



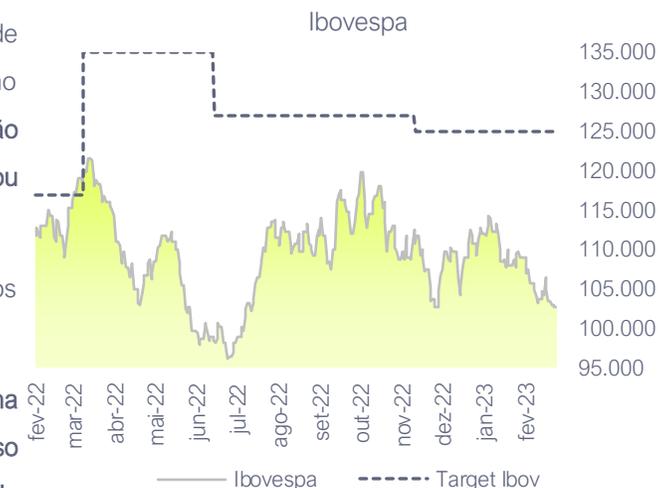
Monitor da Bolsa

Maio de 2023
Pedro Serra, CNPI

Resumo

08 de maio de 2023

- Com os ruídos vindo do lado político e jogando incertezas quanto ao cenário econômico doméstico, especialmente após uma proposta de Arcabouço Fiscal que não nos traz segurança, somado à incertezas quanto a economia americana que, embora apresente maior probabilidade de um pouso leve, segue demonstrando vigor nos seus indicadores econômicos, mantemos a nossa visão mais cautelosa para a bolsa no longo prazo. Entretanto, no curto prazo, somos marginalmente menos pessimistas, após eventos políticos demonstrarem que o executivo não detém um “cheque em branco”, e após uma ata do Copom mais “educada”. Dessa forma, nossa percepção de risco para o país ficou marginalmente melhor.
- Do lado do *valuation*, entendemos que a bolsa está descontada. Os resultados do 1T23 têm confirmado as estimativas de modo a reduzir os riscos de uma onda de revisões baixistas para os resultados esperados.



Nossa expectativa, então, é que podemos observar uma alta técnica de curto prazo num mercado com uma percepção menos pessimista na medida em que nos aproximamos de um momento em que será possível observar no horizonte o início do período de redução dos juros. Isso pode dar uma oportunidade mais tática, mas no Longo Prazo ainda seguimos cautelosos, com preocupações relevantes quanto a conduta da questão fiscal no Brasil.

Top Picks	Empresas & Setores		Recomendação	Preço-alvo	Potencial	Cotação 08/05/23	Últim. 30 dias	No ano (YTD)	Últ. 12 meses	EV/Ebitda ³		P/L ⁴		P/VPA ⁵		Dividendo - Yield ⁷	
										próx. 12m	Méd. 5anos	próx. 12m	Méd. 5anos	próx. 12m	Méd. 5anos	Últ. 12m	Próx. 12m
ARZZ3	Arezzo & Co	COMPRA	R\$ 105,70	65,8%	R\$ 63,74	6,1%	-19,1%	-24,1%	9,64x	15,11x	14,2x	21,4x	2,27x	4,91x	2,1%	2,4%	
BBDC4	Bradesco	NEUTRO	R\$ 18,80	23,4%	R\$ 15,23	11,9%	2,1%	-11,2%	n/a	n/a	7,5x	7,3x	0,95x	1,26x	6,2%	6,0%	
BEEF3	Minerva	COMPRA	R\$ 19,10	115,8%	R\$ 8,85	-6,6%	-29,3%	-29,9%	3,92x	5,29x	5,8x	7,3x	3,63x	3,40x	8,1%	8,8%	
CPL6	Copel	COMPRA	R\$ 10,00	28,7%	R\$ 7,77	9,9%	-0,8%	21,9%	5,54x	5,28x	9,2x	5,8x	0,99x	0,66x	11,4%	6,0%	
ITUB4	Itau Unibanco	COMPRA	R\$ 34,00	28,9%	R\$ 26,38	6,2%	5,5%	17,4%	n/a	n/a	7,2x	7,8x	1,38x	1,43x	2,0%	4,4%	
MULT3	Multiplan	COMPRA	R\$ 31,00	14,9%	R\$ 26,97	8,4%	25,0%	20,0%	11,62x	14,57x	20,0x	23,7x	2,31x	2,01x	2,3%	2,7%	
PRI03	PetroRio SA	COMPRA	R\$ 46,00	32,6%	R\$ 34,69	2,4%	-7,8%	29,2%	3,93x	4,96x	5,2x	8,9x	2,06x	1,97x	-	0,0%	
RADL3	RaiaDrogasil	COMPRA	R\$ 25,20	-6,3%	R\$ 26,90	7,9%	12,5%	39,2%	15,90x	17,82x	38,0x	34,9x	7,07x	6,51x	1,2%	0,9%	
RDOR3	Rede D'Or São Luiz	COMPRA	R\$ 37,40	51,5%	R\$ 24,69	10,2%	-19,5%	-32,5%	9,45x	14,96x	23,9x	36,6x	2,53x	4,85x	1,7%	0,9%	
RENT3	Localiza	COMPRA	R\$ 78,60	33,8%	R\$ 58,76	10,5%	10,6%	12,4%	7,74x	12,97x	19,9x	22,9x	2,40x	4,64x	2,3%	1,5%	
SBSP3	Sabesp	COMPRA	R\$ 65,00	41,8%	R\$ 45,83	-5,5%	-17,5%	7,4%	5,42x	5,69x	9,5x	9,0x	1,07x	1,11x	2,8%	2,6%	
TOTS3	Totvs	COMPRA	R\$ 34,80	26,9%	R\$ 27,43	-6,5%	-3,1%	-6,1%	13,16x	18,70x	23,1x	31,1x	3,13x	4,14x	1,2%	2,1%	
UGPA3	Ultrapar	NEUTRO	R\$ 17,00	0,8%	R\$ 16,86	14,4%	30,8%	35,9%	6,86x	8,09x	16,2x	14,9x	1,48x	1,86x	0,6%	3,2%	

Destaques do Mês

08 de maio de 2023

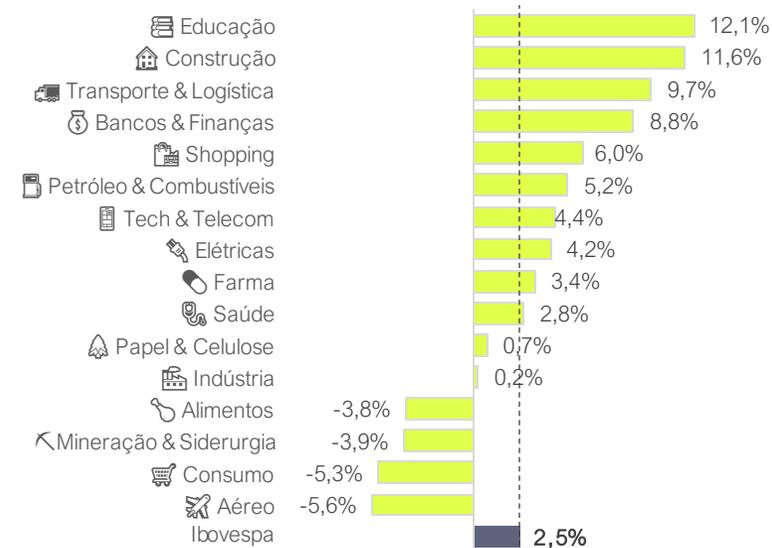
Performance recente

Após um mês turbulento, o Ibovespa fechou abril 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. Abril ficou marcado por diversos eventos, como os desdobramentos da questão creditícia envolvendo bancos nos EUA e Europa, Fed, Copom e a apresentação do novo Arcabouço Fiscal.

Eventos e destaques

- **Fed e Copom** –o Fed aumentou o juros em $0,25\%$ p.p. e demonstrou, como esperado, que pretende parar por aqui. Entretanto, a economia americana ainda apresenta sinais de aquecimento, colocando em cheque sua indicação. Por aqui, o Copom, conforme o esperado, manteve a Selic inalterada, porém surpreendeu com uma ata mais “educada”, que foi interpretada pelos investidores como um aceno à aproximação do início do período de redução da Selic.
- **Reestatizações** – durante o mês de abril e início de maio, vimos mais declarações e ações no sentido de reverter privatizações. Entre as empresas que estão no foco do governo, destaque para a Eletrobras e Vibra Energia. Na elétrica, a AGU entrou com um pedido no STF para que a União tenha voto proporcional, visto que após a capitalização, o poder de voto da União ficou limitado a 10%. No caso da Vibra Energia, rumores de que a Petrobras irá brigar para reaver a marca BR ou, até mesmo, fazer uma oferta pelo controle da Vibra. De um modo geral, o viés não é positivo para estas ações, uma vez que a privatização gerou muito valor ao acionista. No caso da Eletrobras, a discussão será nas vias jurídicas e, caso consiga reaver o poder de voto, virtualmente o governo irá ditar as regras na elétrica, podendo inclusive, retirar a *poison pill*. No caso da Vibra Energia, caso a Petrobras faça uma oferta, em torno de R\$ 22,00/ação como foi especulado, obviamente que seria positivo para os minoritários vendê-las com tal prêmio, mas por enquanto nada está confirmado além de existir outros caminhos que podem não ser tão positivos, como vias jurídicas ou pagamento em ações de Petrobras.

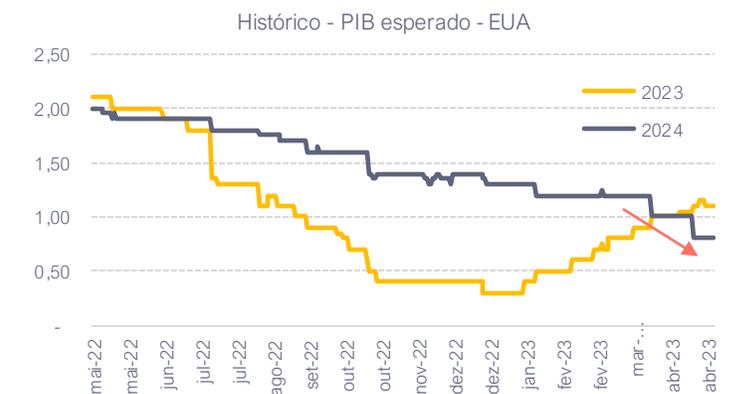
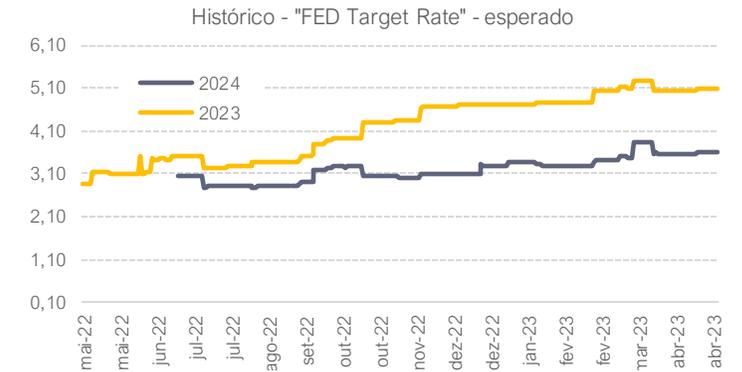
Performance - Ibovespa & Setores



Ambiente Macro

08 de maio 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. Recentemente (03/mai) a autoridade monetária americana elevou sua taxa de juros em 0,25%, deixando claro que deverá encerrar o ciclo de alta, mas podendo mantê-la neste patamar por mais tempo.
- Entretanto, vale notar que o mercado, como mostra o gráfico ao lado, ainda espera uma redução de juros já em 2024, com uma inflação controlada também para o mesmo ano.
- Quanto à atividade econômica americana, os economistas seguem revisando para baixo a sua expectativa para o PIB de 2024, o que vem trazendo preocupações aos mercados quanto a um risco de recessão cada vez maior.
- **Na China**, o mercado aguarda uma reação com a reabertura de sua economia pós pandemia (final de 2022). De fato a reabertura têm ocorrido, entretanto, mais recentemente, alguns dados vêm decepcionando trazendo ajustes nas expectativas, quanto ao “tamanho” dessa recuperação.
- **No Brasil**, o Copom manteve a sua taxa de juros inalterada na última reunião, do dia 03/05/23, como esperado. Do nosso lado, nos chamou a atenção para uma ata mais “educada”, o que pode ajudar nas relações do BC com o meio político. Além disso, alguns gestores já dão como certo de que nas próximas reuniões, já poderemos vislumbrar mudanças na ata que sinalizem alguma proximidade com o início do período de redução da Selic. Por enquanto, a inflação no longo prazo ainda não indica tal “folga”, mas podemos ver, ainda que inicialmente, parte do mercado antecipando tal movimento.
- O novo Arcabouço Fiscal foi apresentado em março e segue para sua tramitação nas casas legislativas. Simultaneamente, outras pautas surgiram trazendo novos elementos políticos, como as CPMLs e, além disso, tivemos eventos importantes como o veto dos decretos do Lula em relação ao marco regulatório do saneamento, dando um sonoro recado de que o executivo não possui uma base sólida e consolidada para “fazer o que bem entender”.
- Estamos marginalmente mais otimistas (ou menos pessimistas), com essa constatação de que a força política do PT não é invencível e de que o período de redução dos juros comecem a ser “visíveis no horizonte”. Embora positivo, o fluxo de indicadores econômicos (como resultado primário, dados de atividade e a inflação) futuro ainda carrega uma boa dose de risco de nos decepcionar.



Fluxo

08 de maio de 2023

Reversão do Fluxo de Capital estrangeiro:

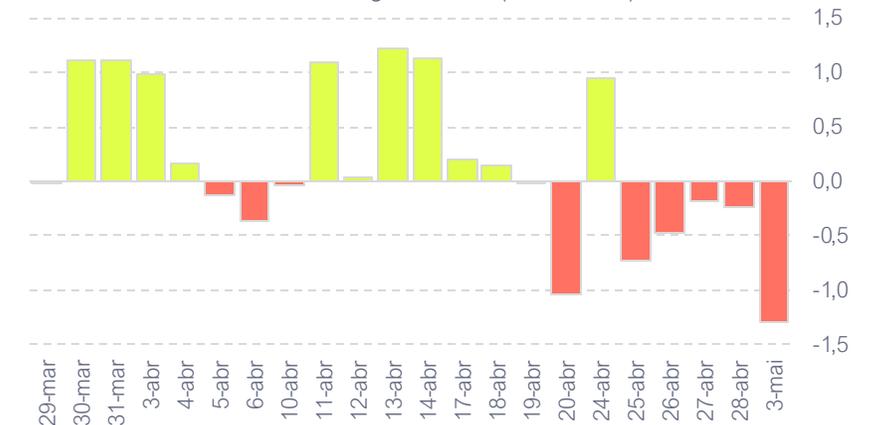
- Do final do mês de março até meados de abril, o fluxo foi majoritariamente comprador, revertendo sua tendência na metade seguinte
- Sob a ótica de 30 dias acumulado, o fluxo diminuiu a perda, permanecendo em patamar neutro.
- O fluxo de capital que entra no Brasil segue com características de ser um fluxo tático, que não deve permanecer por muito tempo. Isso ocorre devido ao momento do país e as incertezas aqui e lá fora.
- A cautela observada na segunda metade de abril se deve a preocupações de uma possível recessão severa nos EUA, o que é negativo para mercados emergentes. Entretanto, recentemente, os indicadores econômicos tem mostrado forte resiliência da economia americana, aliviando esse risco, mas trazendo dúvidas quanto a “parada” da subida de juros do Fed para conter a inflação.
- Localmente, os ruídos políticos não cessaram, mas tivemos eventos de demonstração de força do congresso, o que nos leva a entender que o governo executivo não possui um “cheque em branco”.

O fluxo deve seguir “errático” no longo prazo, 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

08 de maio de 2023

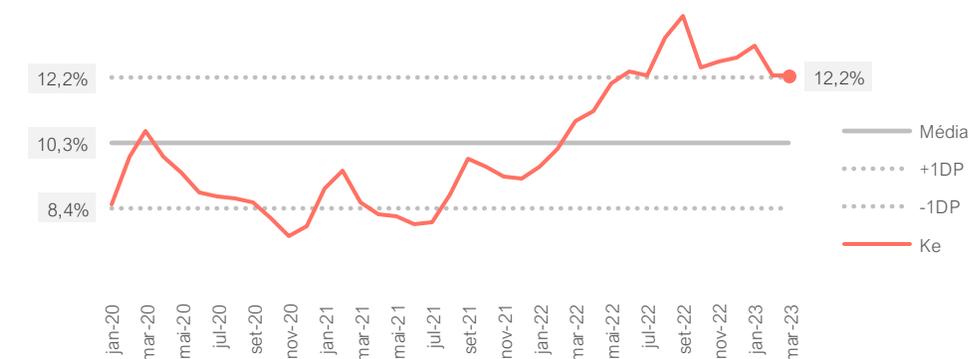
Valuation segue depreciado

- Na ótica Preço/Lucro, a bolsa segue bastante descontada, a 6,9x, 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.
- A temporada de resultados do 1T23, tem confirmado os receios do mercado dessas pressões, que citamos, nos resultados das empresas. Por outro lado, significa também dizer que as expectativas pessimistas foram confirmadas e, portanto, não há necessidade de novas revisões baixistas, pois estas só seriam necessárias no caso de resultados abaixo do esperado. Obviamente que há muita diferença entre os setores da bolsa, mas de uma maneira geral, **entendemos que as expectativas já estão no nível da realidade.**
- O custo de Capital (*proxy* do custo de oportunidade), 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.
- Do lado de resultados, esperamos alguma revisão mais pontual, mas nada “dramático”. Entretanto, ainda falta gatilhos para uma reprecificação dos múltiplos. Como falado anteriormente, tal reprecificação poderá ocorrer com a aproximação do início da queda dos juros.

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.

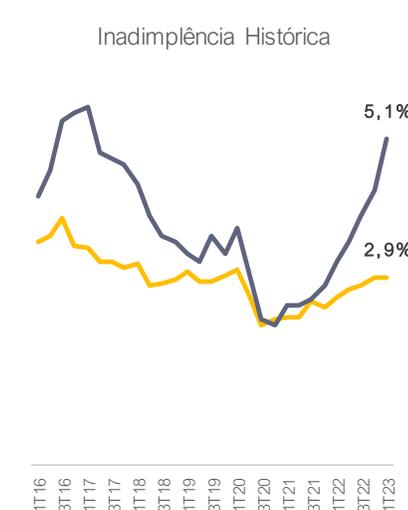
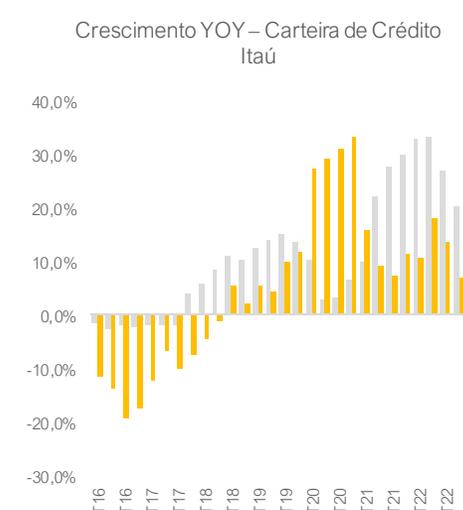
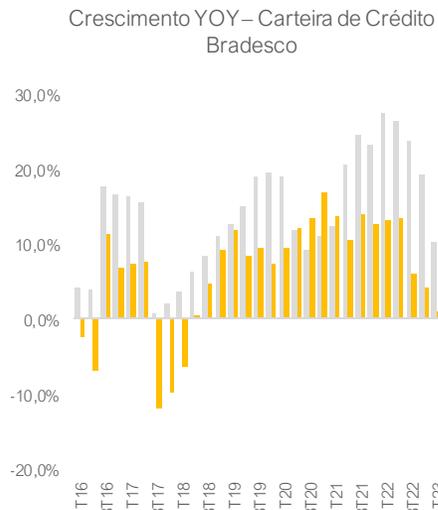
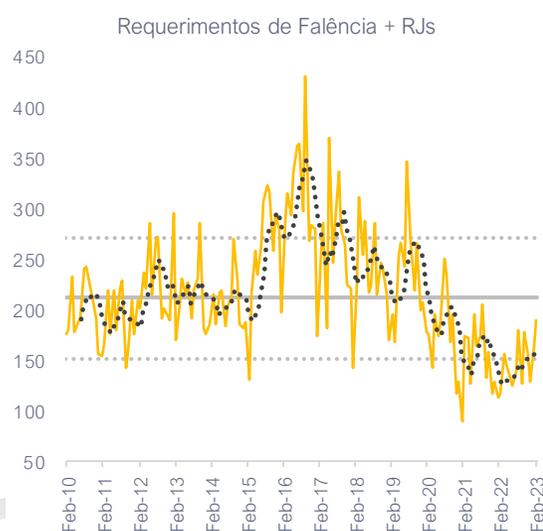


Setores

Bancos

08 de maio de 2023

- Nos últimos meses, abordamos a deterioração do cenário macroeconômico e como isso vinha afetando os resultados dos bancos. Falamos a respeito do crédito PF, que por sua vez, vinha sofrendo com o aumento do endividamento das famílias e inflação alta persistente. No segmento PJ, trouxemos mais recentemente os dados o crescimento do número de empresas inadimplentes, bem como o aumento no número de pedidos de Recuperação Judicial (RJ) e falência.
- No início desse mês, com os resultados divulgados de Itaú e Bradesco, tivemos a confirmação no balanço das companhias do que vínhamos afirmando. O crescimento de carteira de crédito para esse ano será um desafio, visto a necessidade de maior restrição na concessão com o aumento da inadimplência. Além disso, o ponto de maior preocupação parece passar do crédito PF para o de PMEs. Enquanto o endividamento das famílias começa a reverter o ciclo de alta expressiva, as empresas sofrem com a atividade econômica em baixa e os juros em alta, como pode-se observar nos dois primeiros gráficos abaixo.
- Os resultados também corroboram o que vínhamos abordando sobre a importância da qualidade da carteira e da gestão frente as dificuldades que o setor começaria a enfrentar no final do ano passado. A inadimplência do Bradesco explodiu, enquanto a do Itaú continua abaixo do patamar pré pandemia e já está em trajetória de normalização. Por entendermos que o momento ainda é de cautela, continuamos com Itaú (ITUB4) como nosso *top pick* do setor, mesmo com o valuation descontado das ações do Bradesco (BBDC4).



■ Crédito PF ■ Crédito PJ

■ Crédito PF ■ Crédito PJ

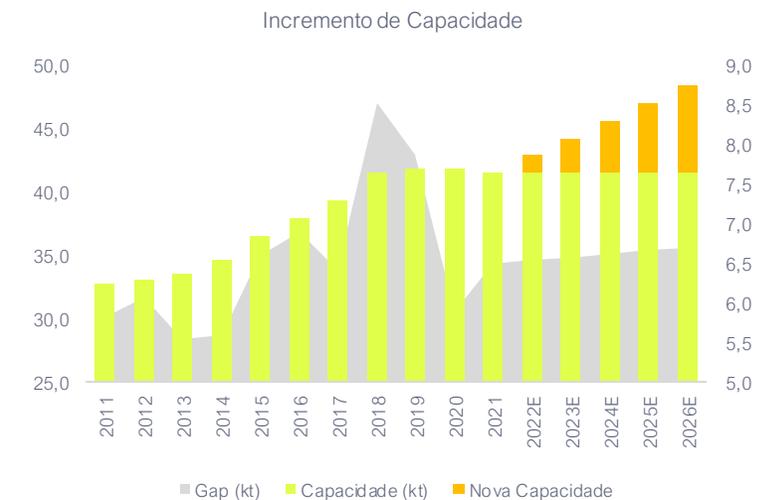
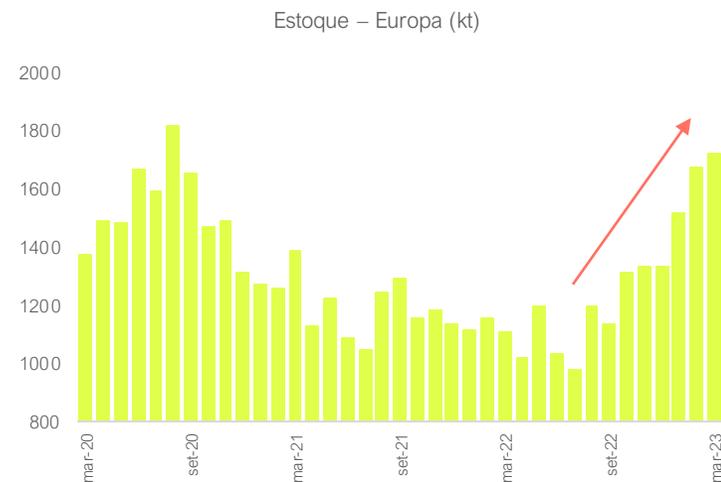
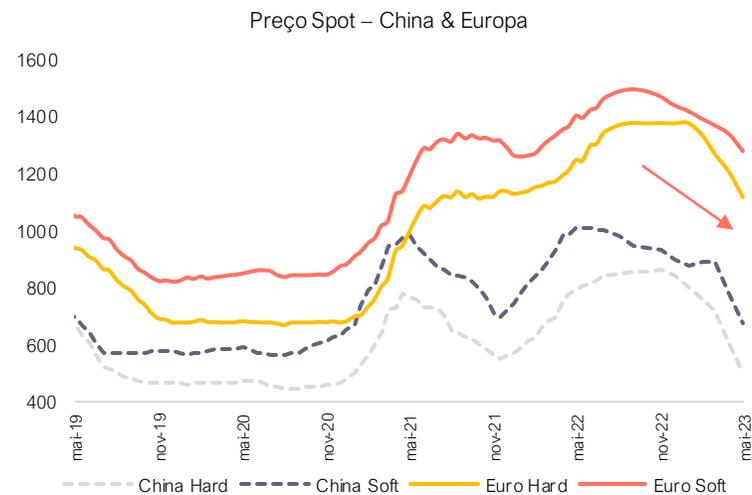
— Itaú — Bradesco

Celulose

08 de maio de 2023

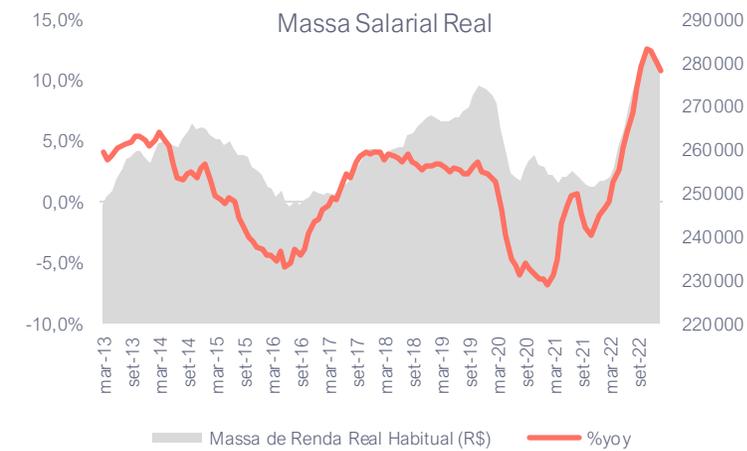
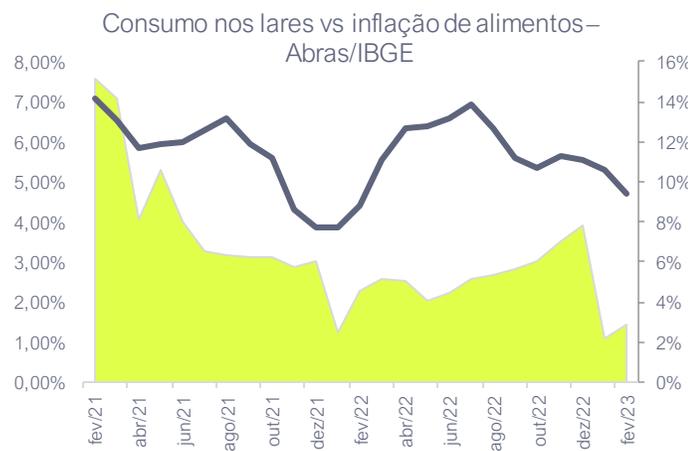
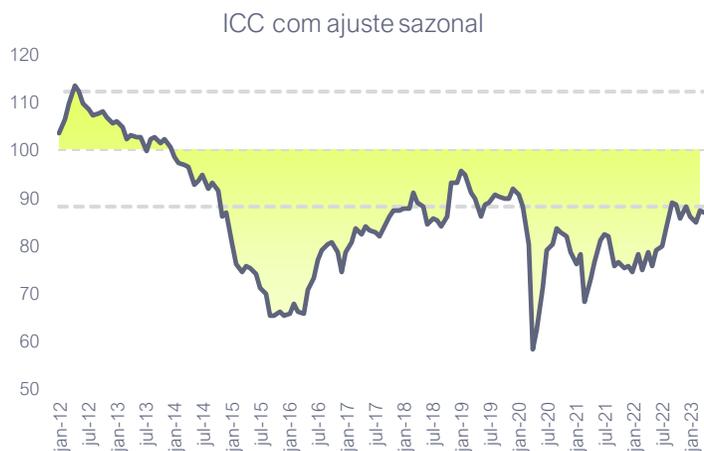
- No lado da demanda, vemos na China o momento do mercado de imprimir e escrever, em função do período escolar, e de papéis sanitários, impulsionado pela recuperação econômica do país, de forma positiva. Por outro lado, vemos o mercado de papel cartão com maior pessimismo.
- No lado da oferta, vemos os incrementos oriundos de novos projetos da Arauco e da UPM chegando ao mercado e tais devem continuar chegando com força no 2S23. Este movimento tem prejudicado o ambiente de negócios para Suzano e Klabin (sobretudo na China).
- Para a celulose de fibra curta (*hardwood*/BHKP), continuamos a ver um movimento forte de queda no mercado chinês e europeu. Ainda que a ocorrência de paradas programadas ao longo do ano e os ainda altos custos na cadeia “segurem” a queda nos preços, nossa visão ainda é de retração no nível de preços.
- 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. Neste 1T23, Suzano, inclusive, revisou o Capex para o Projeto Cerrado em +15% mais.

Juntamos os preços já decrescentes com o nosso desconforto 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 Neutra para as ações do setor. Revisamos Suzano para Neutro, recentemente.



Consumo

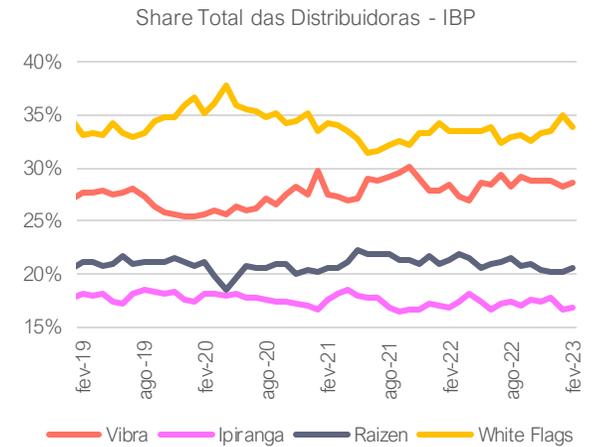
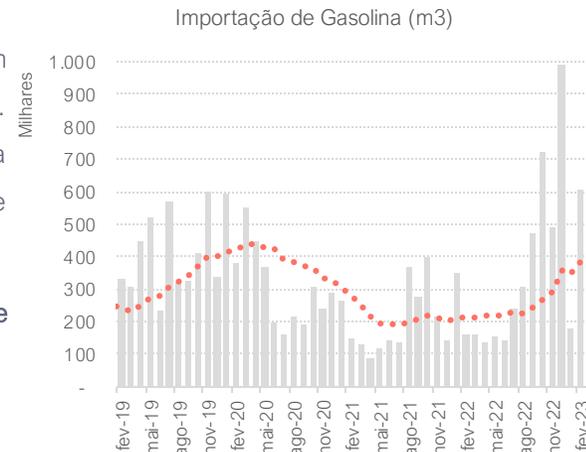
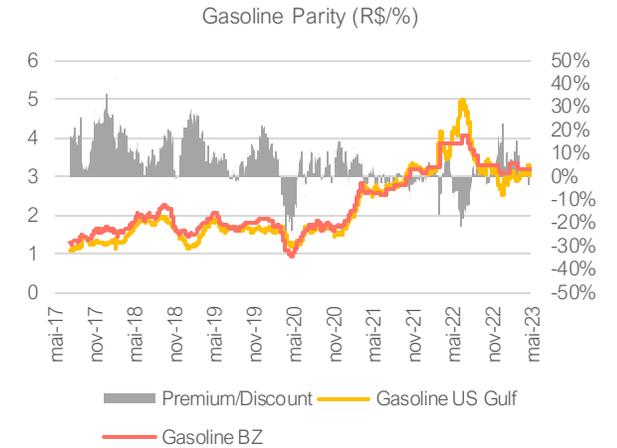
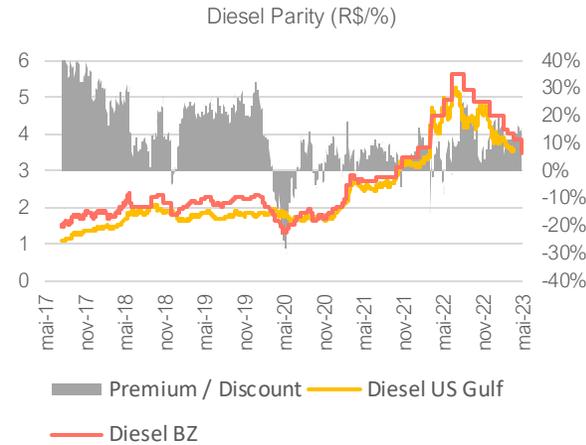
- Em abril, o setor de consumo seguiu pressionado pelo ambiente político-econômico nacional.
- O índice de confiança do consumidor teve leve retração, simbolizando o momento delicado que o setor de consumo e varejo se encontra. A restrição ao crédito afeta diretamente este índice, além dos níveis elevados de endividamento das famílias. Com uma recuperação gradual no médio prazo, acreditamos em uma evolução positiva para este indicador, entretanto, existem outros fatores que impactam este índice, como juros, inflação e desemprego.
- Um dos setores que vem sendo mais impactado é o de supermercados. Quando observamos o consumo das famílias nos lares, enxergamos uma forte queda, consequência dos níveis elevados de inflação de alimentos. Com isso, as empresas vêm enfrentando um dilema entre repasse de preços vs volume de vendas. Enquanto isso, pelo lado do consumidor, as famílias precisam recorrer a produtos substitutos a preços mais acessíveis e redução na quantidade de produtos adquiridos em suas compras recorrentes.
- A massa salarial vêm apresentando queda, impactada pelos níveis de desemprego em ritmo de alta, o que influencia diretamente os níveis de consumo da população.
- Por fim, analisando os resultados trimestrais apresentados até o momento, observamos os impactos da conjuntura macro nas operações do **Assaí (ASAI3)** e do **Pão de Açúcar (PCAR3)**. Também observamos resultados pressionados na **Petz (PETZ3)**, **Lojas Renner (LREN3)** e levemente na **Arezzo&Co (ARZZ3)**. Enquanto isso, observamos resultados mais sólidos na **Ambev (ABEV3)**, **Multiplan (MULT3)** e na **Raia Drogasil (RADL3)**, empresas que temos preferência nesse momento adverso para o consumo e varejo.



Distribuição de Combustíveis

08 de maio de 2023

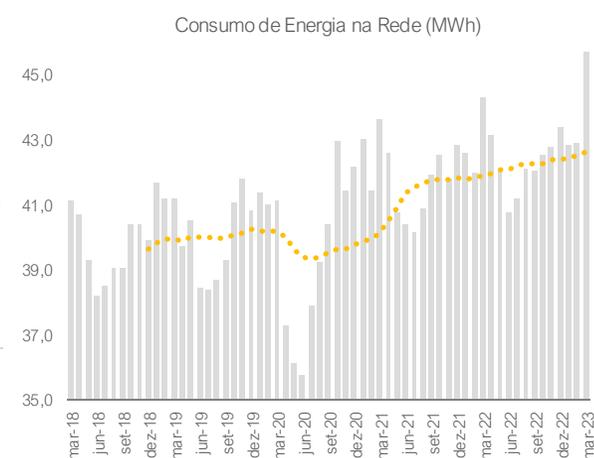
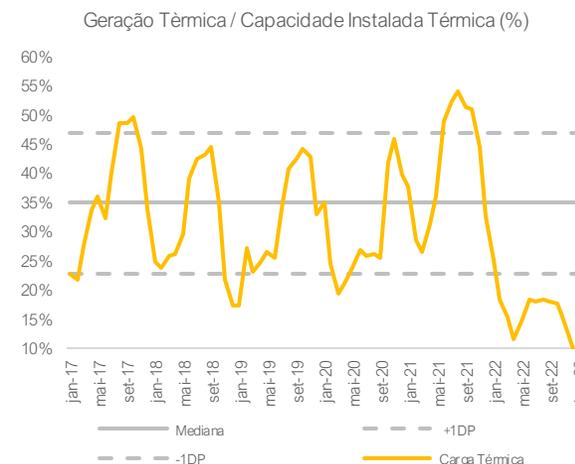
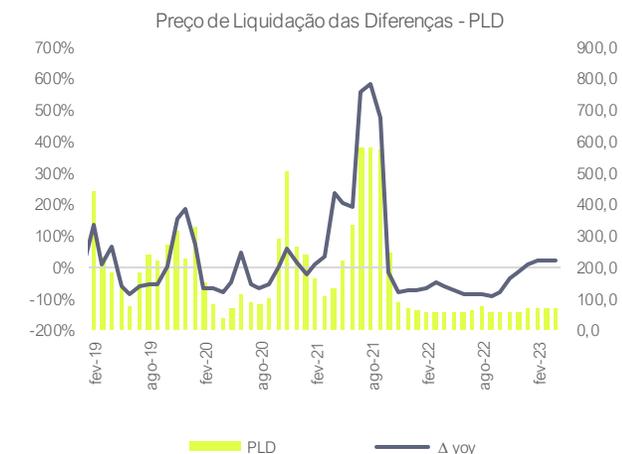
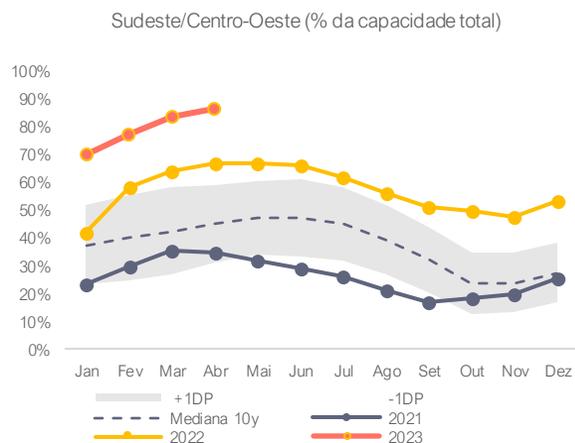
- O consumo de diesel vem decepcionando desde meados de 2022 ao passo que o consumo de gasolina mostrou força no fim do ano em função da retirada de tributos e ao término desta, voltou a acomodar. As distribuidoras erraram a mão no 4T22 apostando num forte consumo de diesel em função do início de safra, que acabou não se concretizando.
- Ademais, o movimento de recomposição de estoques foi executado para que as distribuidoras capturassem ganhos de estoques, o que acabou ocorrendo apenas a partir de março e se mostrará com mais força no 2T23.
- O nome do *game* é eficiência. Não observamos mudanças drásticas em *share* e vemos o mercado colocando mais valor no êxito de estratégias próprias, como a depuração de postos e o ganho de eficiência por m3 obtido por **Ipiranga** no 1T23. Em **Vibra**, pesam a sua atual alavancagem e os ruídos envolvendo a Petrobras e a utilização da marca BR.
- Em Petrobras, seguimos vendo seu fator de utilização do parque de refino acima de 80%. Com a recente queda do Brent, vemos um prêmio de ~5% no diesel e na gasolina no Brasil vs. Golfo. Tendência de retirada de paridade de importação da política de preços pode ser favorável para distribuidoras, que dispõem de maior espaço para a execução de suas estratégias e previsibilidade para realizar arbitragens.
- Gostamos tanto de **Ultrapar** como **Vibra**, mas vemos menos fôlego para **Ultrapar** depois de forte subida recente.



Elétricas

08 de maio de 2023

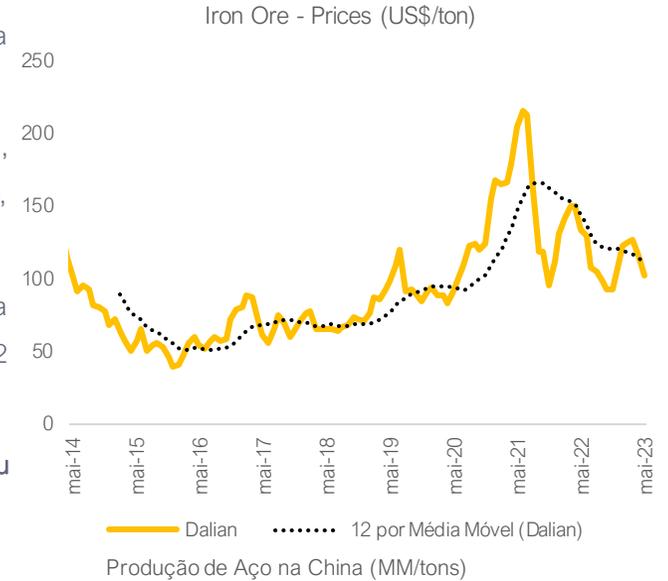
- Após excelente afluência até abril, reservatórios na região sudeste continuam **muito acima da média**. Com bom nível de reservação, os preços de liquidação de curto prazo e o despacho térmico continuam muito baixos, enquanto o GSF se mantém próximo a 100%.
- Na distribuição, visualizamos um nível de carga em linha com a média dos últimos cinco anos, um elevado nível de perdas totais frente a carga, consumo comercial estagnado e o industrial em momento desafiador. Ademais, o crescimento do consumo no país vêm sendo sistematicamente inferior ao da capacidade instalada, o que deve continuar ocorrendo. Desta forma, salvo exceções, como algumas concessionárias localizadas no eixo Norte/Nordeste, acreditamos que distribuidoras seguirão com baixo consumo e perdas ainda elevadas.
- Na geração, setor que mais nos traz preocupação no momento, acreditamos que a entrada maciça de projetos até 2026 deve manter os preços de longo prazo espremidos. Para 23, temos um preço médio de R\$ 110/Mwh, por exemplo, e acreditamos que a convergência até níveis mais normalizados (próximos à R\$ 150/Mwh) seja alcançada apenas próximo à 2026. Damos preferência por empresas que estejam mais contratadas, como Engie, e temos maior preocupação relativa com Eletrobras, sobretudo em função do processo de descotização.
- Em transmissão, este ano devemos ter três leilões (junho/outubro/dezembro). Olho na alavancagem das companhias e na queda do juro, que pode ser benéfica para o setor.
- Seguimos gostando de *cases de privatização*, como, **Copel (CPLE6) e Sabesp (SBSP3)**. No caso de Eletrobras (ELET3), gostamos mas com cautela. Com relação à dividendos, temos bons prognósticos para Engie (EGIE3), com *yields* estimados próximos à 9%.



Minério de Ferro

08 de maio de 2023

- Quanto a oferta, após um 1T prejudicado pela maior pluviometria, as exportações brasileiras para a China em abril avançaram frente à média histórica para o mês.
- Pequim segue apresentando dificuldades para mostrar sinais mais claros quanto a força de sua recuperação econômica. Em abril, continuamos a verificar uma queda nos estoques nos portos chineses. No entanto, o PMI industrial do país voltou a patamares inferiores à 50, o que denota retração. Seguimos ainda notando que a nova área construída e a variação dos preços de imóveis segue em terreno negativo.
- No mercado de aço, vemos a produção crescendo, o que é positivo para os preços de minério. No mercado de minério de ferro, vemos ainda a importação da China acima da média de 5 anos. No entanto, como afirmamos mês passado, vemos os preços recuando forte neste 2S22 com a normalização da produção de minério oriunda do hemisfério sul (Brasil e Austrália).
- Seguimos neutros em Vale, acreditamos que os preços de minério tendem a continuar comportados nos próximos meses e vendo seu *valuation* atual próximo a 4,0x (Ebitda 23) como justo. A surpresa pode estar no *valuation* de venda de 10% da divisão de metais básicos.



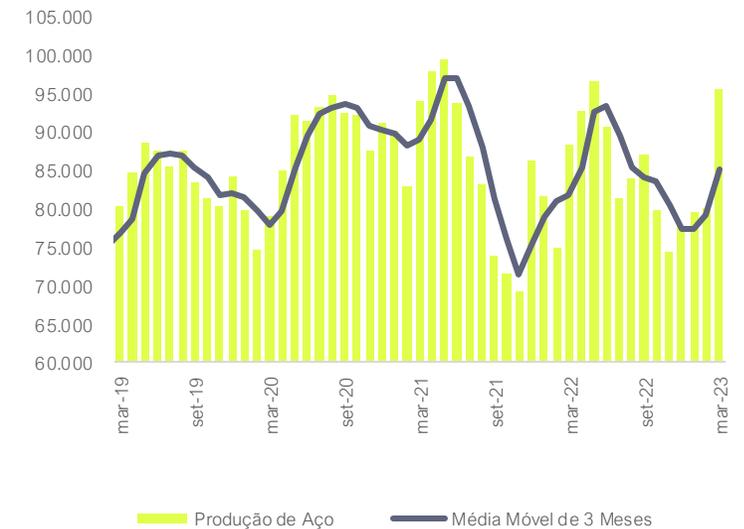
China – Variação ano/ano – Preço de Imóveis (%)



Estoques de Minério de Ferro - China (MM/tons)



Produção de Aço na China (MM/tons)

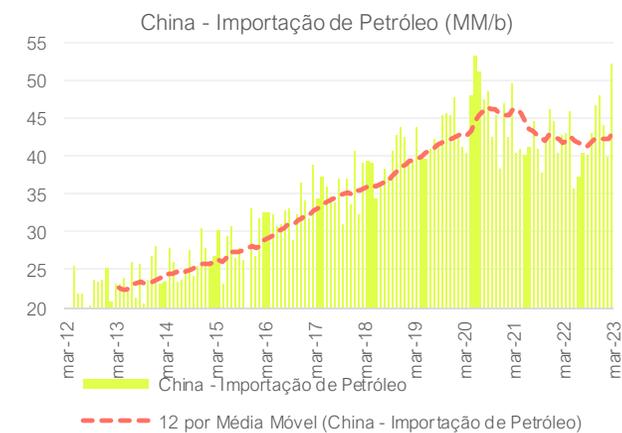
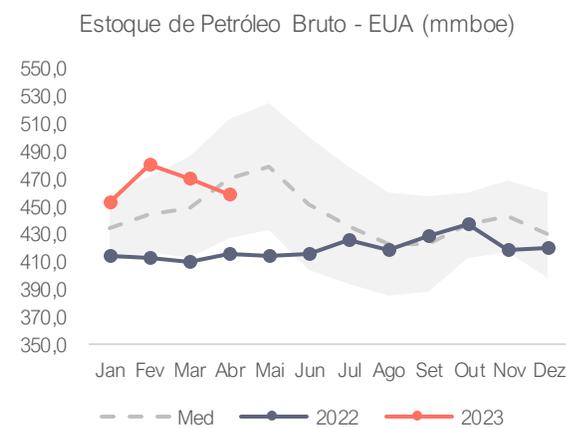
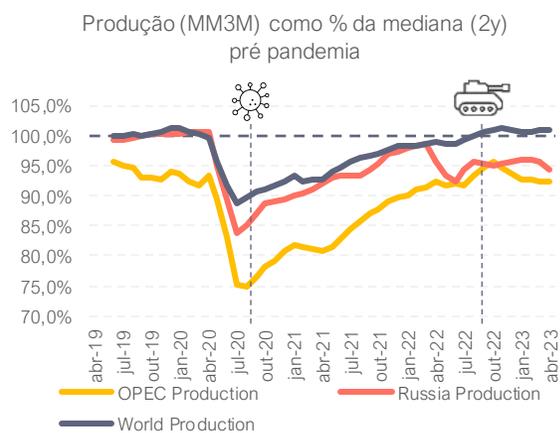


Petróleo

08 de maio de 2023

- Após avançar bastante com a decisão voluntária de países da Opec+ em diminuir a sua produção, os futuros de petróleo voltaram a cair de forma forte nos últimos dias com os acontecimentos envolvendo os mercados bancários norteamericano e europeu, bem como a decisão das autoridades monetárias do FED e do BCE em continuar austeros contra a inflação. Desde o início do ano, os preços tem se mantido num canal entre 70 e 90 dólares, o que acreditamos que seguirá sendo observado.
- De forma geral, vemos as forças de demanda e oferta se anulando. De um lado, a desaceleração global no Ocidente e o retorno irregular da economia chinesa trazem dúvidas quanto à demanda. De outro lado, o forte *pricing power* da Opec, que hoje dispõe de cerca de 30% da oferta global, torna qualquer choque de oferta possível a qualquer instante em que o bloco ver a situação econômica de seus líderes ameaçada. Lembramos que em seis meses, o cartel tirou o equivalente a produção brasileira de circulação (2MM de barris em outubro/22 + 1,5MM em março/23).
- Na China, importante vetor envolvendo a demanda para os próximos meses, o nível de importação evoluiu em março. Ainda que o movimento seja positivo, não vemos nos dados do país uma confirmação evidente sobre o ímpeto de seu processo de retomada econômica.
- Nos EUA, os últimos dados apontam para uma queda tanto nos estoques de petróleo cru, que agora está abaixo da média dos últimos cinco anos, e de derivados, que seguiu apresentando quedas nas últimas semanas tanto em gasolina como em diesel. Acreditamos que a chegada do verão no hemisfério norte pode acelerar esta dinâmica e pressionar para cima os preços internacionais.

Nossa visão é que, ainda que o preço da *commodity* sofra com a piora na perspectiva creditícia e produtiva global, os últimos dados de demanda na China e nos EUA são positivos. Acreditamos ainda que a OPEP segue monitorando o mercado de modo a proteger os seus membros. Neste sentido, não vemos a cotação do Brent se distanciando do canal entre US\$ 70-90. Seguimos gostando de PetroRio (PRIO3) e preocupados com Petrobras, que deve observar as mudanças ganharem corpo com seu novo conselho e diretoria definidos.



Proteínas

08 de maio de 2023

Bovinos

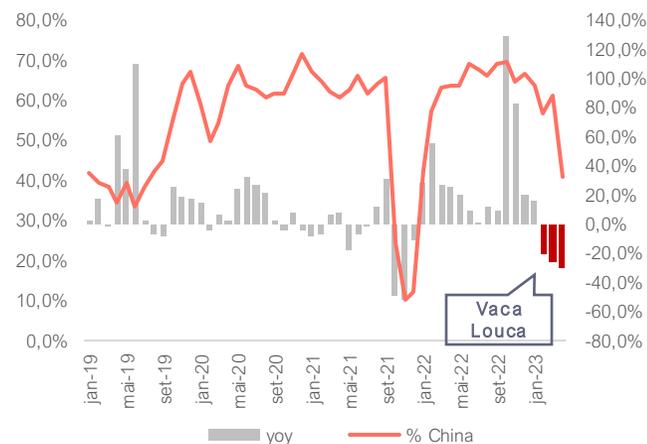
- Caso isolado de Vaca Louca suspende as exportações de carne bovina para a China durante o mês março (entre 23/02 e 23/03).
- A suspensão retraiu as exportações e mesmo com os exportadores tentando redirecionar para outros mercados (para China, que detém a maior participação do destino da carne), estes não tiveram como evitar a queda.
- Entretanto, no fim de março, uma vez que se tratava de caso isolado, a China retomou o comercio. Esperamos que os níveis de exportação e *Spread* (preço da carne exportada Vs preço da @ - boi vivo) se normalizem.

Frango

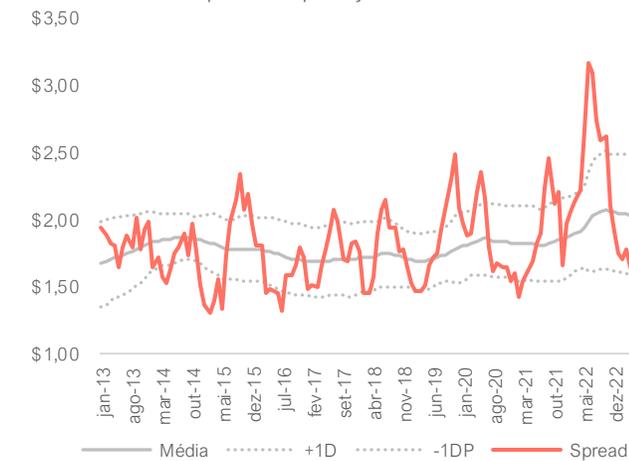
- As exportações de frango seguem sólidas em termos de volume (toneladas), mas demonstrando fraqueza no preço médio exportado.
- Entretanto, o *spread* do frango na exportação (preço médio da carne Vs grãos) segue em níveis saudáveis
- No mercado doméstico, o *mix* de produtos de menor valor agregado ainda pressionam o 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.

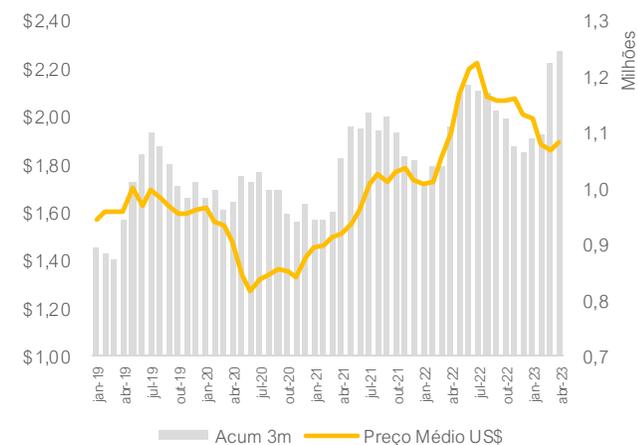
Exportação de Carne Bovina - Volume



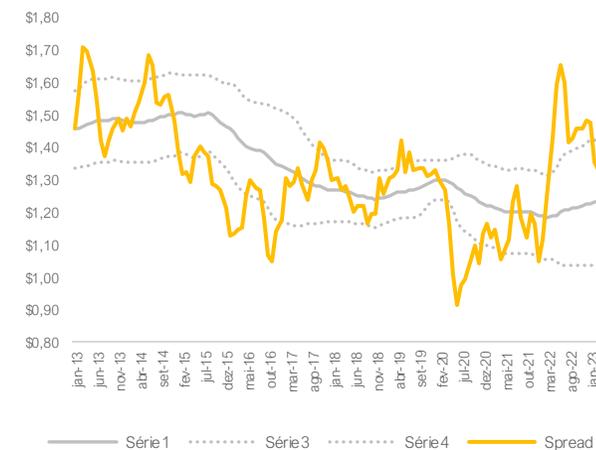
Spread - Exportação de Carne Bovina



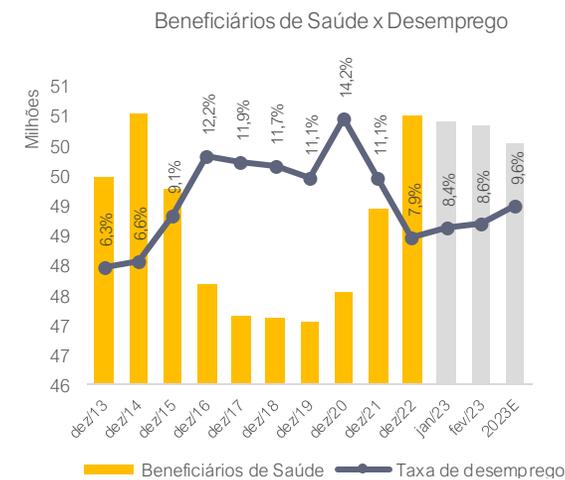
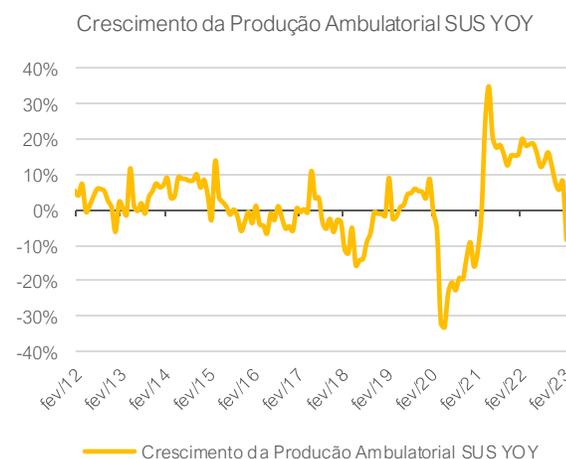
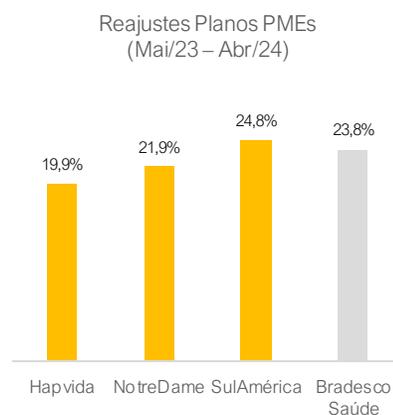
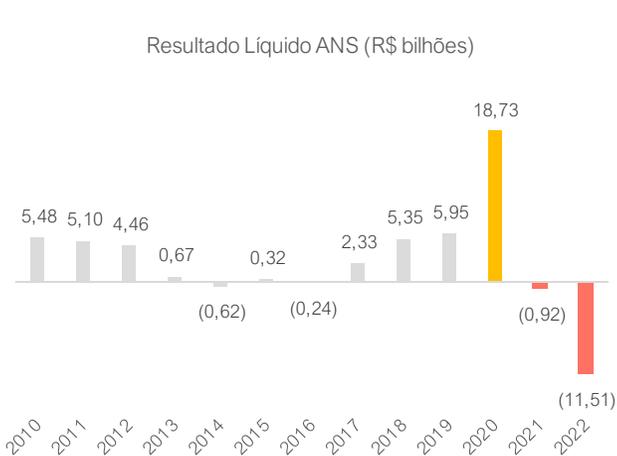
Exportação de Aves - Volume



Spread - Exportação de Carne Bovina



- No último mês, trouxemos os dados de sinistralidade para ressaltar o cenário desafiador que as operadoras de saúde vêm enfrentando. Além disso, visto os resultados desastrosos dos últimos trimestres, enfatizamos a necessidade de todo o setor ser mais racional na dinâmica competitiva, movimento que começávamos a acompanhar nos dados de reajustes dos planos coletivos feitos em fevereiro. Nesse mês, com os dados divulgados, estamos trazendo o resultado consolidado das operadoras de saúde em 2022 e sua comparação histórica, onde podemos observar como a dinâmica do setor foi destrutiva para o balanço das companhias. Ademais, dia 30 de abril, ocorreu a divulgação dos reajustes de cada operadora para os planos PMEs com aniversário entre maio/23 até abril/24, onde tivemos dados extremamente positivos e que vão em linha com as nossas expectativas do mês passado, ou seja, o setor como um todo entendendo a necessidade de repassar o aumento dos custos.
- Quanto a frequência de utilização, dado que já abordamos algumas vezes como o principal causador do incremento na sinistralidade das empresas, estamos mais otimistas com a sua normalização. Embora pareça ter ocorrido de fato uma mudança no hábito do brasileiro referente aos serviços ambulatoriais, a base forte de frequência do ano passado nos dá maior conforto em estimar um crescimento próximo de zero da utilização de serviços para esse ano. Trouxemos também os dados de produção ambulatorial do SUS, que por sua vez, nos parece uma boa *proxy* para a frequência dos beneficiários de saúde, e pelos dados, corrobora o maior otimismo em nossa tese.
- Adiante, embora ainda atentos aos dados setoriais, vemos um setor com menos pressão nos custos que, em conjunto com os agressivos reajustes nos planos de saúde, deve gerar melhorias nas margens, mas ainda distante do patamar pré pandemia. Além disso, o repasse nos preços deve contribuir para a queda no número de beneficiários e *downgrades* nos planos. Sendo assim, estamos neutros em Hapvida (HAPV3), embora mais otimistas com a tese dado o *valuation* atual.

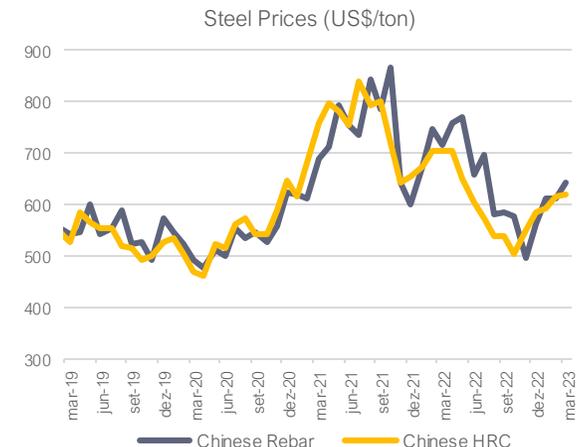
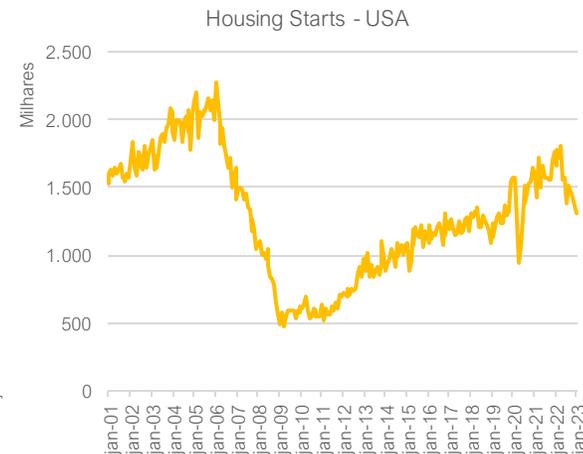
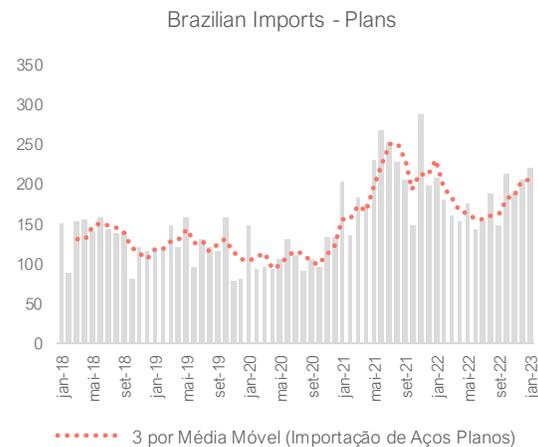
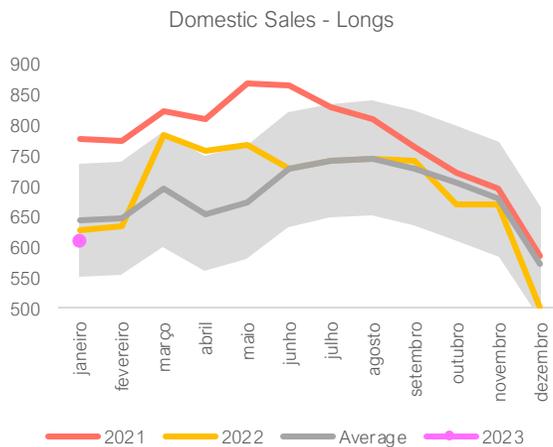


Siderurgia

08 de maio de 2023

- Os preços globais apresentaram melhora ao longo de março. No entanto, os *spreads* metálicos e as margens das siderúrgicas seguem pressionadas globo afora.
- No Brasil, a conjuntura econômica difícil segue pressionado as vendas. Observamos alguma resiliência no setor industrial, mas no automotivo, a Usiminas anunciou um aumento de 12%, abaixo dos 20%-30% esperados.
- Em **Usiminas**, embora o 1T23 tenha sido em linha, não devemos ver melhora em seu FCL durante os próximos trimestres em função da preparação da companhia para a reforma do alto forno 3 e da coqueria 2 da Usina de Ipatinga.
- Em **Gerdau**, os resultados do 1T23 já mostram sinais de desaceleração em seus principais mercados. Como podemos ver no gráfico ao lado, a demanda residencial no país segue apresentando deterioração.

Com os mercados brasileiro e norte-americano apresentando muitos desafios, rebaixamos as ações de Gerdau para neutro. Em Usiminas, o rebaixamento foi para venda.



Cobertura

08 de maio de 2023

Empresas & Setores	Recomendação	Preço-alvo	Potencial	Cotação 08/05/23	Últim. 30 dias	No ano (YTD)	Últ. 12 meses	Mkt Cap (R\$ milhões)	Liquidez ¹ (R\$ milhões)
Aéreo & Turismo									
AZUL4 Azul SA	NEUTRO	R\$ 32,00	169,6%	R\$ 11,87	7,7%	5,6%	-41,4%	R\$ 3.879	R\$ 138,3
Aço & Minério									
VALE3 Vale SA	NEUTRO	R\$ 92,00	30,5%	R\$ 70,49	-10,2%	-20,6%	-7,3%	R\$ 311.461	R\$ 1.781,0
GGBR4 Gerdau	NEUTRO	R\$ 32,00	27,7%	R\$ 25,05	3,1%	-10,7%	5,7%	R\$ 41.762	R\$ 252,6
USIM5 Usiminas	VENDA	R\$ 7,00	-7,4%	R\$ 7,56	10,8%	9,7%	-29,2%	R\$ 9.119	R\$ 87,0
Bancos									
ITUB4 Itau Unibanco	COMPRA	R\$ 34,00	29,7%	R\$ 26,22	6,2%	5,5%	17,4%	R\$ 232.803	R\$ 809,2
BBDC4 Bradesco	NEUTRO	R\$ 18,80	23,7%	R\$ 15,20	11,9%	2,1%	-11,2%	R\$ 146.107	R\$ 606,3
BBAS3 Banco do Brasil	NEUTRO	R\$ 44,80	3,4%	R\$ 43,31	10,5%	28,2%	43,5%	R\$ 123.173	R\$ 451,2
Consumo									
ABEV3 AmBev	NEUTRO	R\$ 16,70	15,0%	R\$ 14,52	0,6%	-0,2%	11,1%	R\$ 228.273	R\$ 373,9
NTCO3 Natura & Co	NEUTRO	R\$ 18,20	61,3%	R\$ 11,28	-5,4%	-3,4%	-34,7%	R\$ 15.411	R\$ 233,1
PETZ3 Petz	NEUTRO	R\$ 9,20	29,2%	R\$ 7,12	22,4%	10,2%	-54,4%	R\$ 3.167	R\$ 64,0
Consumo - Digital									
MGLU3 Magazine Luiza	NEUTRO	R\$ 4,20	6,3%	R\$ 3,95	16,2%	39,1%	-13,8%	R\$ 25.557	R\$ 362,4
AMER3 Americanas SA	em revisão	em revisão		R\$ 1,09	7,0%	-88,9%	-95,4%	R\$ 968	R\$ 30,8
Consumo - Modas									
LREN3 Lojas Renner	COMPRA	R\$ 28,00	64,5%	R\$ 17,02	12,9%	-16,6%	-23,6%	R\$ 16.279	R\$ 335,2
SOMA3 Grupo Soma	COMPRA	R\$ 17,40	88,3%	R\$ 9,24	24,0%	-8,1%	-19,6%	R\$ 7.183	R\$ 76,1
ARZ3 Arezzo & Co	COMPRA	R\$ 105,70	66,1%	R\$ 63,62	6,1%	-19,1%	-24,1%	R\$ 6.974	R\$ 113,4
Construção									
MRVE3 MRV	NEUTRO	R\$ 9,50	19,3%	R\$ 7,96	26,5%	6,8%	-14,9%	R\$ 3.904	R\$ 96,6
EZTC3 Ez. Tec	NEUTRO	R\$ 16,10	3,3%	R\$ 15,58	24,9%	16,9%	0,5%	R\$ 3.437	R\$ 38,1
Distribuição de Combustíveis									
VBRR3 Vibra Energia	COMPRA	R\$ 24,00	68,1%	R\$ 14,28	-3,1%	-11,4%	-28,1%	R\$ 15.956	R\$ 141,5
UGPA3 Ultrapar	NEUTRO	R\$ 17,00	1,2%	R\$ 16,80	14,4%	30,8%	35,9%	R\$ 18.255	R\$ 109,4
Educação									
COGN3 Cogna	NEUTRO	R\$ 2,70	26,2%	R\$ 2,14	17,9%	-0,5%	-10,2%	R\$ 3.935	R\$ 48,5
YDUQ3 Yduqs	COMPRA	R\$ 12,20	28,2%	R\$ 9,52	30,9%	-8,8%	-40,4%	R\$ 2.848	R\$ 31,1
Elétrico - Geração									
ELET3 Eletronbras - ON	COMPRA	R\$ 54,00	61,1%	R\$ 33,52	4,1%	-18,8%	-12,6%	R\$ 78.604	R\$ 347,6
EGIE3 Engie	COMPRA	R\$ 47,00	8,7%	R\$ 43,25	8,3%	14,3%	9,7%	R\$ 35.114	R\$ 72,7
CPLE6 Copel	COMPRA	R\$ 10,00	29,4%	R\$ 7,73	9,9%	-0,8%	21,9%	R\$ 20.493	R\$ 92,2
EQTL3 Equatorial	COMPRA	R\$ 30,00	9,9%	R\$ 27,30	2,0%	3,0%	14,5%	R\$ 31.400	R\$ 192,6
TAAE11 Taesa	NEUTRO	R\$ 34,00	-5,5%	R\$ 35,98	2,3%	7,9%	-6,0%	R\$ 12.378	R\$ 69,5

Empresas & Setores	Recomendação	Preço-alvo	Potencial	Cotação 08/05/23	Últim. 30 dias	No ano (YTD)	Últ. 12 meses	Mkt Cap (R\$ milhões)	Liquidez ¹ (R\$ milhões)
Farma									
RADL3 RaiaDrogasil	COMPRA	R\$ 25,20	-6,3%	R\$ 26,89	7,9%	12,5%	39,2%	R\$ 43.908	R\$ 139,0
Papel & Celulose									
SUZB3 Suzano	COMPRA	R\$ 70,00	65,3%	R\$ 42,34	1,5%	-13,7%	-18,3%	R\$ 54.760	R\$ 231,7
Proteínas									
JBSS3 JBS	NEUTRO	R\$ 33,00	86,0%	R\$ 17,74	6,2%	-16,9%	-44,5%	R\$ 40.300	R\$ 177,3
BRFS3 BRF	NEUTRO	R\$ 12,10	73,4%	R\$ 6,98	5,8%	-20,8%	-48,6%	R\$ 7.058	R\$ 112,9
BEEF3 Minerva	COMPRA	R\$ 19,10	116,8%	R\$ 8,81	-6,6%	-29,3%	-29,9%	R\$ 5.318	R\$ 103,2
Petróleo & Químico									
PETR4 Petrobras - PN	NEUTRO	R\$ 28,00	14,2%	R\$ 24,52	10,2%	9,5%	31,1%	R\$ 331.795	R\$ 1.296,8
PRI03 PetroRio SA	COMPRA	R\$ 46,00	32,7%	R\$ 34,66	2,4%	-7,8%	29,2%	R\$ 30.423	R\$ 391,6
Saneamento e Resíduos									
SBSPP3 Sabesp	COMPRA	R\$ 65,00	42,1%	R\$ 45,75	-5,5%	-17,5%	7,4%	R\$ 31.141	R\$ 158,4
Saúde									
HAPV3 Hapvida NotreDame	NEUTRO	R\$ 6,20	109,5%	R\$ 2,96	24,2%	-42,3%	-64,0%	R\$ 21.764	R\$ 259,9
RDOR3 Rede D'Or São Luiz	COMPRA	R\$ 37,40	52,5%	R\$ 24,53	10,2%	-19,5%	-32,5%	R\$ 54.175	R\$ 132,7
Seguros & Serviços Financeiros									
B3SA3 B3 SA	COMPRA	R\$ 16,30	30,5%	R\$ 12,49	15,8%	-4,1%	6,6%	R\$ 75.712	R\$ 477,1
BBSE3 BB Seguridade	NEUTRO	R\$ 38,30	14,7%	R\$ 33,38	2,5%	4,6%	45,8%	R\$ 66.551	R\$ 164,0
Shoppings									
MULT3 Multiplan	COMPRA	R\$ 31,00	15,2%	R\$ 26,91	8,4%	25,0%	20,0%	R\$ 15.296	R\$ 102,0
Supermercados									
ASAI3 Assai	COMPRA	R\$ 23,10	111,2%	R\$ 10,94	-24,5%	-45,9%	-29,7%	R\$ 14.080	R\$ 228,7
PCAR3 Pão de Açúcar	COMPRA	R\$ 23,00	49,1%	R\$ 15,43	3,8%	-9,0%	-32,0%	R\$ 4.060	R\$ 47,0
Telecom									
VIVT3 Vivo	NEUTRO	R\$ 49,20	19,6%	R\$ 41,14	7,9%	13,0%	-13,8%	R\$ 68.451	R\$ 74,9
Transp & Log & Infra									
RENT3 Localiza	COMPRA	R\$ 78,60	34,0%	R\$ 58,66	10,5%	10,6%	12,4%	R\$ 57.578	R\$ 321,9
MOVI3 Movida	NEUTRO	R\$ 9,70	1,7%	R\$ 9,54	19,6%	22,1%	-39,5%	R\$ 3.333	R\$ 31,3
TI & Tech									
TOTS3 Totvs	COMPRA	R\$ 34,80	27,3%	R\$ 27,33	-6,5%	-3,1%	-6,1%	R\$ 16.286	R\$ 130,7
LWSA3 Locaweb	COMPRA	R\$ 11,50	95,9%	R\$ 5,87	20,2%	-19,5%	-17,2%	R\$ 3.336	R\$ 39,5

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

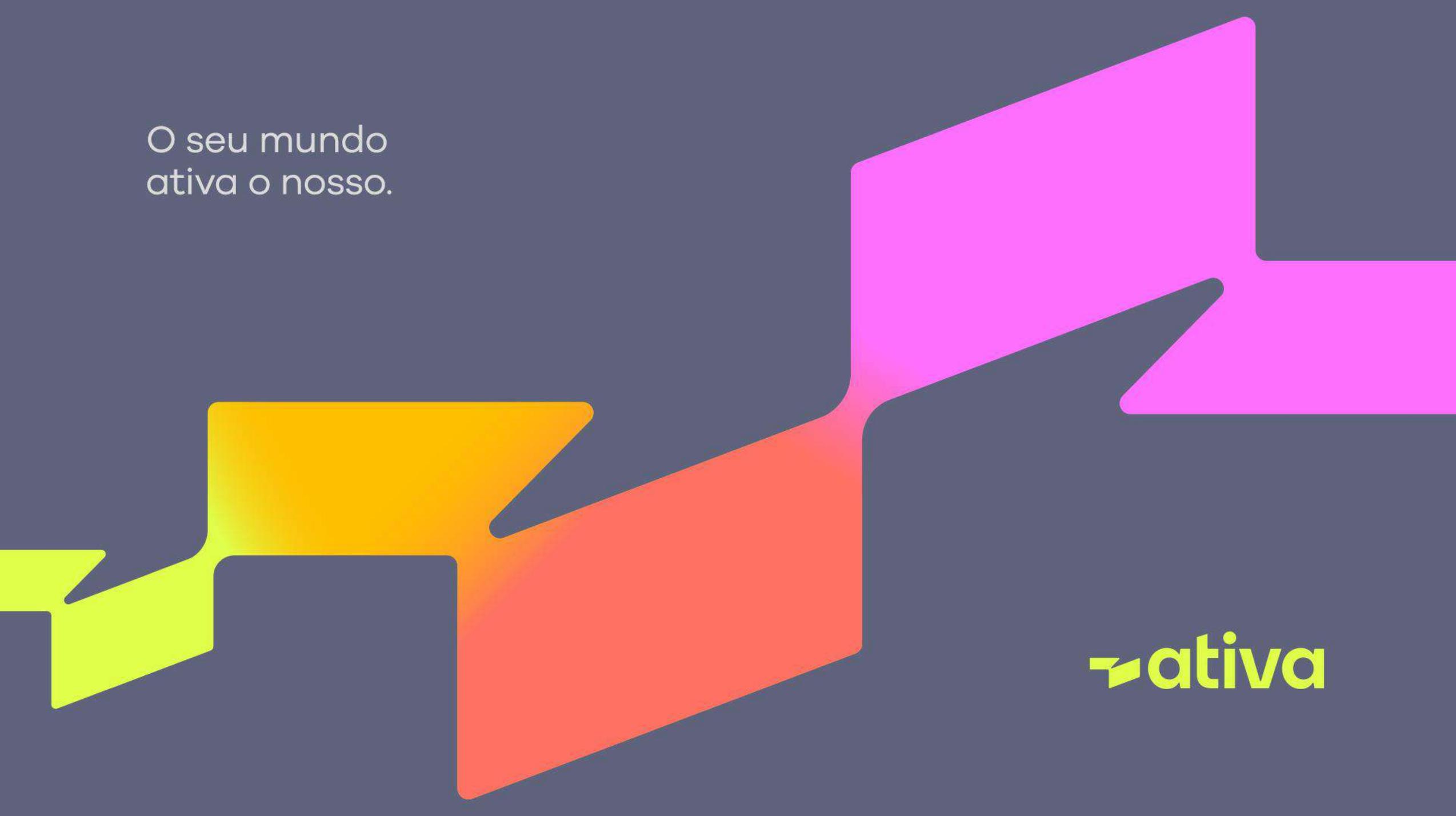
+55 21 3515 0202

Ações | Renda Fixa | Mercados Futuros

Mesa RJ: +55 21 3515 0290

Mesa SP: +55 11 3339 7036

O seu mundo
ativa o nosso.



 **ativa**