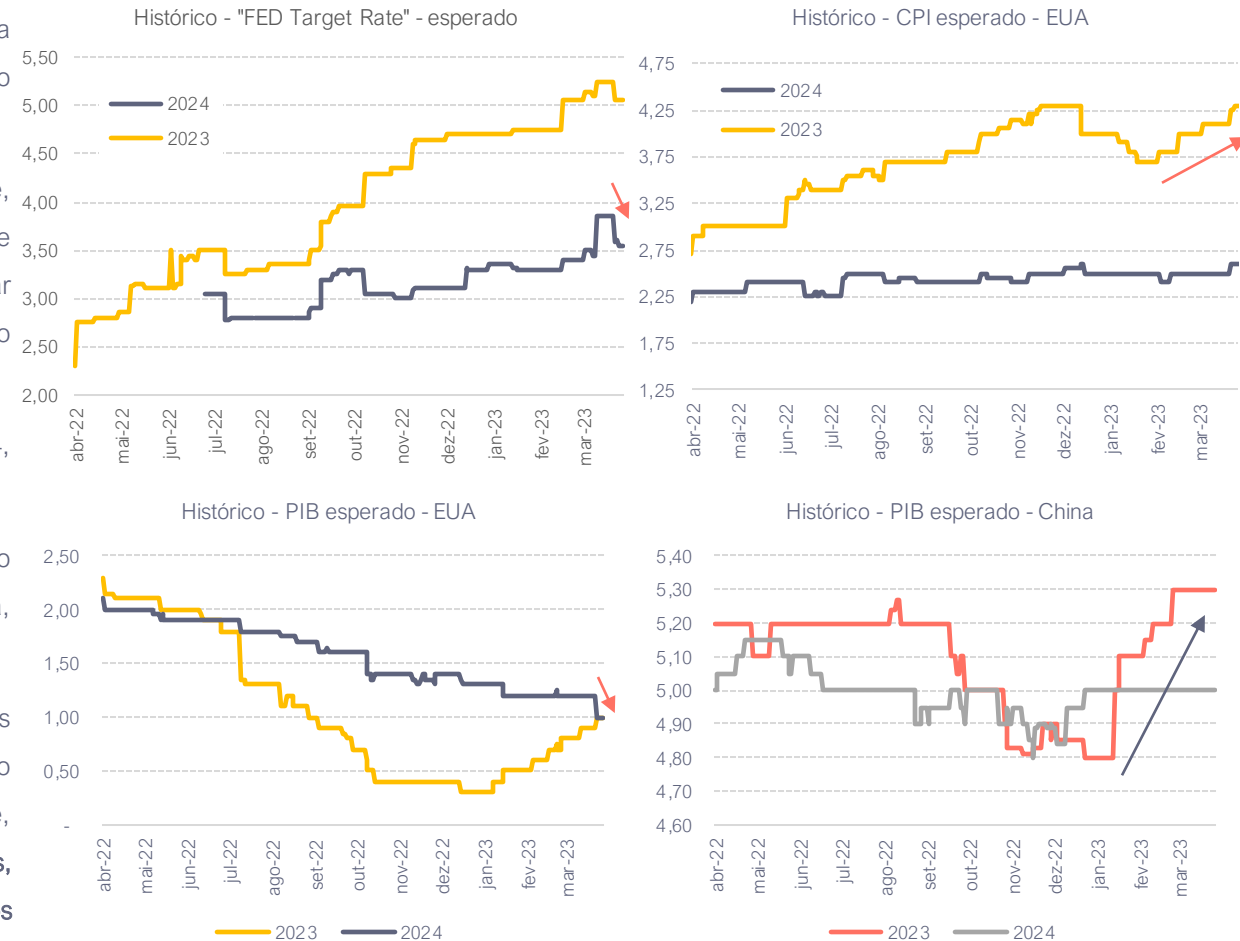
Performance - Ibovespa & Setores



Ambiente Macro

05 de abril de 2023

- **Começando pelo internacional**, após os eventos ocorridos com os bancos nos EUA e Europa, a autoridade monetária se mostrou um tanto mais “sensível” à questão, juntamente com os investidores, por lá, aumentando o coro por uma elevação de juros mais branda, sob a justificativa de que uma crise bancária poderia ocorrer e levar os EUA para uma recessão profunda.
- Dessa forma, observamos revisões baixistas em relação à expectativa da taxa de juros e, conseqüentemente, uma elevação da inflação esperada para 2023. Entretanto, vale notar que a inflação esperada pelos economistas para 2024, segue inalterada, o que nos leva a acreditar que o mercado possa estar colocando na conta que a atividade econômica irá desacelerar o “suficiente” de forma a estabilizar os juros e a inflação
- Quanto à atividade econômica americana, de fato tivemos uma revisão baixista para 2024, mas ainda longe de ser considerada uma recessão severa.
- **Na China**, com a reabertura da sua economia, e com os indicadores econômicos não trazendo surpresas muito negativas, as expectativas quanto ao crescimento chinês tiveram melhora, afastando os receios de uma fraqueza no gigante asiático.
- **No Brasil**, o novo Arcabouço Fiscal virou o tema principal durante o mês de março, que vamos explorar no slide à seguir. Olhando para frente, os mercados seguirão acompanhando o comportamento da inflação e a condução do executivo, na aplicação da nova regra e, obviamente, na qualidade de seus resultados. **Portanto, a “cor” dos indicadores econômicos, daqui para frente, serão muito importantes na construção do cenário econômico, à saber se os investidores serão tomadores de risco ou se o posicionamento seguirá cauteloso.**



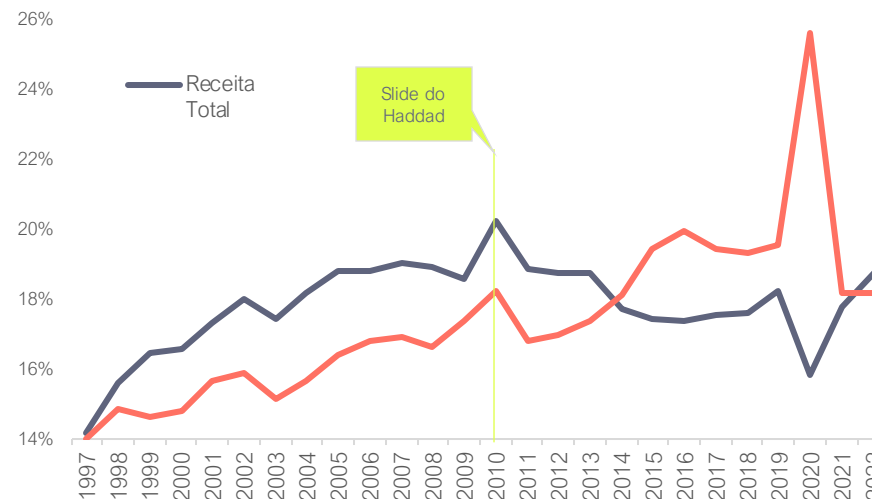
Novo Arcabouço Fiscal

05 de abril de 2023

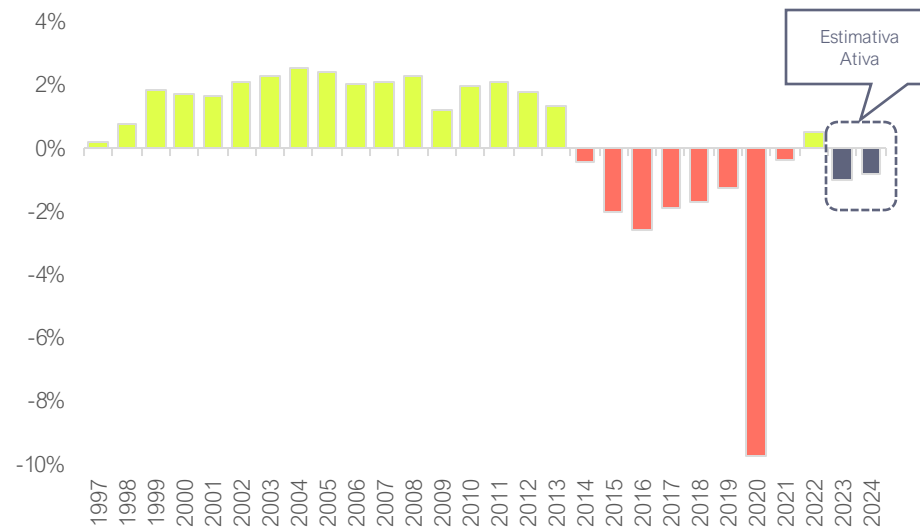
Haddad apresenta o aguardado novo Arcabouço Fiscal, que foi considerado incompleto, e não conseguiu reverter o sentimento de cautela dos mercados.

- Em linhas gerais, o governo propõe uma taxa de “referência” para crescimento real das despesas em 70% dos 12 meses da receita real a partir de junho do ano anterior, com piso de +0,6% YoY e teto de 2,5% YoY. O que causou estranheza é que com a proposta, teremos uma regra de crescimento de despesa mínima.
- A proposta ainda deve passar pela conclusão do texto para ser encaminhada ao congresso, que deverá ser pautada sem grandes dificuldades. Posteriormente caminhará para o senado. Embora consideramos uma probabilidade baixa, a proposta pode sofrer alterações durante o processo.
- Após a apresentação, considerando os slides apresentado pelo ministro Fernando Haddad, foi consenso entre os economistas de que a proposta carecia de detalhes e que havia um otimismo exagerado quanto ao resultado futuro, por parte do governo. No gráfico ao lado, “completamos” o slide de Haddad, que só mostrava o resultado fiscal até 2010, e, como podemos observar, de 2014 em diante, a questão fiscal no país entra numa dinâmica negativa, tendo um “respiro” em 2022.
- Para fechar a conta, ou o governo reduz os gastos, ou aumenta os impostos. Nesse caso, o ministro da fazenda já mostrou que o caminho será na segunda opção, onde afirma que os esforços do governo serão no aumento da arrecadação, mais especificamente, na retirada de benefícios fiscais e na taxação de alguns setores, como jogos e apostas on-line. Nas nossas estimativas, para cumprir a meta mínima de resultado primário, -0,25% do PIB, seria necessário um avanço 3,8% em termos reais da receita em 2024, o que nos parece relativamente ousado.
- Conseguirá, o ministro, aplicar a nova regra? ...se sim, será suficiente? ...por enquanto, somos céticos e não enxergamos ainda uma dinâmica fiscal positiva e, como consequência, vemos: i) uma inflação desancorada, que deve levar o BC a manter os juros elevados por mais tempo, trazendo mais atritos com o executivo; e ii) aumento da carga tributária, que retira a competitividade e reduz o lucro das empresas em geral, o que pesa na bolsa.

Política Fiscal - União - 1997 a 2022 (% a.a.)



Resultado Primário - União - 1997 a 2022 (% a.a.)



Fluxo

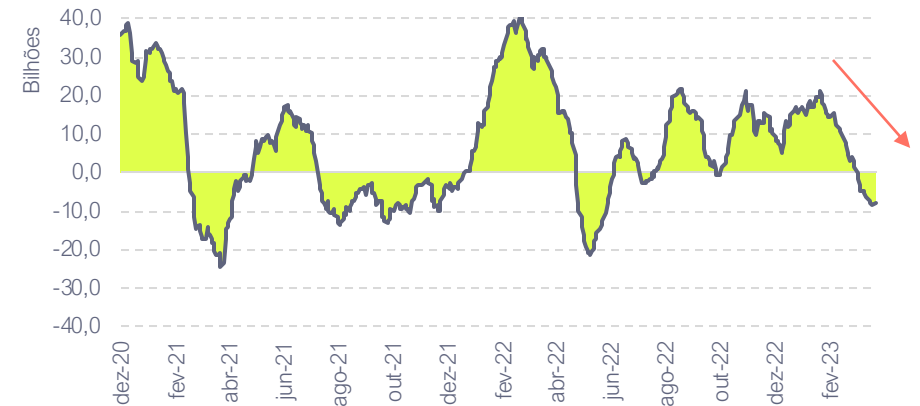
05 de abril de 2023

Reversão do Fluxo de Capital estrangeiro:

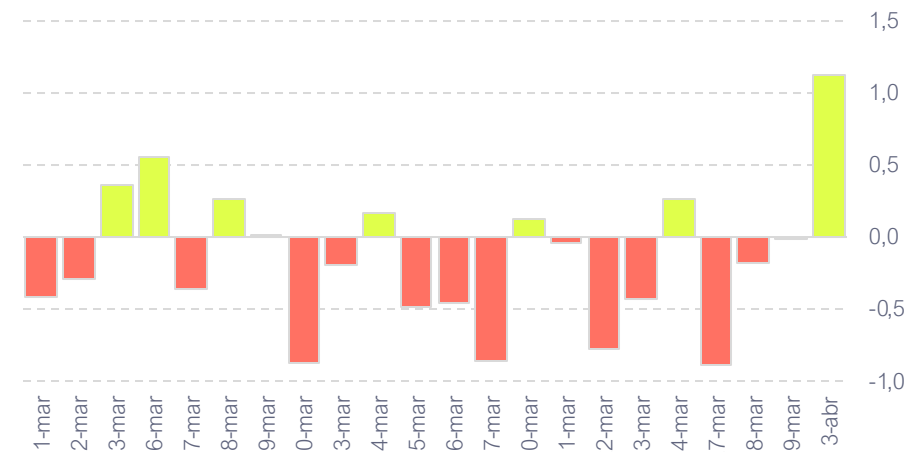
- No mês de março o fluxo foi majoritariamente vendedor e, olhando sob a ótica de 30 dias acumulado, o fluxo agora se encontra no campo negativo.
- Como falamos no último monitor, o fluxo de capital que entra no Brasil, possui características de ser um fluxo tático, que não deve permanecer por muito tempo. Isso ocorre devido ao momento do país e as incertezas.
- Lá fora, se antes era uma preocupação com uma economia forte e, portanto, uma inflação persistente que pudesse manter os juros mais altos, agora a cautela vem de preocupações sobre uma recessão severa nos EUA, o que é negativo para mercados emergentes.
- Localmente, os ruídos políticos não cessaram, e não devemos ter contribuições muito positivas deste lado.

O fluxo deve seguir “errático”, com eventuais entradas para capturar algum trade com commodities e Brasil, mas muito sensível às sinalizações do Fed e da economia americana, que trazem ainda mais volatilidade sobre as expectativas dos investidores.

Fluxo Estrangeiro em R\$ (acum. 30 dias)



Fluxo Estrangeiro Diário (ult. 30 dias)



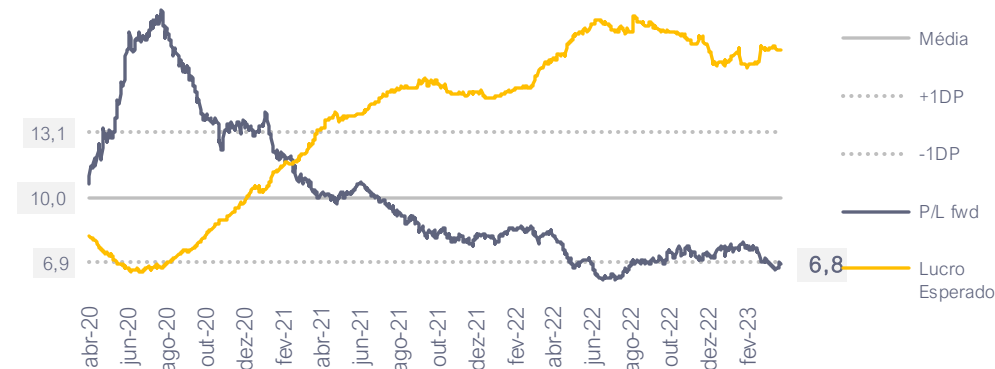
Fundamentos

05 de abril de 2023

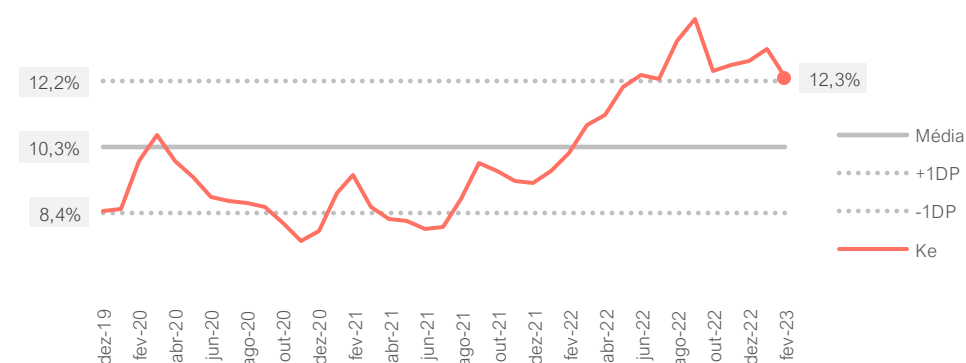
Valuation segue depreciado

- Na ótica Preço/Lucro, a bolsa segue bastante descontada, a 6,8x, em relação a sua média histórica de 10,0x.
- Com as incertezas políticas que citamos anteriormente, já vemos o mercado reduzindo suas expectativas em relação ao Lucro das empresas da Bolsa, muito por conta: i) de uma dinâmica inflacionária pior, impactando suas margens; ii) juros altos por mais tempo afetando o resultado financeiro e; iii) a inadimplência que, para determinadas empresas, também pesam no lucro e na rentabilidade.
- Não há, hoje, motivos para acreditar numa reversão dessa dinâmica e, além disso, observamos na temporada de resultados do 4T22 no geral fraca, já com sinais de aperto nas margens e desaceleração do crescimento.
- O custo de Capital (proxi do custo de oportunidade), também se mantém em uma dinâmica negativa para o valor dos ativos em bolsa, também afetado pela mudança nas expectativas quanto ao juros e a inflação (aqui e lá fora), e segue em patamares elevados.
- Nossa visão é de que os fundamentos corroboram com uma bolsa barata. A temporada de resultados não foi muito positiva e podem trazer novas revisões baixistas, entretanto, a curva de juros esperada, juntamente com inflação e PIB, serão mais preponderantes para as próximas revisões ao longo de 2023.
- O “gatilho”, na nossa visão, para uma valorização dos ativos, viria de uma anuncio do novo arcabouço fiscal que convencesse os investidores. Entretanto, como já comentamos e como esperávamos, a proposta do atual governo não convenceu, restando, os resultados efetivos, ou seja, como será o comportamento das contas públicas e suas implicações para as expectativas de inflação.

Ibovespa - Preço Sobre Lucro Esperado (P/L)



Custo de Capital Próprio (Ke) - R\$



Ke Simulado: Elaboramos um “Custo de Capital Próprio (Ke) Simulado” de beta igual a 1,0 ao longo do tempo, considerando os juros americanos de 10 anos, mais o risco Brasil como ativo livre de risco, e trazemos para Reais pelo diferencial de inflação. Utilizamos o prêmio de risco de mercado disponível no site do Damodaran.



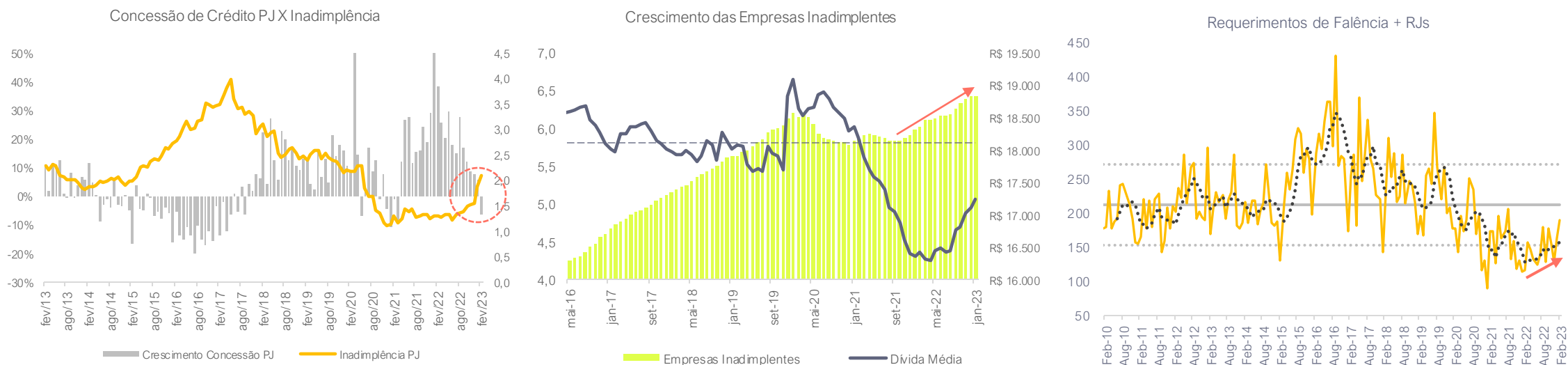
Setores

Bancos

05 de abril de 2023

De uma maneira geral, temos observado deterioração do rédito Pessoa Física (PF), que caminha para uma acomodação. Para o crédito Pessoa Jurídica (PJ), os indicadores ainda estão em “movimento”.

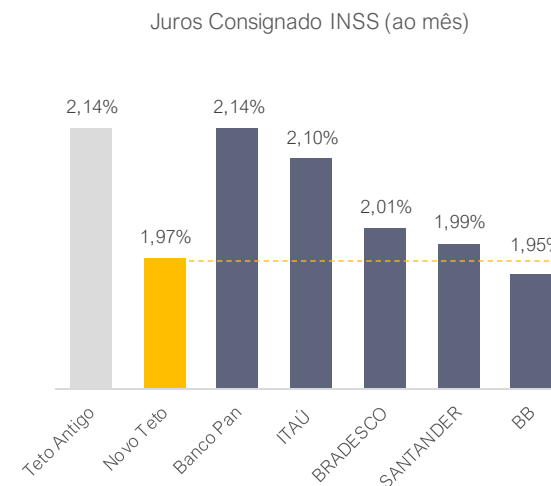
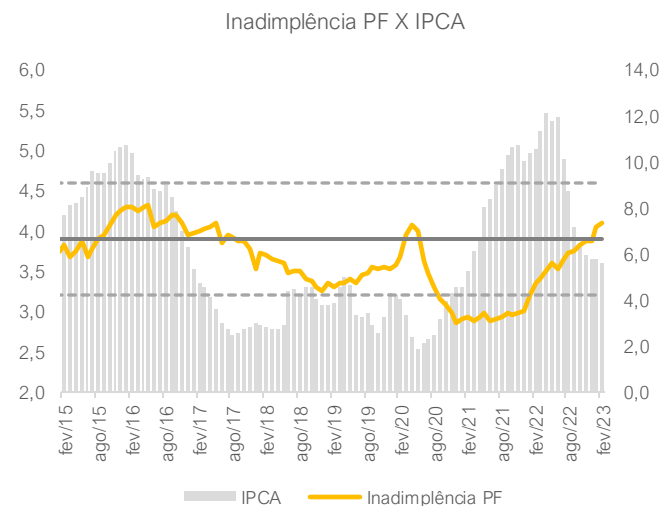
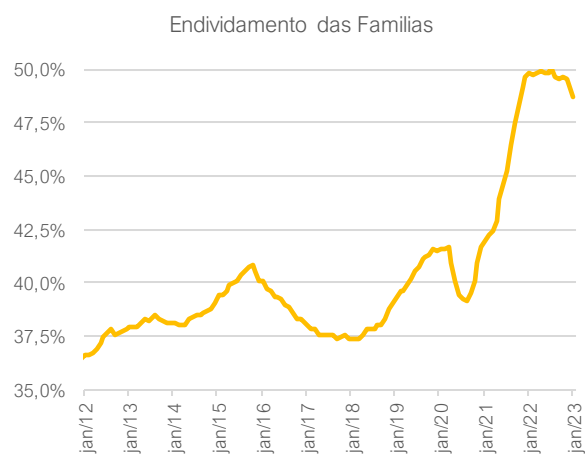
- Começando pela PJ, a análise dos indicadores demonstram uma piora no quadro geral, com aumento da inadimplência, como também, de empresas requisitando recuperação judicial (RJ) e falência.
- Ainda que tal constatação tenha rendido manchetes nos jornais, como o recorde do total de empresas inadimplentes, os números não mostram uma situação especificamente alarmante. Entretanto, esta seria a foto e não necessariamente, o filme que veremos daqui para frente. Nossa expectativa é da continuidade da piora dos indicadores mas, ao mesmo tempo, desde o final do ano passado, os bancos já adotaram uma postura cautelosa, como podemos ver no crescimento negativo da concessão de novos créditos PJ, o que nos dá relativo conforto.
- Olhando a série histórica, percebemos que o cenário atual não é desesperador para o sistema financeiro, as empresas, não estão tão endividadas em relação a média. Ademais, o número de requerimentos de RJ, embora em ascensão, ainda estão abaixo do que já vimos em anos anteriores.
- Com o patamar de juros atual, o movimento deverá ser de crescimento no endividamento das empresas, enquanto os bancos continuarão a restringir a concessão dado o cenário mais desafiador, ou seja, o aumento no número de pedidos de RJ deverá acelerar. Com essa conjuntura, e visto o fator social do crescimento de falências e RJs, estamos mais reticentes com o Banco do Brasil, enquanto temos maior confiança em Itaú e Bradesco para navegar por esse cenário com maior disciplina.



Bancos

05 de abril de 2023

- Para o crédito **Pessoa Física (PF)**, estamos vendo ligeiro alívio/acomodação de alguns indicadores.
- Embora sazonalmente tenhamos um efeito positivo do 13° sobre o endividamento das famílias, estamos notando finalmente uma tendência de queda nesse indicador, onde efeitos da manutenção do bolsa família em R\$ 600,00 + R\$ 150 por filho, em conjunto com a queda da inflação, tem impactado positivamente os últimos meses, reduzindo o endividamento médio.
- A inadimplência de fevereiro/23 para PF também foi positiva, ficando em 4,09%, número em linha com janeiro/23, mas ainda cedo para determinar uma normalização desse indicador.
- Por fim, tivemos no último mês alterações feitas pelo novo governo no teto dos juros consignado para pensionistas do INSS. Com o elevado custo de funding dos bancos, mais a comissão paga aos pastinhas, muitas discussões foram feitas para a determinação do novo teto, chegando por fim em 1,97%. Nesse patamar, apenas o Banco do Brasil não precisará reduzir consideravelmente suas taxas para manter a operação ativa (o Itaú ainda não informou se irá retomar esta linha de crédito). Vale ressaltar que esse crédito representa apenas 2,7% de toda a concessão do setor para PFs, ou seja, é um impacto negativo, mas bastante reduzido.
- Entendemos que esse movimento novamente exemplifica o caráter intervencionista do novo governo, nos trazendo maiores receios sobre as pressões políticas nas instituições financeiras públicas, que por sua vez, podem (e devem) ser utilizadas para permitir um acesso ao crédito mais barato a indivíduos e empresas, reforçando assim nossa visão neutra para as ações do Banco do Brasil, mesmo com seus sólidos fundamentos. Nossa preferência no setor segue com Itaú (ITUB4).



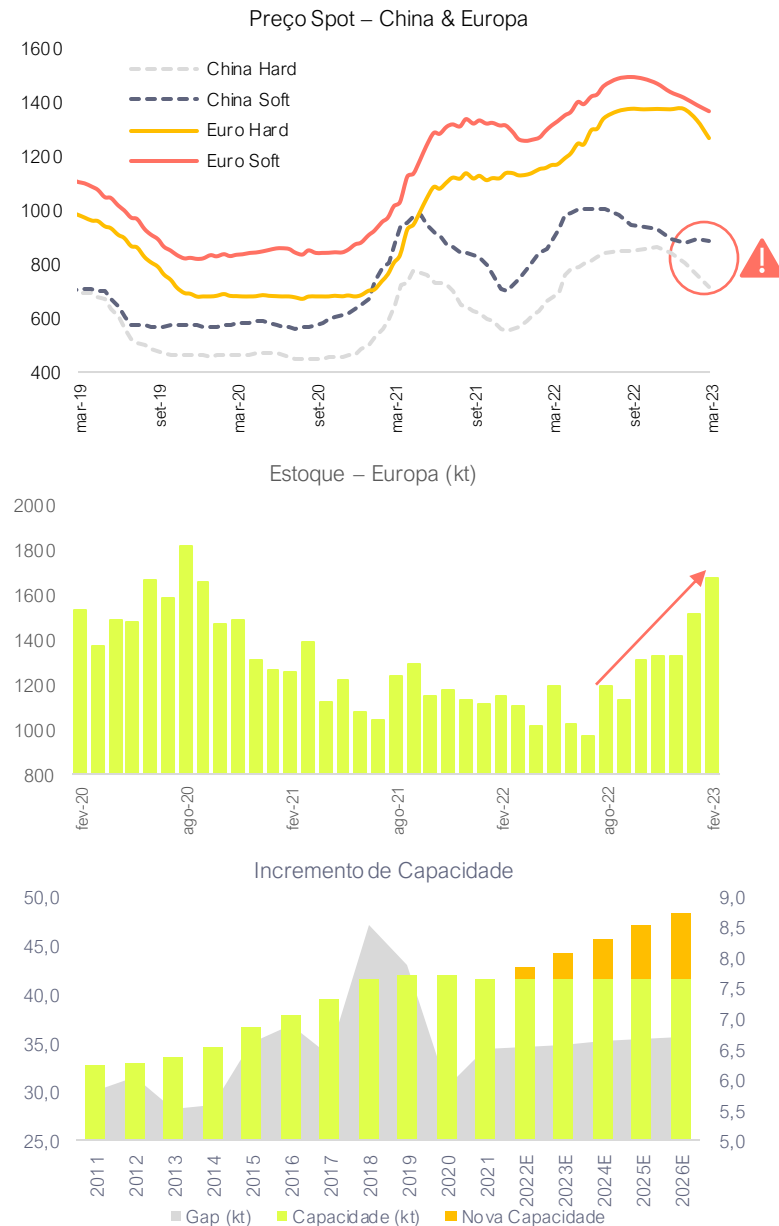
O Crédito Consignado para pensionistas do INSS representou cerca de **2,7%** de toda a Concessão de Crédito para PFs nos últimos doze meses.

Celulose

05 de abril de 2023

- Para a celulose de fibra curta (*hardwood*/BHKP), continuamos a ver em março um movimento forte de queda no mercado chinês e europeu. Ainda que, em teleconferência de resultados, a Suzano tenha defendido que esta pode ser limitada pela retomada do consumo na China, pela ocorrência de paradas programadas ao longo do ano e pelo fato do custo da madeira ser um impeditivo para que um maior incremento de oferta chegue ao mercado durante o atual ciclo, seguimos acreditando que as ações do setor podem seguir pressionadas.
- No lado da oferta, vemos os incrementos oriundos de novos projetos da Arauco e da UPM chegando ao mercado e tais devem chegar com mais força no 2S23. Este movimento costuma ser sucedido de antecipação de consumo por parte de consumidores, que procuram preços menores diante da expansão da oferta. Em que pese o alto grau de custos impedir uma queda maior e por conseguinte, uma convergência à média histórica, seguimos atentos à dinâmica de preços e ainda temos queda de preço como cenário base para o médio/longo prazo.
- Na Europa, os níveis de estoques nos portos aumentaram em fevereiro.
- Suzano e Klabin seguem observando dificuldades operacionais em função dos altos custos (entre eles combustíveis, soda cáustica e ácido sulfúrico). Ademais, os altos investimentos em que incorrerão ao longo do atual ciclo devem seguir impedindo uma melhor geração de caixa e um *derisking* de suas ações por parte do mercado.

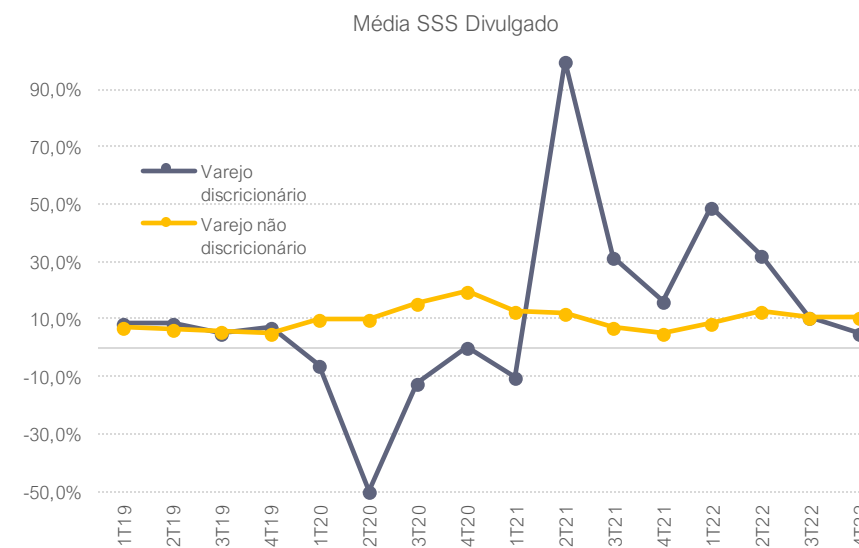
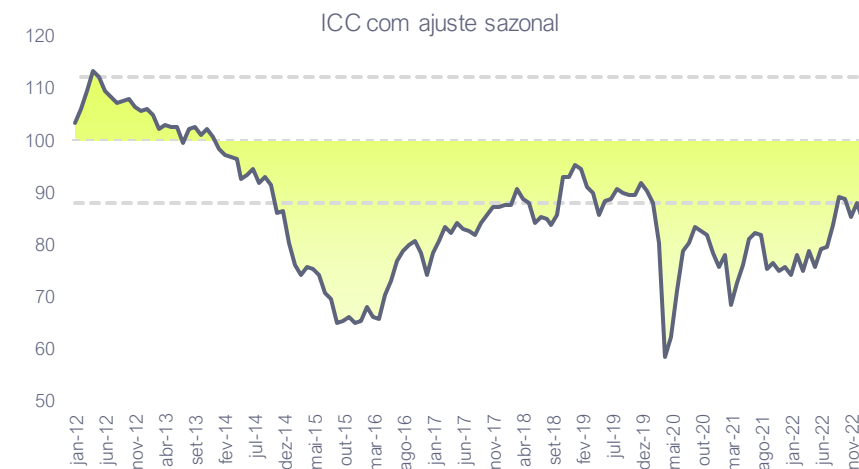
Juntamos os preços já decrescentes com a nossa desconfiança quanto à capacidade de geração caixa por parte de Suzano e Klabin em 2023 em função de seus altos fortes ciclos de investimento e seguimos mantendo uma visão menos otimista para as ações do setor. Seguimos discutindo a velocidade do freio e nenhum catalisador para o setor.



Consumo

05 de abril de 2023

- Em março, o setor de consumo seguiu pressionado pelo ambiente político-econômico nacional.
- As associações de varejistas e empresários do setor pressionam o governo para aplicar os mesmos impostos do mercado interno nas importações, afetando os principais players, como Shein, Shopee e AliExpress (um claro sinal de que essa concorrência está incomodando)
- Recentemente tivemos rumores de uma possível mudança nas regras de incentivos de ICMS do Governo que afetariam as empresas, em especial as do varejo. O objetivo seria aumentar a arrecadação da União, em detrimento do lucro das empresas.
- O índice de confiança do consumidor teve melhora marginal, mas ainda se encontra em patamar restritivo. Não esperamos mudanças significativas no curto prazo, mas a redução gradual do endividamento das famílias, no médio prazo e considerando tudo mais constante, pode ajudar neste indicador. Entretanto, outros indicadores afetam o ICC, como renda, inflação e juros.
- Por fim, entendemos que as empresas de consumo não discricionário continuam sendo as melhores escolhas para o momento, como **Multiplan (MULT3)**, **Assaí (ASAI3)**, **Arezzo (ARZZ3)** e **Raia Drogasil (RADL3)**.
- Estamos atentos as questões políticas e econômicas que podem impactar a tributação do setor de moda e atentos aos possíveis impactos em nossa cobertura, sobretudo com **Lojas Renner (LREN3)**, **Arezzo (ARZZ3)** e **Grupo Soma (SOMA3)**.
- Enquanto isso, optamos por nos manter cautelosos com empresas mais dependentes de um cenário favorável e empresas que estão passando por momentos de reestruturação operacional, como **Magazine Luiza (MGLU3)**, **Pão de Açúcar (PCAR3)**, **Natura (NTCO3)** e **Petz (PETZ3)**.



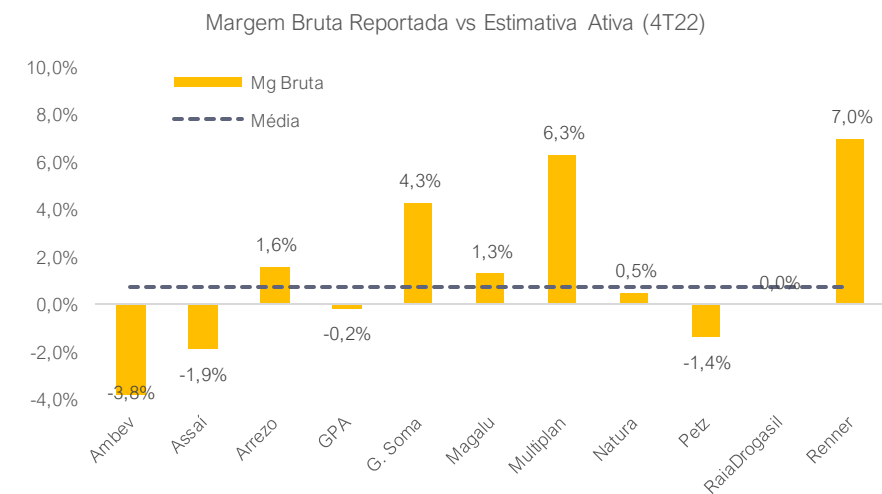
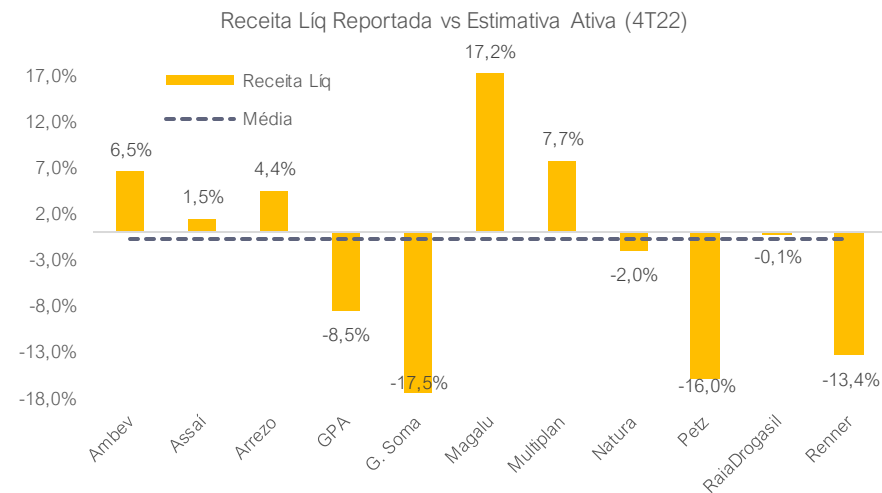
Consumo

05 de abril de 2023

Panorama de resultados trimestrais

- Em março encerramos a temporada de resultados trimestrais das principais empresas do setor de consumo. O maior impacto no setor foi nas despesas financeiras, consequência de uma alta taxa de juros, que impactaram o lucro líquido de diversas empresas. Acreditamos que, enquanto a taxa de juros não ceder, ainda veremos esse impacto nos resultados.
- Dentre as empresas que reportaram bons resultados, destacamos **Multiplan (MULT3)**, **Assaí (ASAI3)**, **Ambev (ABEV3)**, **Raia Drogasil (RADL3)** e **Magazine Luiza (MGLU3)**. Essas empresas reportaram resultados acima de nossas expectativas, com exceção de Assaí, que sofreu pressão no Ebitda devida as despesas operacionais.
- Enquanto isso, **Pão de Açúcar (PCAR3)**, **Petz (PETZ3)** e **Natura (NTCO3)** reportaram resultados mais fracos. Pão de Açúcar segue sendo impactado pelo processo de reestruturação e a Petz vem sofrendo pressão nas margens e fraco desempenho em lojas físicas e sinergias com suas aquisições.
- Já as varejistas de moda, **Lojas Renner (LREN3)**, **Arezzo (ARZZ3)** e **Grupo Soma (SOMA3)**, entregaram resultados mistos, com impactos no resultado financeiro. Grupo Soma entregou resultados em linhas com nossas expectativas, assim como Lojas Renner. Já a Arezzo entregou resultados bons, mas sofreu em seu same store sales.
- Vale pontuar que a Americanas adiou a divulgação de seus resultados, que ocorreriam no dia 29, e ainda não divulgaram a nova data.

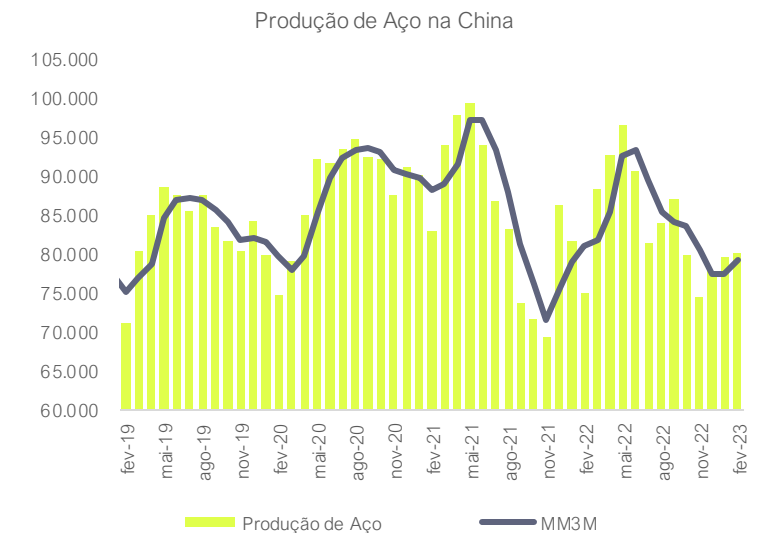
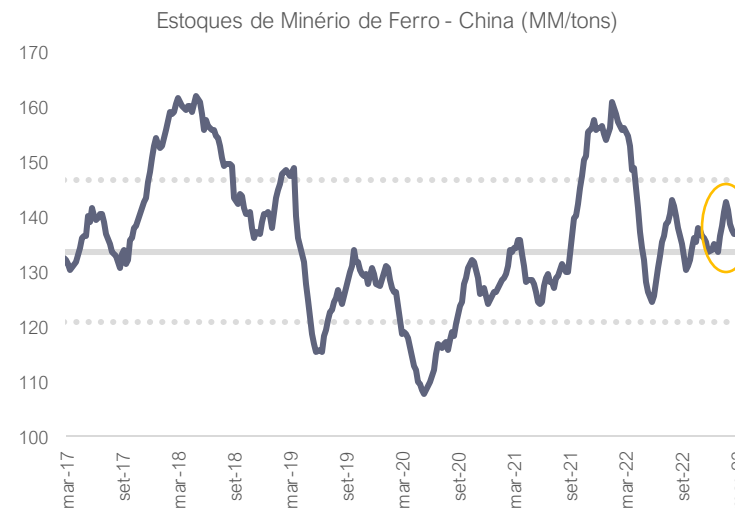
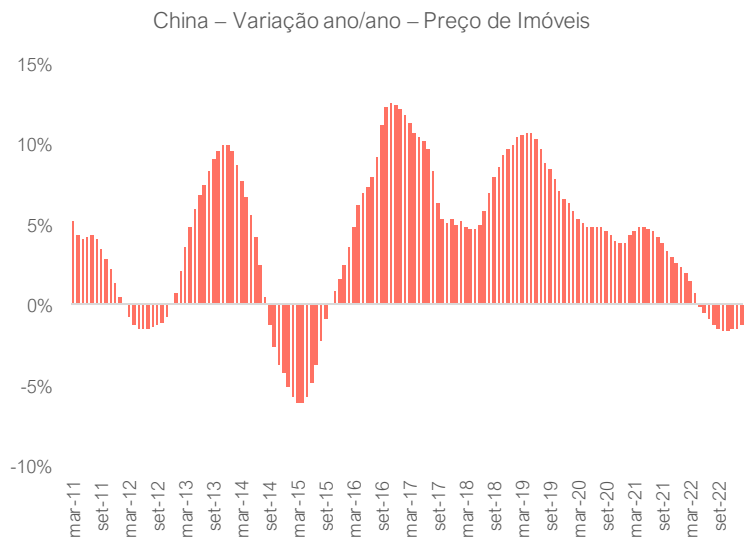
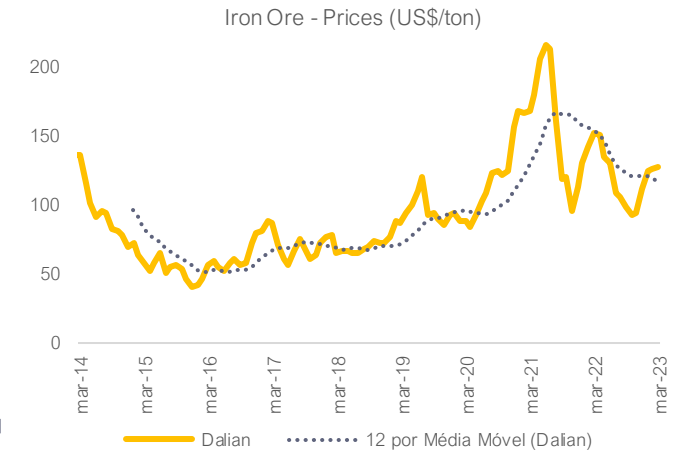
No geral, as empresas entregaram uma Receita, em média, 1,2% abaixo do esperado, e uma Margem Bruta, em média, 0,7% acima das nossas estimativas. Em parte, os números mostram que as empresas tem buscado preservar sua rentabilidade, sacrificando um pouco suas vendas, o que faz sentido diante de um cenário de juros altos e exigências mais duras dos bancos para a aprovação de novas linhas de crédito.



Minério de Ferro

05 de abril de 2023

- Quanto a oferta, as exportações brasileiras em fevereiro ficaram em linha com a média histórica para o mês.
- Pequim segue apresentando questões para mostrar sinais mais claros quanto a potência e velocidade de sua recuperação econômica. Em março, verificamos uma queda nos estoques nos portos chineses, embora estes ainda estejam levemente acima da média de cinco anos. O PMI industrial do país ainda está acima de 50, o que denota expansão, mas apresentou queda em março frente à fevereiro. Seguimos ainda notando que a variação dos preços de imóveis segue em terreno negativo.
- No mercado de aço, vemos a produção crescendo apenas gradualmente. No mercado de minério de ferro, vemos a importação da China acima da média de 5 anos. Neste cenário, os preços conseguiram se manter entre US\$ 120/ton – 130/ton, mas podem começar a ceder a partir deste 2S22 com a melhora na produção oriunda do hemisfério sul.
- Seguimos neutros em Vale, acreditamos que os preços de minério tendem a se mostrar mais comportados nos próximos meses e vendo seu *valuation* atual próximo entre 4,0x e 5,0x (Ebitda 23) como justo.



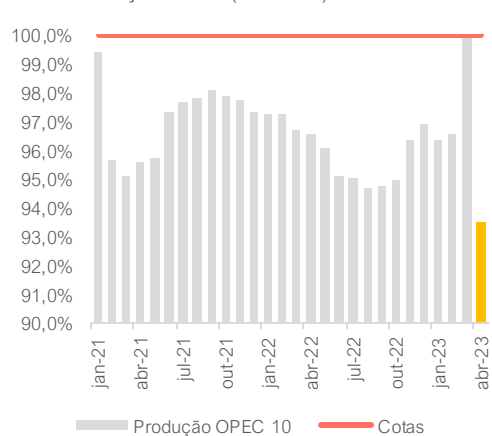
Petróleo

05 de abril de 2023

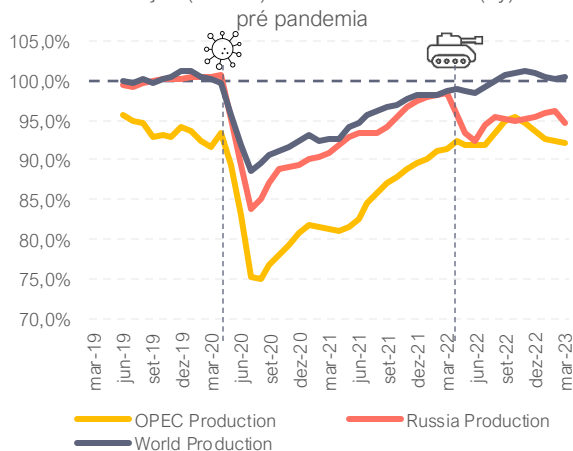
- Após permanecer cotado á menos de US\$ 80/barril durante os últimos dias com o receio do mercado de uma recessão nas economias desenvolvidas, o petróleo avançou forte nos últimos dias com a decisão voluntária de países da Opep+ em diminuir a sua produção.
- Observamos a decisão sob dois pontos de vista: um **político** e um **econômico**. No político, a decisão das nações desenvolvidas em não incrementar as suas capacidade de produção de fósseis acabou colocando um forte *pricing power* sobre a Opep, que hoje dispõe de cerca de 30% da oferta global. Numa decisão que mostra um maior alinhamento ao oriente (Rússia e Irã), o cartel mostra que a diplomacia americana está longe prevalecer sobre os interesses do grupo. No ponto de vista econômico, o movimento pode ter sido uma antecipação de retração de consumo em resposta aos movimentos de distúrbios de crédito envolvendo instituições financeiras nos EUA e na Europa além do estagio atual de juros no mundo e a sua perspectiva de crescimento.
- Na China, importante vetor envolvendo a demanda para os próximos meses, o nível de importação decaiu em fevereiro. Ainda que o movimento seja sazonal, não vemos nos dados do país uma confirmação evidente sobre o ímpeto de seu processo de retomada.
- Nos EUA, os últimos dados de estoques apontam para um maior diferença entre as dinâmicas entre os estoques de petróleo cru, que segue acima da média dos últimos três anos, e de derivados, que seguiu apresentando quedas nas últimas semanas. Acreditamos que a chegada do verão no hemisfério norte pode acelerar esta dinâmica e pressionar para cima os preços internacionais.

Nossa visão é de um petróleo resiliente, mas ainda volátil e tendo como principais riscos os movimentos das autoridades monetárias globais e uma eventual frustração no retorno chinês. Gostamos de PetroRio (PRIO3) e seguimos preocupados com Petrobras, onde mostraremos nos próximo *slide* as principais fontes desta inquietação.

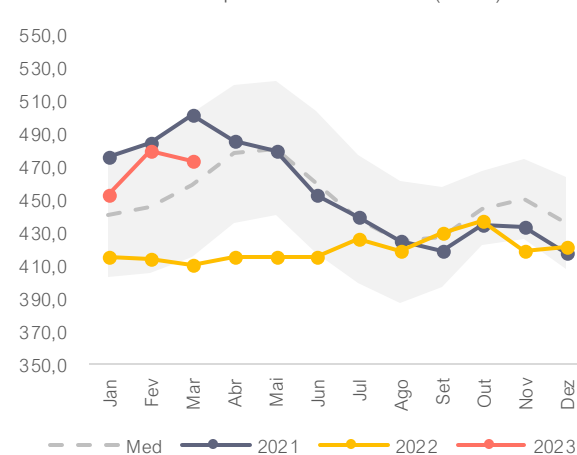
Produção OPEP (MMboed) x Quotas



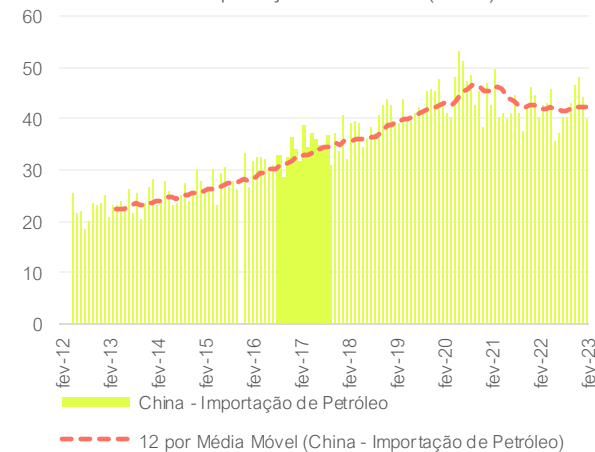
Produção (MM3M) como % da mediana (2y)



EUA – Estoque de Petróleo Bruto (MM/b)



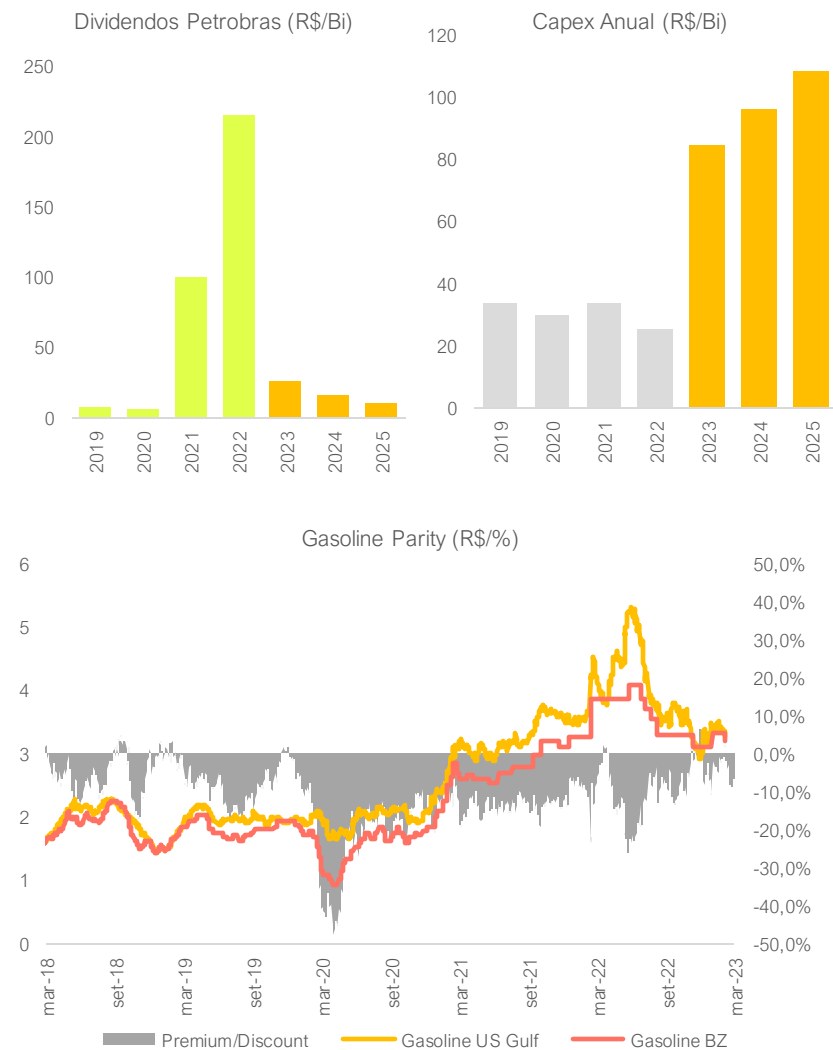
China - Importação de Petróleo (MM/b)



Petrobras

05 de abril de 2023

- Nova política de dividendos** – Acreditamos que a companhia desvinculará nos próximos dias a sua política de dividendos da sua geração de caixa. Atualmente, sua fórmula de dividendos preconiza o pagamento da diferença de 60% entre a sua geração de caixa e investimentos. Acreditamos que a companhia deve estabelecer o patamar mínimo vigente de 25% do lucro líquido. De maneira resumida, a companhia ainda pagará dividendos em 2023, mas num montante consideravelmente menor que nos últimos anos.
- Nova fórmula de preços de derivados:** A retirada imediata de oferta por parte da OPEP (mais que a produção brasileira se considerarmos os movimentos feitos desde outubro) mostra que dispor de uma precificação de combustíveis que não respeite a lógica internacional pode ser prejudicial à qualquer empresa de petróleo no mundo. Ressaltamos que, desde que assumiu, Prates já promoveu dois cortes no diesel e um na gasolina. Ainda que, a época dos anúncios, existisse lastro para tais movimentos, não vemos uma eventual execução de movimento reverso com a mesma celeridade no caso dos preços continuarem subindo. Ademais, o atual ministro de MME já informou sobre a mudança da política de preços da companhia, que passaria a considerar os custos de produção locais. Neste sentido, acreditamos que Petrobras utilizará de sua atual condição financeira e da diminuição da remuneração ao acionista para atuar mais diretamente em prol de sua função social.
- Eólicas Offshore:** Nos preocupa o interesse em analisar sete possíveis localidades. Ainda que convergente com pares ocidentais, dispomos de uma ampla sobreoferta de energia em nosso país e não vemos atratividade suficiente nestes projetos, sobretudo se compararmos com os retornos obtidos no pré-sal, onde a companhia dispõe de vantagens competitivas mais facilmente exploráveis.
- Governança:** Com a diretoria renovada, a companhia deve começar a se movimentar de forma mais forte em direção aos seus planos. Neste mês, por exemplo, vence o mandato do atual diretor de governança. Será interessante verificarmos como será esta sucessão, visto que para ocupação do cargo é necessário dispor da aprovação de pelo menos um membro minoritário do *board*.
- Nossa visão é que os múltiplos da empresa devem seguir pressionados.** A recente alta do petróleo joga uma dose maior de preocupação com a costura de sua nova política de derivados para o país e a chegada da nova direção da empresa deve acelerar a implementação dos atuais planos para investimentos e dividendos.



Proteínas

05 de abril de 2023

Bovinos

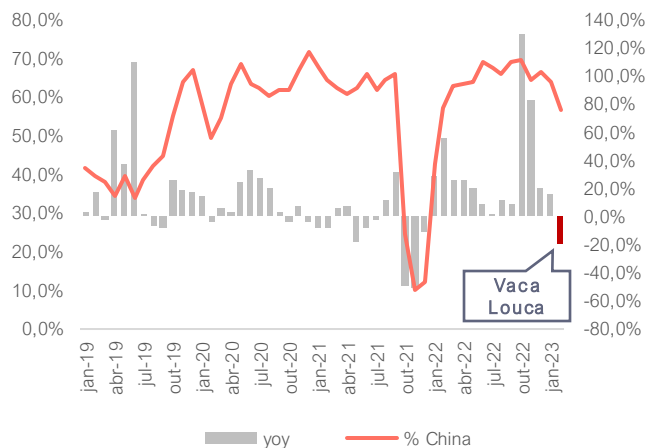
- Caso isolado de Vaca Louca suspende as exportações de carne bovina para a China, durante o mês março (entre 23/02 e 23/03).
- A suspensão retraiu as exportações, mesmo com os exportadores tentando redirecionar para outros mercados, como a China detém a maior participação do destino da carne, não teve como evitar a queda.
- Entretanto, no fim de março, uma vez que se tratava de caso isolado, a China retomou o comércio. Portanto, o caso pode afetar o resultado do 1T23, mas não deve afetar a percepção dos investidores, de um forte ano de exportações para a China.

Frango

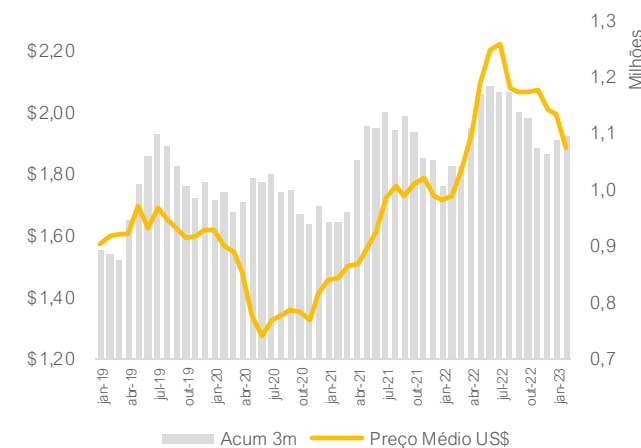
- As exportações de frango, seguem sólidas em termos de volume (toneladas), mas demonstrando fraqueza no preço médio exportado
- Ganha os jornais e a preocupação dos investidores, o aumento do número de casos de gripe aviária na América do Sul, trazendo receios quanto a um contágio no plantel doméstico. Embora o Brasil possua um bom histórico de controle sanitário nessa questão, os riscos existem e pesam no setor.

Seguimos com nossa preferência para Minerva (BEEF3) devido ao momento propício para exportações de carne bovina para a China, além dos benefícios do ciclo do boi mais favorável no Brasil, contribuindo positivamente para a margem bruta.

Exportação de Carne Bovina - Volume



Exportação de Aves - Volume



AviSite
O PORTAL DA AVICULTURA

Sul do Brasil permanece em alerta máximo para gripe aviária

📅 23 março, 2023 | São Paulo, SP | -Saúde Animal

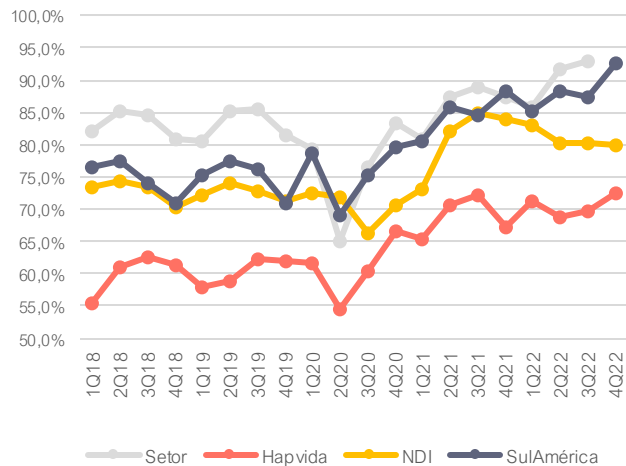
<https://www.avisite.com.br/sul-do-brasil-permanece-em-alerta-maximo-para-gripe-aviaria/>

Saúde

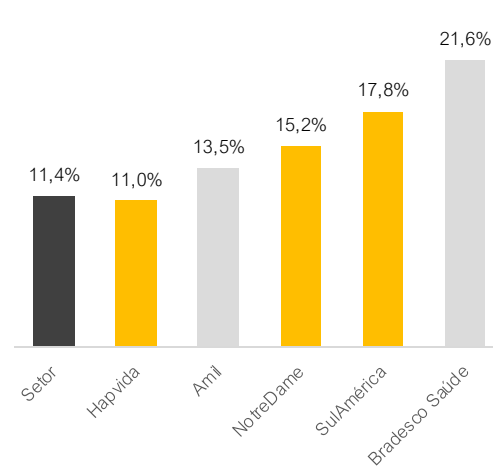
05 de abril de 2023

- Como já abordamos, os resultados do 4T22 apresentados pelas companhias vieram abaixo das estimativas já pessimistas, em um trimestre sazonalmente mais fraco e que contou com mais feriados e a Copa do Mundo, a sinistralidade de Hapvida, Notredame e SulAmérica vieram acima ou em linha com o 3T22. Novamente, a justificativa para o resultado decepcionante foi a alta frequência de utilização, onde ressaltamos o aumento dos casos de fraude de reembolso, os quais se destacaram nas notícias no final do ano passado.
- Com esse cenário, estamos observando uma força relevante das maiores operadoras de saúde em repassar nas mensalidades o incremento dos custos assistenciais. Em fevereiro desse ano, vemos o repasse de planos coletivos do setor em 11,4%, número que é ainda maior nas grandes operadoras, principalmente as com maior presença na região Sudeste. Nos planos individuais, devemos ter um reajuste feito pela ANS de 10%, número que consideramos baixo dado o aumento acumulado do VCMH nos últimos meses.
- Adiante, vemos um setor na tentativa de recuperar suas margens, as quais foram negativas nos últimos dois trimestres. O reajuste dos planos, em conjunto com um crescimento menos relevante da frequência de utilização, devem contribuir para esse cenário. Contudo, entendemos que deverá ocorrer um maior número de downgrades nos planos por parte dos beneficiários, o que gera um efeito mix e não contribui para o consolidado crescer na mesma magnitude dos repasses. Além disso, um mercado de trabalho mais fraco em comparação ao ano passado e os altos reajustes devem levar a um crescimento negativo no número de beneficiários, com as operadoras priorizando rentabilidade frente ao crescimento. Sendo assim, continuamos neutros em Hapvida (HAPV3), mesmo com o valuation atual, onde vemos muitos desafios no curto prazo para o setor como um todo.

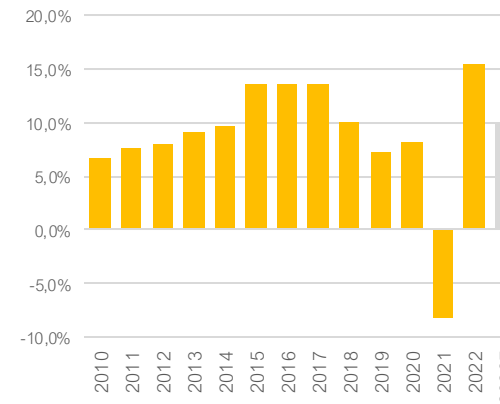
Sinistralidade Setor x Hapvida



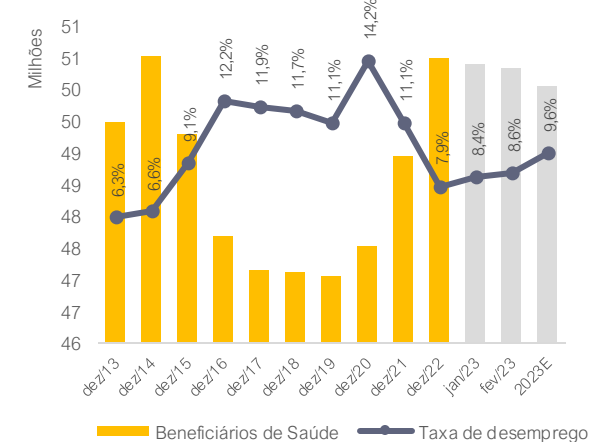
Reajuste de Planos Coletivos - Fev/23



Reajustes Planos Individuais - ANS



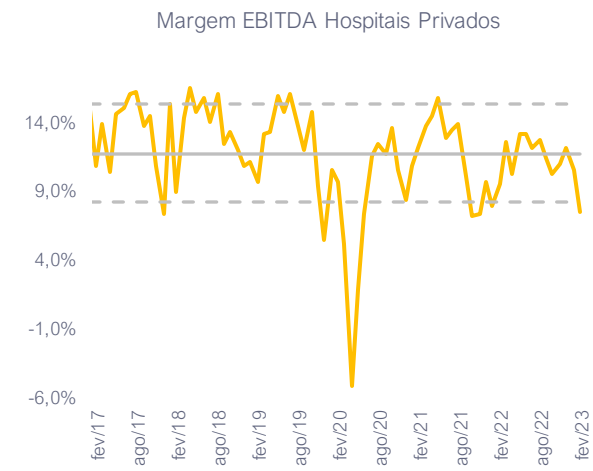
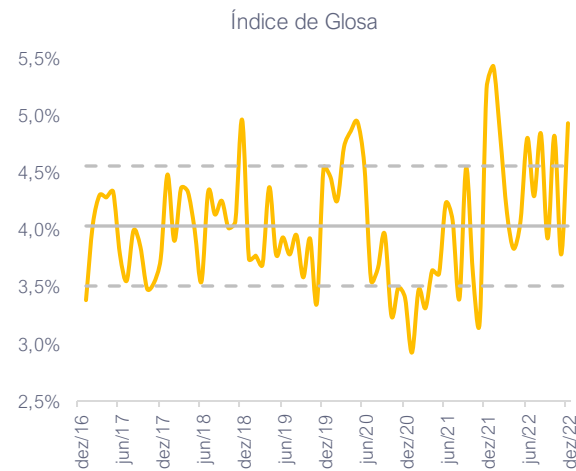
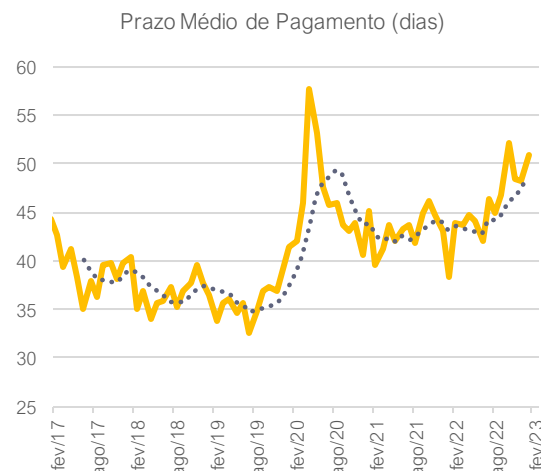
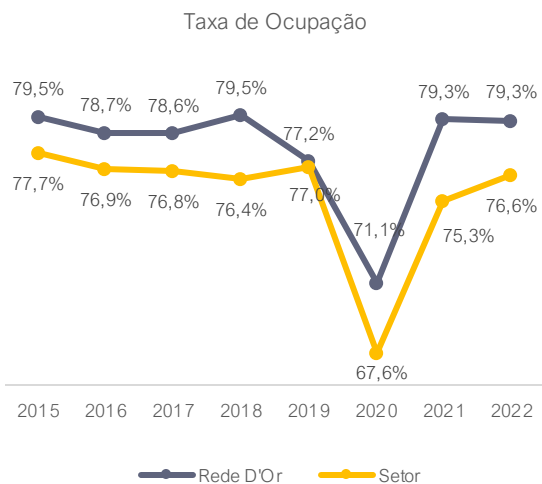
Beneficiários de Saúde x Desemprego



Saúde

05 de abril de 2023

- Para os hospitais privados, identificamos um cenário também alarmante, onde as dificuldades das operadoras acabam afetando o restante das empresas de saúde.
- Do lado positivo, a taxa de ocupação do setor hospitalar têm voltado a sua média histórica após a pandemia.
- De negativo, nos últimos trimestres, as operadoras têm aumentado o prazo de pagamento aos hospitais, além de ter ocorrido um crescimento no índice de glosas, que correspondem a recusa de pagamento dos planos de saúde aos hospitais pelos serviços prestados aos beneficiários.
- Esse cenário têm se tornado tão conflitante que a participação na receita bruta dos hospitais dos convênios caiu incríveis 7,6 p.p.
- Com a dificuldade de negociação de reajustes com as operadoras, em conjunto com o avanço da inflação médica, principalmente vindo dos custos de pessoal (médicos e enfermeiros), os hospitais também tem enfrentado um cenário de margens mais apertadas, os levando a resultados ruins no bottom line, principalmente quando incluímos as despesas financeiras com o patamar de juros atual. Sendo assim, entendemos que o cenário também é adverso para as companhias, porém, identificamos que muito já está no valuation e os reajustes desse ano devem trazer maior alívio aos mesmos. Por esses motivos, mais diferenciais micro, como a captura de sinergias e forte crescimento orgânico, nós temos recomendação de compra para a Rede D'Or (RDOR3) e é a nossa top pick do setor.



Cobertura

05 de abril de 2023

Empresas & Setores		Preço-alvo	Potencial	Cotaç 05/04/23	Últim. 30 dias	No ano (YTD)	Últ. 12 meses	Mkt Cap (R\$ milhões)	Liquidez ¹ (R\$ milhões)
Aéreo & Turismo									
AZUL4	Azul SA	R\$ 32,00	196,3%	R\$ 10,80	54,8%	1,8%	-54,9%	R\$ 3.769	R\$ 132,1
Aço & Minério									
VALE3	Vale SA	R\$ 92,00	19,7%	R\$ 76,89	-10,7%	-10,3%	-14,1%	R\$ 354.812	R\$ 1.744,9
GGBR4	Gerdau	R\$ 32,00	33,1%	R\$ 24,04	-10,9%	-10,7%	-1,8%	R\$ 41.880	R\$ 269,9
USIM5	Usiminas	R\$ 7,00	-1,3%	R\$ 7,09	-0,3%	0,0%	-46,2%	R\$ 9.320	R\$ 95,7
Bancos									
ITUB4	Itau Unibanco	R\$ 34,00	38,8%	R\$ 24,49	2,5%	-0,6%	-5,5%	R\$ 222.521	R\$ 863,5
BBDC4	Bradesco	R\$ 18,80	42,2%	R\$ 13,22	2,1%	-9,5%	-29,7%	R\$ 132.216	R\$ 621,3
BBAS3	Banco do Brasil	R\$ 44,80	14,4%	R\$ 39,15	4,8%	16,4%	28,0%	R\$ 112.769	R\$ 502,5
Consumo									
ABEV3	AmBev	R\$ 16,70	16,0%	R\$ 14,40	10,1%	-0,6%	0,0%	R\$ 227.653	R\$ 386,1
NTCO3	Natura & Co	R\$ 18,20	53,6%	R\$ 11,85	-8,9%	12,9%	-52,8%	R\$ 18.163	R\$ 210,9
PETZ3	Petz	R\$ 10,00	77,3%	R\$ 5,64	-3,4%	-4,5%	-68,6%	R\$ 2.770	R\$ 66,4
Consumo - Digital									
MGLU3	Magazine Luiza	R\$ 4,20	28,0%	R\$ 3,28	6,6%	17,5%	-55,2%	R\$ 21.768	R\$ 470,9
Consumo - Moda									
LREN3	Lojas Renner	R\$ 28,00	87,0%	R\$ 14,97	-12,4%	-24,1%	-45,9%	R\$ 14.849	R\$ 300,0
SOMA3	Grupo Soma	R\$ 17,40	131,4%	R\$ 7,52	-5,2%	-25,8%	-51,0%	R\$ 5.911	R\$ 64,6
ARZZ3	Arezzo & Co	R\$ 105,70	77,2%	R\$ 59,66	-15,3%	-19,7%	-31,5%	R\$ 6.938	R\$ 101,8
Construção									
MRVE3	MRV	R\$ 9,50	48,0%	R\$ 6,42	13,4%	-17,5%	-49,4%	R\$ 3.038	R\$ 81,3
EZTC3	Ez. Tec	R\$ 16,10	28,5%	R\$ 12,53	3,5%	-8,2%	-35,6%	R\$ 2.720	R\$ 35,6
Distribuição de Combustíveis									
VBBR3	Vibra Energia	R\$ 29,00	103,9%	R\$ 14,22	-4,1%	-8,7%	-37,8%	R\$ 16.570	R\$ 136,9
UGPA3	Ultrapar	R\$ 18,00	25,8%	R\$ 14,31	9,2%	13,4%	2,6%	R\$ 15.851	R\$ 82,6
Educação									
COGN3	Cogna	R\$ 2,70	50,8%	R\$ 1,79	-10,1%	-16,0%	-42,0%	R\$ 3.346	R\$ 52,7
YDUQ3	Yduqs	R\$ 12,20	72,3%	R\$ 7,08	4,3%	-31,6%	-68,0%	R\$ 2.155	R\$ 36,2
Elétrico									
ELET3	Eletrobras - ON	R\$ 60,00	82,7%	R\$ 32,84	1,8%	-20,8%	-14,3%	R\$ 77.675	R\$ 362,0
EGIE3	Engie	R\$ 45,00	12,6%	R\$ 39,98	2,5%	6,2%	-2,9%	R\$ 32.879	R\$ 70,2
CPL6	Copel	R\$ 9,70	35,9%	R\$ 7,14	3,0%	-9,6%	6,3%	R\$ 18.785	R\$ 92,2
EQTL3	Equatorial	R\$ 29,00	6,3%	R\$ 27,27	9,8%	2,1%	3,4%	R\$ 31.221	R\$ 185,6
TAEE11	Taesa	R\$ 36,00	2,3%	R\$ 35,18	-1,3%	5,4%	-8,1%	R\$ 12.140	R\$ 71,1

Empresas & Setores		Preço-alvo	Potencial	Cotaç 05/04/23	Últim. 30 dias	No ano (YTD)	Últ. 12 meses	Mkt Cap (R\$ milhões)	Liquidez ¹ (R\$ milhões)
Farma									
RADL3	RaiaDrogasil	R\$ 25,20	2,1%	R\$ 24,67	8,9%	3,3%	3,0%	R\$ 40.539	R\$ 134,0
Papel & Celulose									
SUZB3	Suzano	R\$ 70,00	70,8%	R\$ 40,98	-12,1%	-12,2%	-18,0%	R\$ 56.169	R\$ 231,7
Proteínas									
JBSS3	JBS	R\$ 33,00	91,6%	R\$ 17,22	-11,2%	-20,6%	-50,9%	R\$ 38.770	R\$ 184,7
BRFS3	BRF	R\$ 12,10	95,2%	R\$ 6,20	-8,8%	-26,0%	-66,6%	R\$ 6.647	R\$ 151,2
BEEF3	Minerva	R\$ 19,10	94,5%	R\$ 9,82	-14,4%	-22,1%	-20,2%	R\$ 6.144	R\$ 101,6
Petróleo & Químico									
PETR4	Petrobras - PN	R\$ 28,00	15,0%	R\$ 24,35	-5,6%	-0,9%	26,6%	R\$ 340.151	R\$ 1.417,1
PRI03	PetroRio SA	R\$ 46,00	37,3%	R\$ 33,50	-2,5%	-9,0%	39,0%	R\$ 30.083	R\$ 367,6
Saneamento e Resíduos									
SBSP3	Sabesp	R\$ 72,00	44,4%	R\$ 49,87	-1,2%	-11,1%	0,6%	R\$ 34.773	R\$ 159,2
Saúde									
HAPV3	Hapvida NotreDame	R\$ 6,20	162,7%	R\$ 2,36	-7,5%	-51,2%	-79,9%	R\$ 17.747	R\$ 259,9
RDOR3	Rede D'Or São Luiz	R\$ 37,40	73,1%	R\$ 21,60	-5,6%	-26,3%	-56,8%	R\$ 50.012	R\$ 132,5
Seguros & Serviços Financeiro									
B3SA3	B3 SA	R\$ 16,30	51,1%	R\$ 10,79	3,5%	-16,9%	-30,6%	R\$ 66.162	R\$ 485,4
BBSE3	BB Seguridade	R\$ 38,30	17,3%	R\$ 32,65	-2,7%	3,5%	40,1%	R\$ 66.390	R\$ 188,3
Shoppings									
MULT3	Multiplan	R\$ 31,00	23,5%	R\$ 25,11	7,0%	14,6%	2,7%	R\$ 14.136	R\$ 107,5
Supermercados									
ASAI3	Assai	R\$ 23,10	65,4%	R\$ 13,97	-16,3%	-24,7%	-9,0%	R\$ 19.826	R\$ 181,8
PCAR3	Pão de Açúcar	R\$ 23,00	58,8%	R\$ 14,48	1,5%	-11,5%	-41,7%	R\$ 3.956	R\$ 48,8
Telecom									
VIVT3	Vivo	R\$ 49,20	26,7%	R\$ 38,84	2,7%	5,2%	-22,6%	R\$ 64.986	R\$ 88,4
Transp & Log & Infra									
RENT3	Localiza	R\$ 78,60	48,8%	R\$ 52,81	1,3%	0,8%	-11,6%	R\$ 52.896	R\$ 374,2
MOVI3	Movida	R\$ 9,70	24,4%	R\$ 7,80	24,1%	1,8%	-52,1%	R\$ 2.823	R\$ 28,7
TI & Tech									
TOTS3	Totvs	R\$ 34,80	22,5%	R\$ 28,40	5,1%	6,2%	-21,5%	R\$ 18.002	R\$ 126,2
LWSA3	Locaweb	R\$ 11,50	144,7%	R\$ 4,70	0,4%	-32,1%	-54,8%	R\$ 2.839	R\$ 46,3

Fonte: Guia de Ações – Ativa Investimentos

https://bit.ly/guia_acoes_0504_pdf

Disclaimer

Este relatório foi elaborado exclusivamente pela Ativa Investimentos e está sendo fornecido exclusivamente para fins informativos. As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas a mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação prévia, exceto quando encerrar a cobertura do emissor dos títulos discutidos neste relatório.

Este relatório não é uma oferta ou solicitação de qualquer instrumento financeiro. Antes de tomar a decisão de aplicar em qualquer operação, os potenciais investidores devem considerar cuidadosamente sua própria situação financeira, seus objetivos de investimento, todas as informações disponíveis e, em particular, avaliar os fatores de risco aos quais o investimento está sujeito. Os investidores deverão procurar aconselhamento financeiro em relação aos produtos ou estratégias de investimentos discutidas neste relatório, quando necessário. Os investidores devem observar que os rendimentos de títulos ou outros investimentos, mencionados neste relatório, podem flutuar e o preço de tais títulos e investimentos pode aumentar ou diminuir. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro. A Ativa Investimentos não aceita responsabilidade por qualquer perda direta ou indireta decorrente do uso deste relatório.

Os traders e demais profissionais da Ativa Investimentos e das empresas do conglomerado podem realizar comentários ou estratégias de negociação que refletem opiniões contrárias à opinião expressa neste relatório. Esses comentários de mercado ou estratégias de negociação refletem os diferentes prazos, premissas, visões e métodos analíticos das pessoas que as elaboraram, e a Ativa Investimentos e seu conglomerado não possuem nenhuma obrigação de garantir que tais comentários de mercado ou estratégias de negociação sejam levados ao conhecimento de qualquer destinatário deste relatório. Este relatório é baseado em informações publicamente disponíveis e que a Ativa Investimentos considera confiável, porém não representa que é preciso e/ou completo, sendo assim, não deve ser considerado como tal.

Research

research@ativainvestimentos.com.br

Atendimento

Capitais e Regiões Metropolitanas: 4007 2447

Demais Regiões: 0800 285 0147

atendimento@ativainvestimentos.com.br

Ouvidoria: 0800 717 7720

Institucional

Sales

+55 21 3515 0202

Ações | Renda Fixa | Mercados Futuros

Mesa RJ: +55 21 3515 0290

Mesa SP: +55 11 3339 7036

O seu mundo
ativa o nosso.



 **ativa**