



monitor da bolsa

fevereiro de 2025
Ilan Arbetman, CFA

Resumo

06 de fevereiro de 2025

Após amargar forte queda no ano passado, 2025 se iniciou com o Ibovespa subindo 4,9%. O movimento ocorreu diante de um cenário doméstico que, após amargar o dissabor do descompasso fiscal exibido em dezembro/24, se mostrou mais leve diante i) do *valuation* atual; ii) bons preços de commodities como petróleo, minério de ferro e celulose e; iii) algum alívio nas expectativas econômicas domésticas diante de falas mais pragmáticas de membros do governo ao longo do mês.

Doméstico – O teto da meta estourou em 2024, e a previsão dominante é que o fato se repita neste ano com maior intensidade. Apesar do mercado de trabalho robusto e do PIB ter crescido bem, a crise de confiança segue, impulsionada pela falta de comprometimento fiscal, medidas parafiscais e a proximidade com a eleição. A primeira reunião de Galípolo no BACEN trouxe decisão em linha com as expectativas, mas ainda sobram dúvidas sobre sua postura diante da inflação. Assim, diante de um contexto econômico frágil, nutrimos a dúvida se a performance acionária em janeiro não foi como um fósforo riscado no escuro: intensa, porém efêmera.

EUA – Vimos Trump impondo tarifas comerciais, mas se mostrando mais pragmático e aberto ao diálogo, seja na reconsideração das tarifas ao México, na aplicação de sanções à Colômbia ou no trato com a China, cuja alíquota foi menor que a citada na campanha. No campo econômico, o mercado ainda avalia o impacto das políticas de Trump no PIB e na inflação. As taxas das *treasuries* subiram nos últimos dias, reforçadas por um FED menos disposto reiniciar ciclo de afrouxamento monetário. Vemos oportunidades para o Brasil, como o aumento das exportações para a China, mas um dólar forte pode prejudicar a economia local.

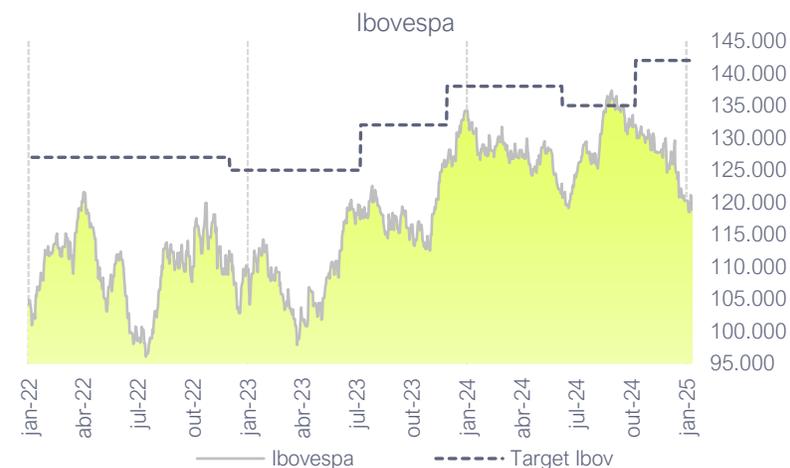
China – Surgem sinais incipientes de melhora no setor imobiliário, embora ainda precisem de confirmação, com possíveis novidades após o Ano Novo Lunar. No momento, seguimos mais construtivos em *commodities* ligadas ao consumo, como celulose e proteínas.

Valuation é barato, mas ainda sem gatilhos – A saúde das empresas listadas na bolsa segue, em geral, em bons níveis. Ainda que atrativas devido ao ambiente de incertezas e, com a temporada de resultados do 4T24 se avizinando, não acreditamos que esse potencial de valorização seja capturado no curto/médio prazo.

De um modo geral, seguimos cautelosos devido à percepção fiscal ainda ruidosa, preferindo empresas menos endividadas e/ou *commodities* como proteínas e celulose e/ou com exposição ao mercado americano.

Posicionamento em bolsa = **Neutro**

Target Ibovespa para dez/25 = **142 mil pontos**



Top Picks

06 de fevereiro de 2025

Commodities

Empresa	Preço-Alvo
GBBR4 Gerdau	R\$ 26,00
JBSS3 JBS	R\$ 38,70
SLCE3 SLC Agrícola	R\$ 24,60

Cíclicos Domésticos

Empresa	Preço-Alvo
ITUB4 Itaú	R\$ 39,00
BPAC11 BTG Pactual	R\$ 42,00
B3SA3 B3	R\$ 13,20

Domésticos Não Cíclicos

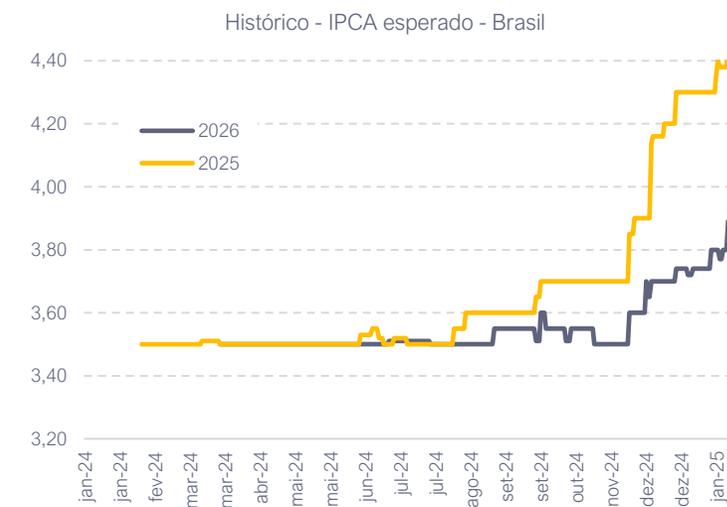
Empresa	Preço-Alvo
BBSE3 BB Seguridade	R\$ 42,10
VIVT3 Vivo	R\$ 50,00
SBSP3 Sabesp	R\$ 130,00



Leitura Macro - Brasil

06 de fevereiro de 2025

- 1º Copom sob Galípolo: decisão esperada, mas dúvidas permanecem no radar** – A primeira decisão de Gabriel Galípolo à frente da autoridade monetária ocorreu ainda em meio à crise de credibilidade e confiança instaurada pelo frágil comprometimento fiscal adotado pelo governo até aqui. Embora ao confirmar a alta de 100 bps e ao realçar a necessidade das políticas fiscais e monetárias caminharem de forma harmoniosa, a autoridade tenha feito o que dela se esperava para esta reunião, o Banco Central não deu caminhos mais diretos sobre o que fará após a próxima, onde uma nova alta de 100 bps e que levará a SELIC à 14,25%, já está contratada. Diante de um governo que teima em não se mostrar mais austero e de um banco central cuja leniência ainda está a prova, seguimos cautelosos e sem bons prognósticos para a economia doméstica e não vemos gatilhos internos para os mercados domésticos melhorarem no curto prazo.
- IPCA-15 trouxe preocupações** – Apesar da maior bonança dos mercados durante o mês, com mercado acionário subindo e a dupla juros e dólar caindo, seguimos vendo as expectativas de inflação se deteriorando. No Boletim Focus, por exemplo, já estamos a dezesseis semanas consecutivas vendo as expectativas para o IPCA aumentarem. Em janeiro, o IPCA-15 reforçou ainda mais preocupações ao surpreender o mercado com um *headline* acima do esperado e, notadamente, com números do setor de serviços que vieram a motivar tais revisões altistas verificadas no Boletim Focus ao longo de todo o mês.

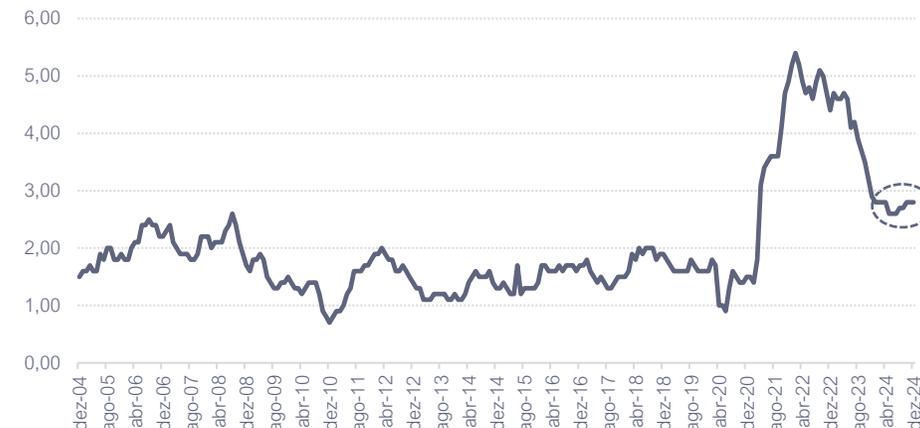


Leitura Macro - EUA

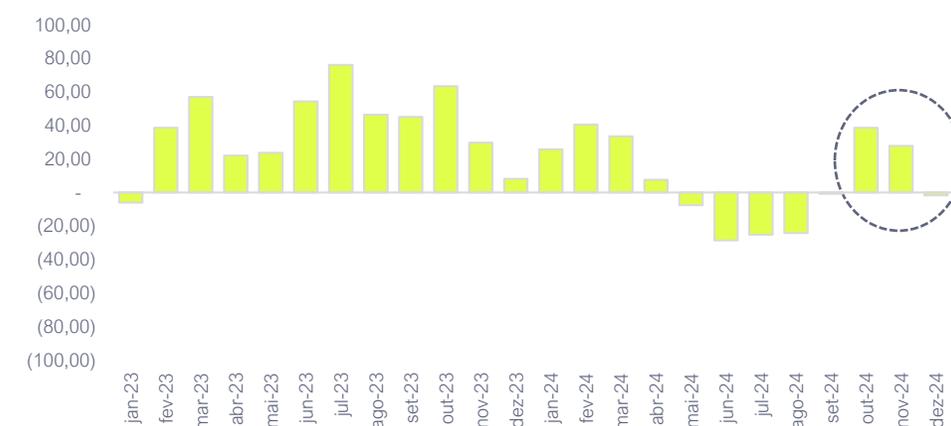
06 de fevereiro de 2025

- Pausa nos cortes de juros** – O Fed interrompeu o ciclo de afrouxamento monetário iniciado em set/24 e que durou três reuniões consecutivas. Ainda que as leituras de CPI e PCE possam ter sido mais benignas em dez/24, os índices fecharam o ano em 2,6% e com as expectativas mirando em 3% em 2025. Assim, Powell e diversos membros do comitê sinalizaram cautela e que o caminho, por ora, é não retomar os cortes. Para a próxima reunião, as expectativas atuais do mercado estão em 83,5% para a manutenção da taxa em 425-450 bps.
- Mercado de trabalho segue robusto** - No mercado de trabalho, as vagas criadas superam as expectativas, a taxa de desemprego está baixa em 4,2% e os salários crescendo. Ainda que possamos argumentar que a taxa de crescimento de salários dá sinais de moderação, que os pedidos de seguro-desemprego vêm crescendo e que a criação de vagas por parte do setor de serviços esteja menos dinâmica, o mercado norte-americano continua robusto, o que tende a instigar rigidez por parte do FOMC.
- Fenômeno DeepSeek** – Provando ser capaz construir modelos mais baratos, a DeepSeek balançou os mercados norte-americanos em janeiro. Acreditamos que a maior competição pode trazer novos desafios, todavia entendemos que a aparição da DeepSeek não necessariamente representa o fim dos atuais incumbentes. Ademais, a utilização de componentes tecnológicos destas por parte da DeepSeek comprova que ainda não é possível desassociar o crescimento deste segmento das atuais líderes do setor.
- Trump e a arte da negociação** – Trump iniciou seu novo mandato executando uma estratégia de ancoragem, isto é, definindo parâmetros extremos para colher resultados que considera aceitáveis. Foi assim na imposição de tarifas para México, Canadá e China (onde praticou uma alíquota de 10% após citar tarifas de até 60% em campanha). Seu governo será protecionista, com tarifas mais elevadas de importação (o que terá implicações negativas para a inflação), mas, ao mesmo tempo, Trump reduzirá gastos e impostos, o que seria positivo para a atividade econômica. De um modo geral, esperamos uma economia forte, tendências positivas para as empresas, além de uma inflação mais resiliente, sustentando taxas mais elevadas para as *treasuries*.

PCE – Indicador de preços de consumo pessoal



Índice de Surpresa - EUA



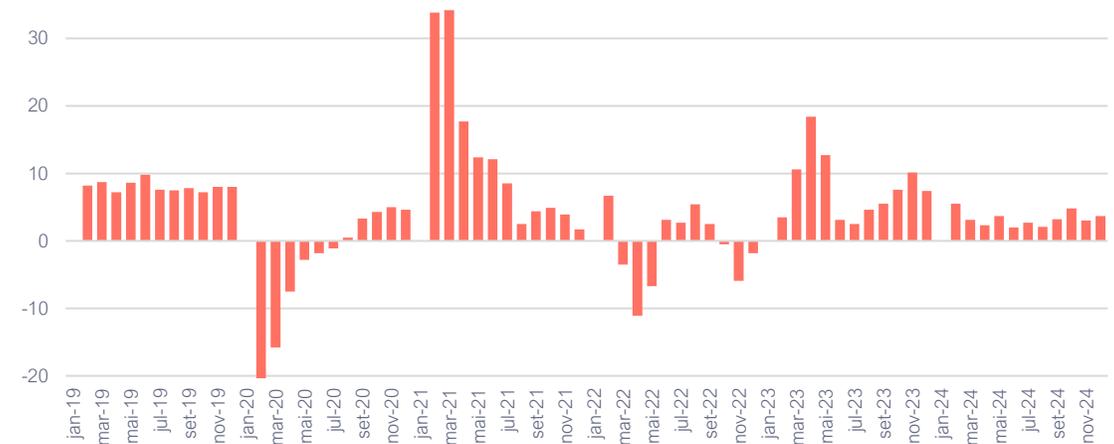
Leitura Macro - China

06 de fevereiro de 2025

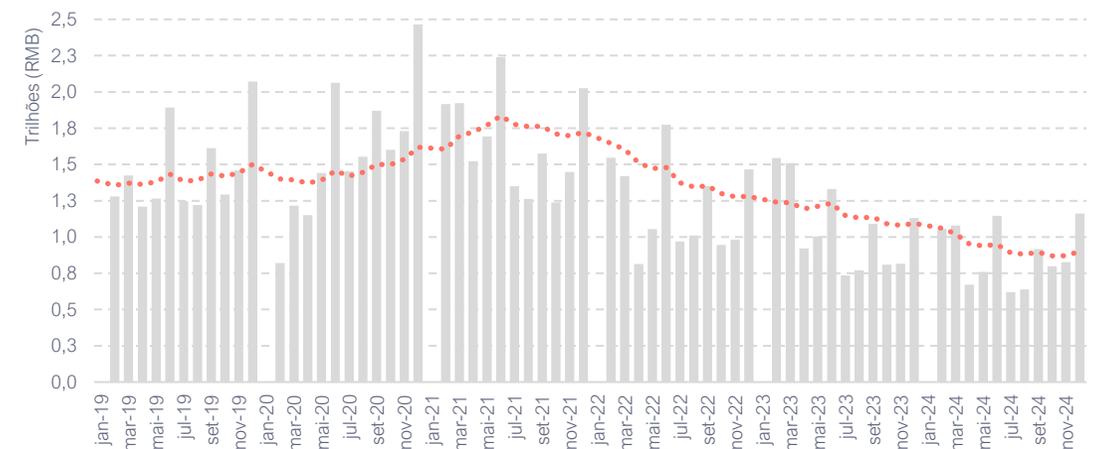
- Mesmo com crescimento, riscos de desaceleração podem perseguir 2025** – A China reportou dados econômicos positivos em janeiro, indicando que o país segue em ritmo de expansão. Porém, a população sente uma queda nos padrões de vida e esse crescimento pode não ser sustentável. Os estímulos chineses ao longo de 2024 favorecem os dados econômicos pelo lado da oferta, porém, o mercado interno pode sofrer com problemas estruturais que devem refletir em um ano de 2025 conturbado, mesmo com uma expectativa mais agressiva em relação aos estímulos chineses, como comentamos no último monitor.
- Trade War no radar** – Embora o presidente Donald Trump tenha declarado sua preferência por evitar a imposição de tarifas sobre a China, os EUA anunciaram tarifas de 10% sobre produtos chineses. Em resposta, a China impôs uma tarifa de 15% sobre carvão e gás natural liquefeito e 10% sobre petróleo bruto, máquinas agrícolas e veículos de grande potência, além de restrições à exportações, investigação antitruste contra a Google e empresas norte-americanas adicionadas a sua lista de “entidades não confiáveis”. A nova dinâmica tarifária entre os dois países, mesmo que ainda incerta, deve se estabilizar, dado que é importante a presença da China em solo norte-americano e maiores barreiras tarifárias podem pressionar essa presença. No entanto, a possibilidade de mais tarifas por parte dos EUA ainda existe e, neste caso, o mais importante é acompanharmos a resposta chinesa.

Seguimos esperando novos anúncios de estímulos e, mediante estes, o mercado recalibrará seu sentimento perante a economia chinesa. No momento, o cenário ainda é incerto para os ativos expostos ao país, porém, seguimos mais construtivos com *commodities* ligadas ao consumo, como celulose e proteínas.

China - Vendas no Varejo - Crescimento Ano/Ano



China - Vendas totais de Imóveis (residencial & comercial)

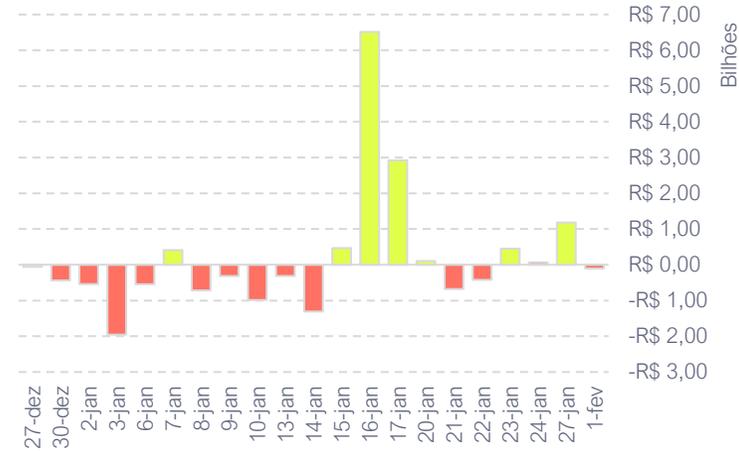


Fluxo

06 de fevereiro de 2025

- Durante o mês de janeiro, observamos fluxos equilibrados entre entradas e saídas na maior parte do mês, com exceção do dia 16, com uma entrada forte de capital estrangeiro, resultando em uma entrada de, aproximadamente, R\$ 4,3 bilhões no mês
- Em relação aos fundos de ações, apesar de uma trégua em junho de 2024 e no final de 2023, a trajetória ainda é negativa. Em janeiro, os resgates foram acentuados, o que deve continuar pressionando a indústria.
- Em situação ainda mais dramática, os fundos multimercados seguem amargurando sucessivos resgates nos últimos anos, sem um mês positivo nos últimos 17 meses.

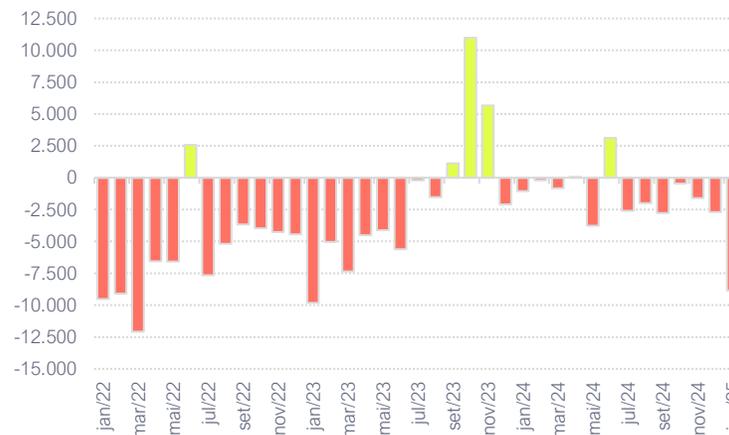
Fluxo Estrangeiro Diário



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



Fundos de Ações - Captação Mensal Líquida (R\$ milhões)



Fundos Multimercados - Captação Mensal Líquida (R\$ milhões)

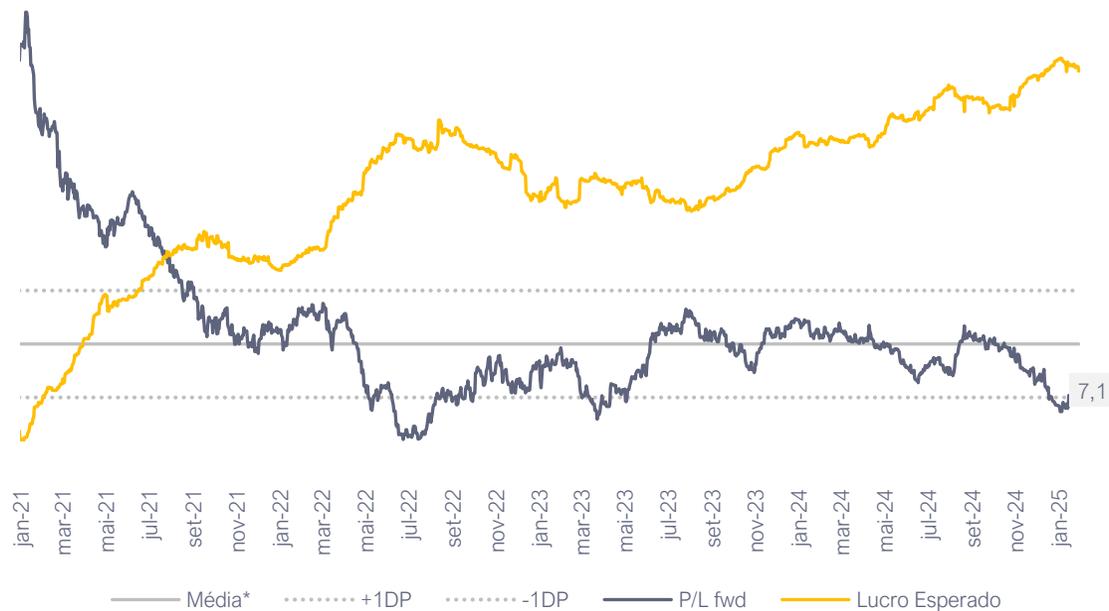


Valuation

06 de fevereiro de 2025

- O *valuation*, pela ótica do Preço sobre Lucro esperado, ainda segue em níveis confortáveis, com o Ibovespa negociando a 7,1x P/L, abaixo da média histórica (pós pandemia) de 7,9x.
- Houve uma pequena revisão para baixo nos lucros esperados antes do início da temporada de resultados do 4T24, na qual temos uma expectativa neutra e não esperamos revisão positiva dos lucro projetados após a sua conclusão dado o atual nível das taxas de juros no país.

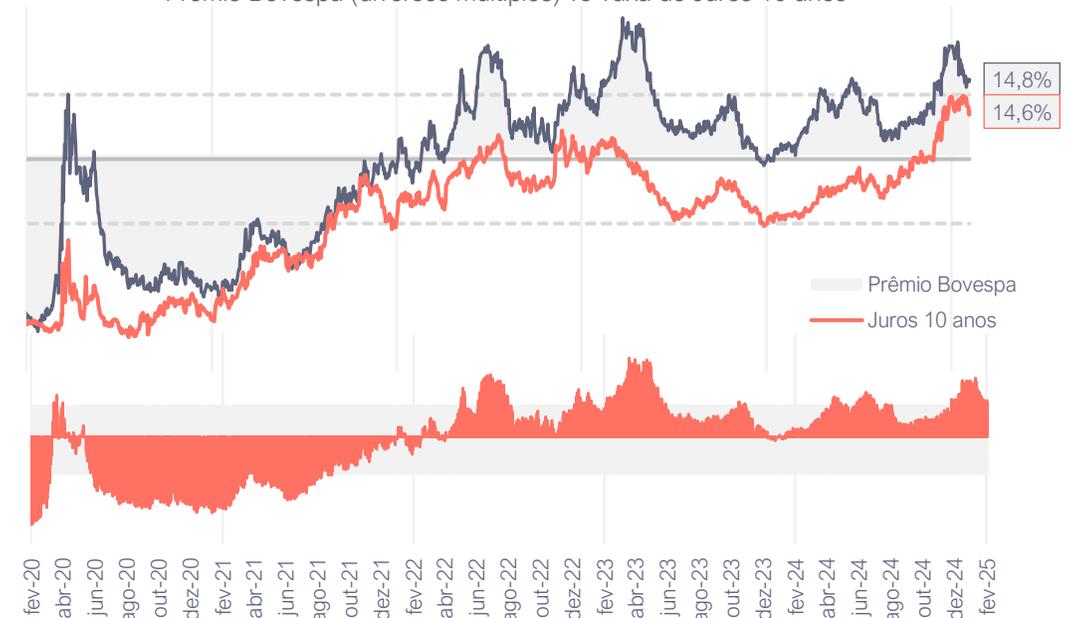
Ibovespa - Preço Sobre Lucro Esperado (P/L)



(*) Média histórica do P/L do Ibovespa a partir do dia 01/01/2021 (pós pandemia).

- Sob a ótica do prêmio, considerando diversos múltiplos de saída, a bolsa continua navegando em níveis atrativos acima da sua média histórica, porém este prêmio observou redução em janeiro dado, sobretudo, o crescimento em pontos do índice.
- Quanto aos juros longos (concorrente), que negociam com taxas também atrativas, neste momento vemos uma assimetria favorável aos juros, com o *spread* entre o prêmio da bolsa versus os juros longos tendo cedido em janeiro.

Prêmio Bovespa (diversos múltiplos) vs Taxa de Juros 10 anos



(*) Prêmio Bovespa = média dos prêmios das principais empresas listadas na Bovespa, sendo o Prêmio a diferença do múltiplo específico (Ev/Sales, Ev/Ebit, Ev/Ebitda, P/E ou P/Book, à depender do setor/empresa), sobre sua média histórica de 5 anos.



setores

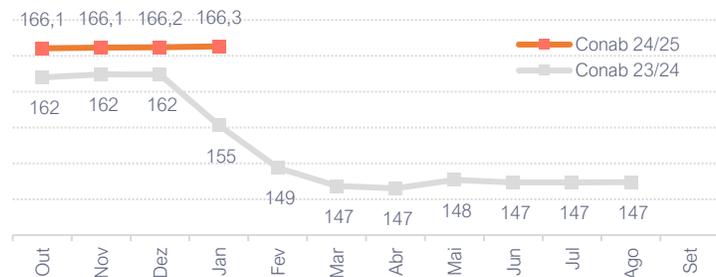
Agronegócio

06 de fevereiro de 2025

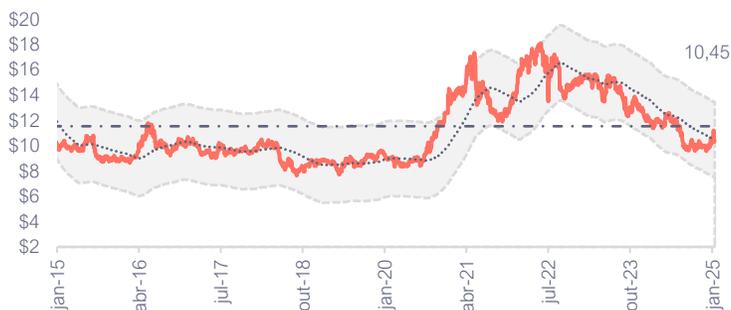
- **Soja:** As expectativas para a safra são de 166,3 mi Ton (+12,9% YoY). A colheita começou devagar devido a alta pluviosidade, mas costuma acelerar a partir de fevereiro. O preço mostrou certa recuperação com expectativas à guerra tarifária de Trump, mas ainda muito abaixo do que vimos em 2021 e 2022.
- **Milho:** As estimativas para a 1º safra 24/25 começaram em torno de -1,8% abaixo do ano passado. Além disso, as cotações domésticas seguem em alta junto às internacionais, porém com o milho americano abaixo do brasileiro.
- **Algodão:** A Conab divulgou 3,7 milhões de Ton esperadas para a próxima safra, o que é muito próximo do ano anterior. Os preços encontraram certa estabilidade desde o final de 2024, com elevação forte do câmbio. Apesar disso, a pluma brasileira negocia perto de 10 cents acima do internacional.

Nossa **top pick** para o setor é a **SLC Agrícola (SLCE3)**, com a alta produtividade esperada para a safra atual e melhores perspectivas de volume em relação ao ano passado. Além disso, há mais chances de sustentação dos preços dos grãos no próximo ciclo, devido possíveis ajustes nos estoques e parcerias Brasil e China. Além disso, a empresa se beneficia da alta recente no câmbio.

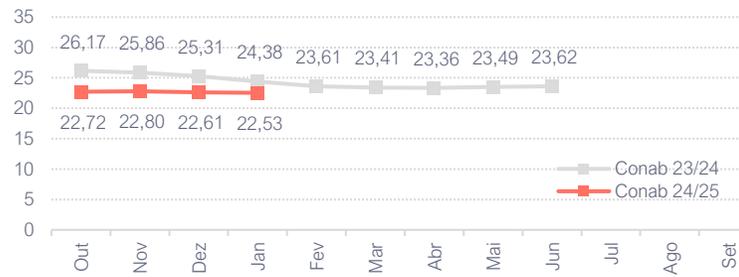
Soja - Evolução da estimativa (Milhões de Ton) - 24/25



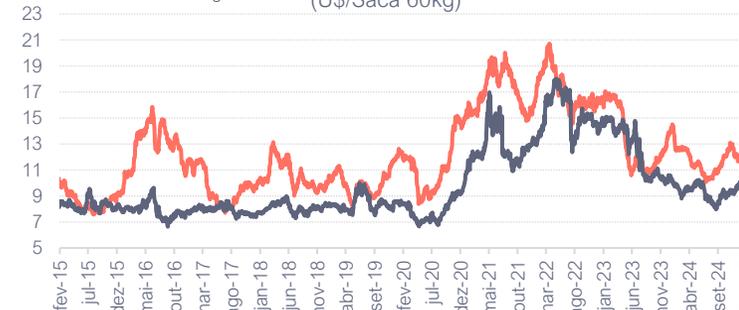
Soja FOB (US\$/ Bushel)



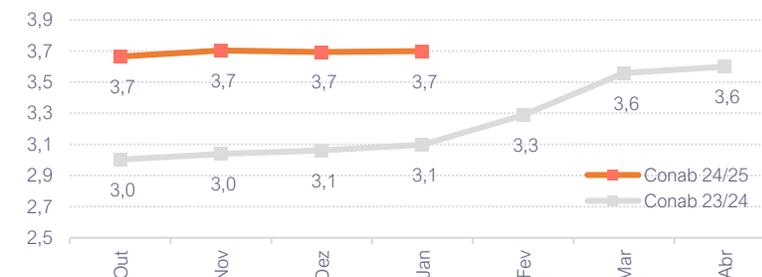
1º milho - Evolução da estimativa (Milhões de Ton) - 24/25



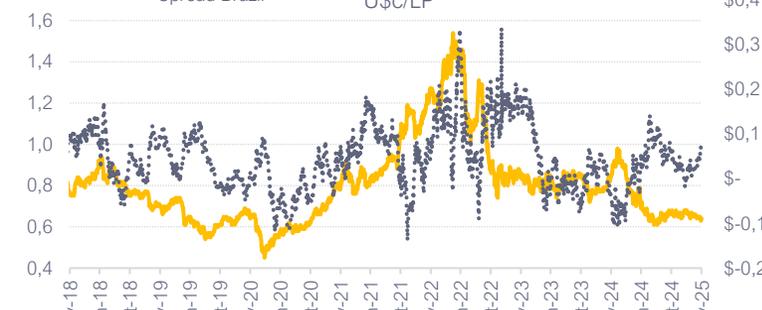
Preço do Milho BRx EUA (US\$/Saca 60kg)



2º milho - Evolução da estimativa (Milhões de Ton) - 24/25



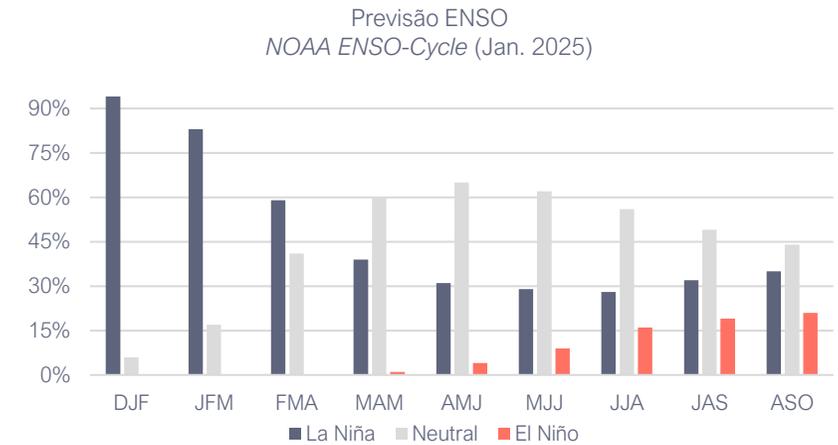
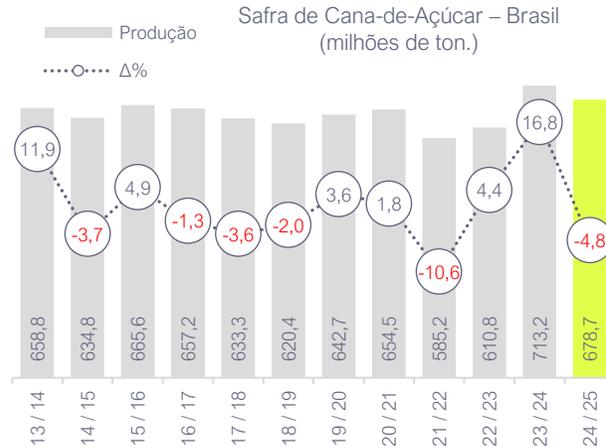
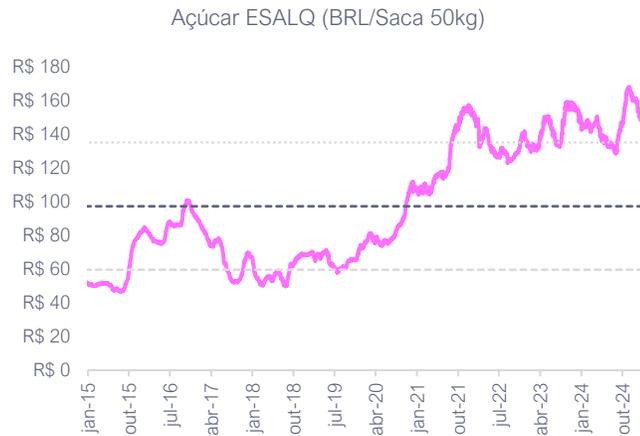
Preço Algodão US\$/LP



Agronegócio

06 de fevereiro de 2025

- **Cana:** A expectativa para a safra 24/25 segue em 678,7 milhões de toneladas (-4,8% YoY). Apesar da expansão na área plantada em 4,3% YoY, a produtividade média estimada deve vir -8,8% abaixo da safra anterior. Os motivos para isso já são conhecidos pelo mercado: baixos índices pluviométricos e temperaturas elevadas na região Centro-Sul. Apesar disso, vimos normalização nas chuvas ao final do ano. Pela oferta, mesmo com a redução, os produtos continuarão em abundância, principalmente pelo elevado estoque resultado da safra anterior.
- Os preços do açúcar recuaram levemente durante janeiro, chegando aos R\$ 148 por saca (50kg) em São Paulo.
- **Clima:** Atualmente, as condições ENSO indicam presença de La Niña. Apesar disso, é esperado pouca intensidade e curta duração em relação à outros episódios do fenômeno. Um La Niña menos intenso diminui a probabilidade de vermos efeitos característicos no clima. Porém, mudanças nos sinais podem alterar esse viés no próximos meses.

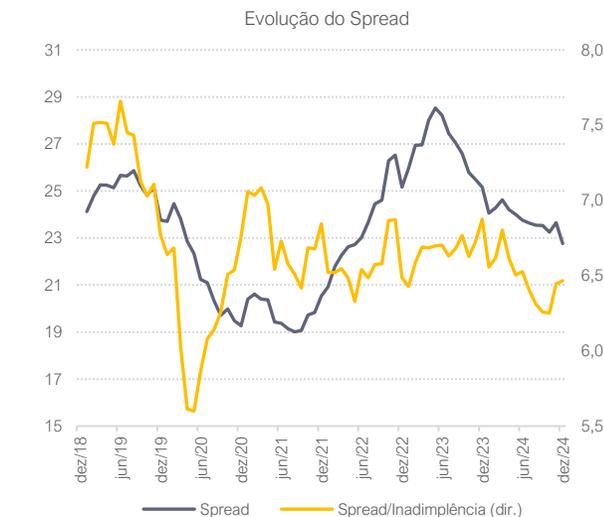
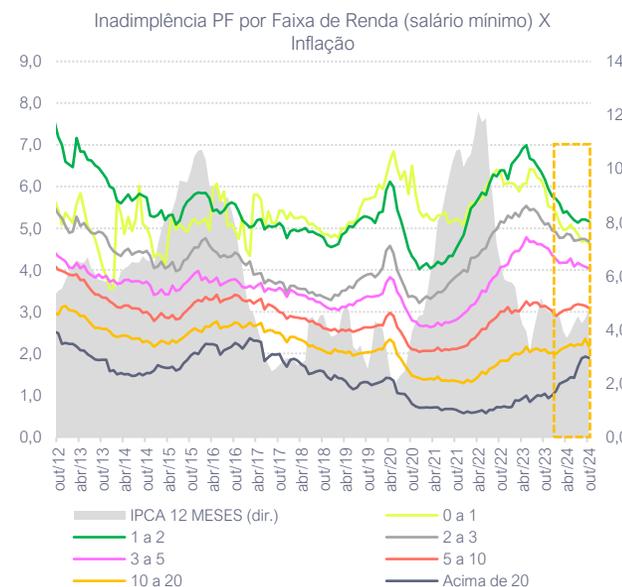
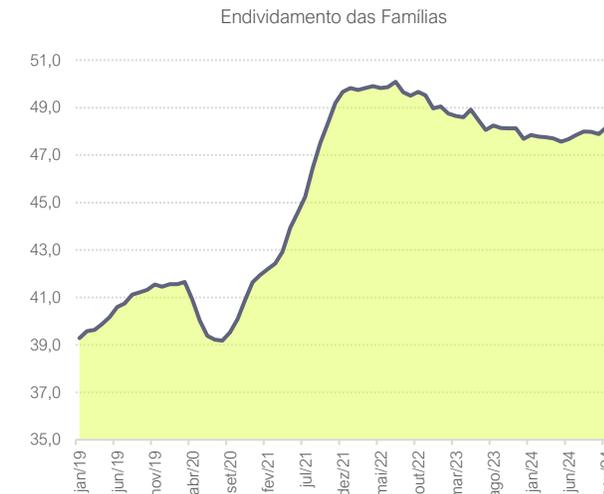
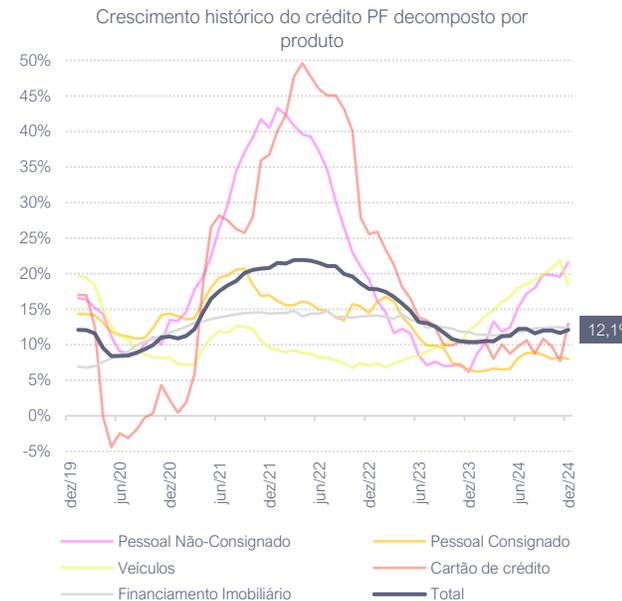


Bancos - PF

- Crescimento da Carteira de Crédito** – A carteira de crédito para pessoas físicas tem apresentado crescimento sólido, embora abaixo dos níveis históricos recentes, mas ainda superando o PIB nominal. Os produtos que se destacam são o crédito pessoal não consignado e o financiamento de veículos.
- Inadimplência** – O endividamento das famílias permanece em níveis elevados após a pandemia, e as perspectivas para inflação e juros futuros são desfavoráveis. Isso gera preocupação quanto ao aumento da inadimplência no futuro. Em um recorte mais detalhado, chama atenção a decomposição por faixa de renda, com o aumento dos atrasos nas classes de maior poder aquisitivo. Esse cenário é ainda mais desafiador, pois demonstra que as classes C e D, mais sensíveis ao impacto da inflação (IPCA), ainda não estão sendo afetadas pela piora do macro.
- Evolução do Spread** – O mês de dezembro reportou um dado que mantém a tendência de queda do *spread* mesmo com o início do ciclo recente de alta nos juros. Ao analisarmos a relação entre o *spread* cobrado e os atrasos nos pagamentos, o cenário melhorou, onde a inadimplência cedeu acima da queda das taxas.

Os dados mais recentes sugerem um cenário de cautela. O setor tem se comportado de maneira mais irracional, com uma intensificação da competição, onde o volume de concessões aumenta e os spreads caem, enquanto a inadimplência pode apresentar uma possível piora no futuro.

06 de fevereiro de 2025



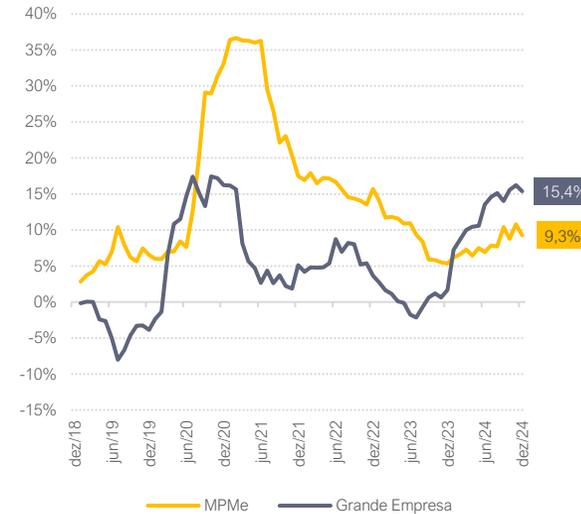
Bancos - PJ

- **Crescimento da Carteira de Crédito** – A carteira de crédito para pessoa jurídica (PJ) passou a evoluir acima da carteira de pessoa física (PF), impulsionada principalmente pelo crescimento dos bancos no financiamento das grandes empresas, mesmo em um ambiente de mercado de capitais que tem estruturado operações com spreads reduzidos.
- **Inadimplência** – Em relação à inadimplência, adotamos uma postura bastante cautelosa, dada as atuais perspectivas para as taxas de juros, com o mercado precificando um fim de ciclo de juros em torno de 15%. Mesmo com os juros atuais, já estamos observando um crescimento expressivo e acima da média histórica no número de pedidos de falências e Recuperações Judiciais pelas empresas.
- **Spread** – No que diz respeito aos *spreads*, observamos que, possivelmente devido à menor competição no segmento de atacado, os níveis têm se sustentado recentemente. Isso é um ponto positivo, pois impede que a deterioração da relação entre spread e inadimplência continue avançando. No entanto, vale destacar que esse indicador, essencial para os bancos, encontra-se em um dos menores níveis dos últimos anos.

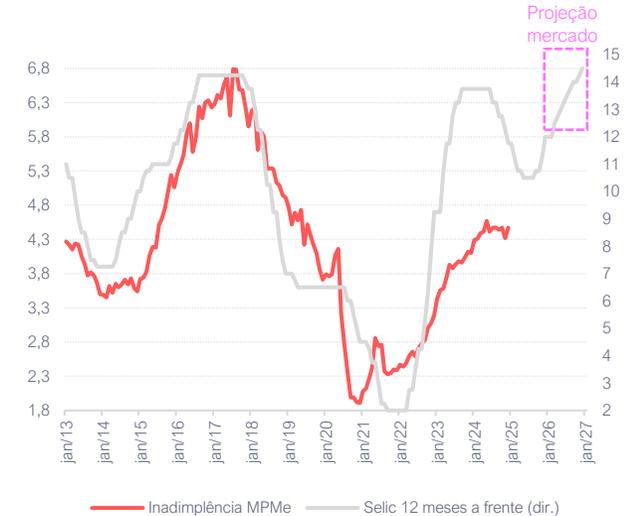
Tanto no segmento de PF quanto no de PJ, o cenário para os bancos não é favorável. Ao considerarmos a intensa competição, o elevado nível de endividamento das famílias e as expectativas futuras em relação aos juros e à inflação, não vemos um momento propício para os bancos continuarem expandindo suas carteiras de crédito. A gestão de risco nunca foi tão crucial como agora. Diante desse contexto, nossa top pick é o Itaú.

06 de fevereiro de 2025

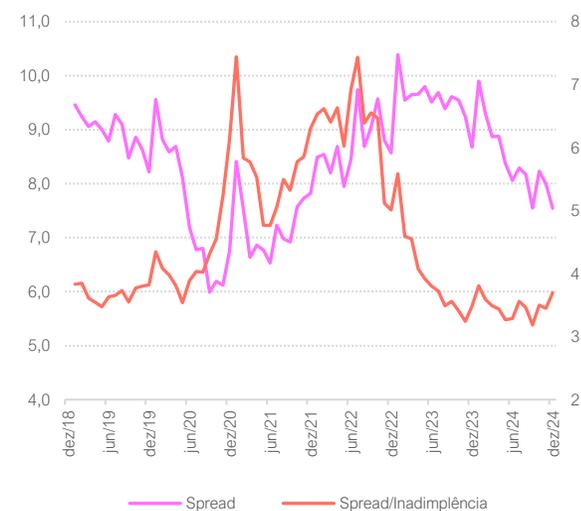
Crescimento da Carteira de Crédito por porte



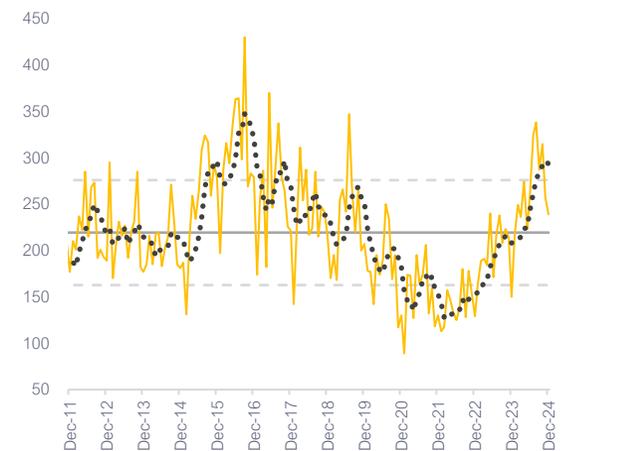
Inadimplência MPMe x Selic 12 meses a frente



Evolução do Spread



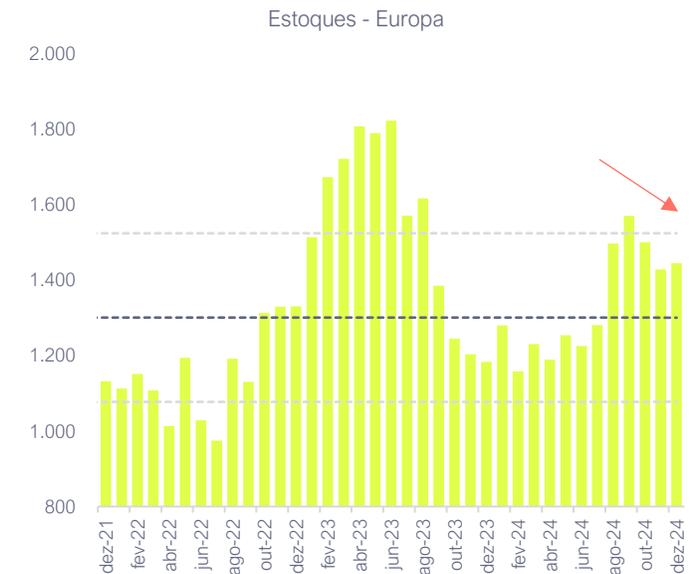
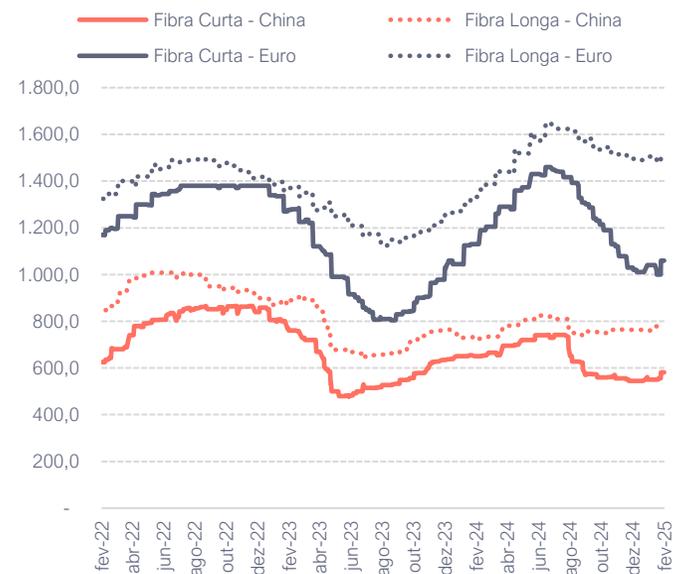
Falências e RJs Requeridas



Celulose

06 de fevereiro de 2025

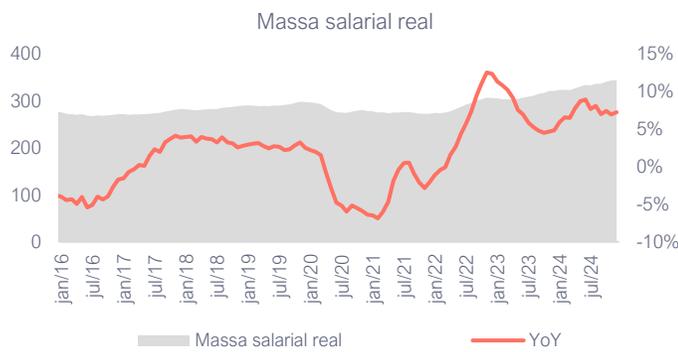
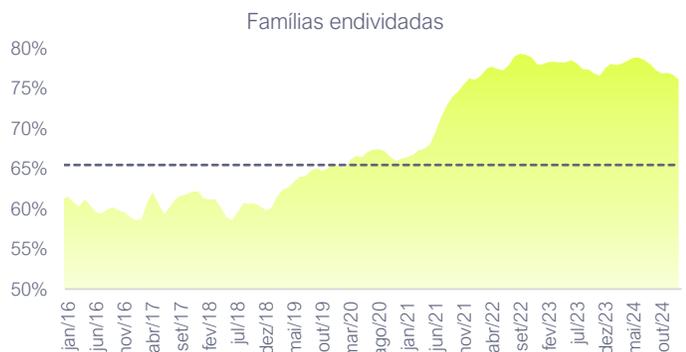
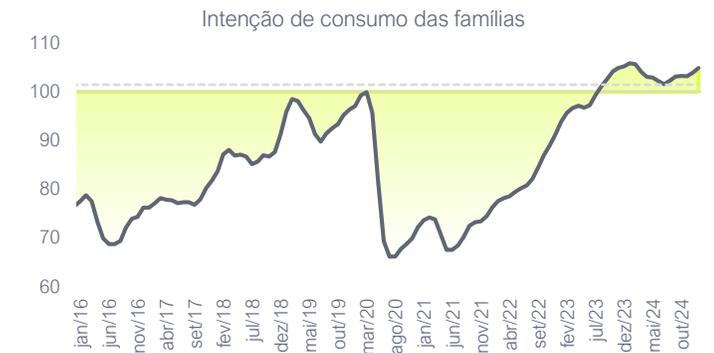
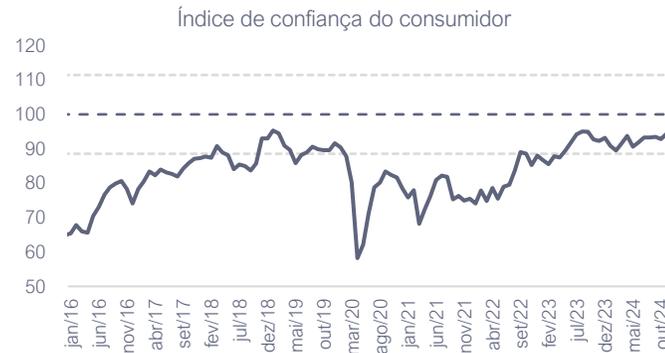
- Na China, apesar de notarmos aumento da importação de cavaco do Vietnam, Suzano conseguiu aplicar aumentos consecutivos de preço de US\$ 20/ton em janeiro e fevereiro, o que consideramos positivo. Na América do Norte e na Europa, Suzano repassou US\$ 60/ton em janeiro e US\$ 25/ton em fevereiro.
- O prêmio atual entre as fibras segue muito acima da média histórica e isto também pode ser aproveitado por fabricantes de fibra curta, como a Suzano.
- Na oferta, o mercado se mostra apertado por conta de paradas de manutenção na América Latina, congestionamento em portos e problemas na Chenming. Notamos ainda leve queda nos estoques europeus em dez/24.
- A valorização do dólar sobre o real favorece as teses do setor.
- Diante do bom *momentum*, temos **Compra** para Suzano, negociada à 5,5x EV/Ebitda (25) vs. um múltiplo justo de 7,0x.



Consumo – Amplo

06 de fevereiro de 2025

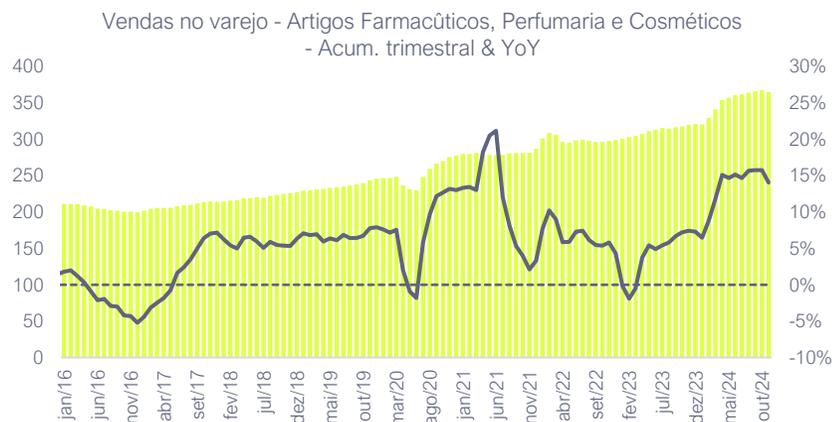
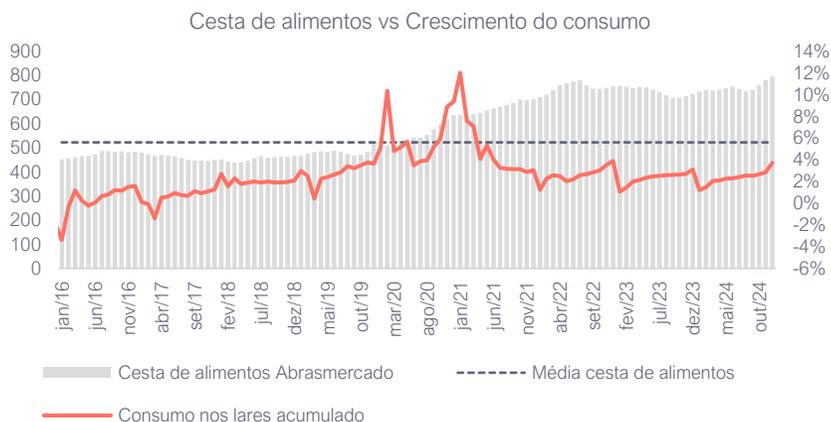
- O consumo segue uma dinâmica positiva, porém, restritiva. Embora os indicadores estejam positivos, ritmo de vendas em alta, emprego forte e concessões de crédito crescentes, o alto endividamento aliado a altas taxas de juros pressionam os consumidores. As famílias sentem a renda mais pressionada e comprometida com juros de empréstimos e dívidas de cartões de crédito, limitando o consumo de bens e serviços. O índice de confiança em queda sinaliza, em parte, as perspectivas das famílias perante a situação econômica e, como observamos no gráfico, a situação é crítica. O reflexo disso são empresas pressionadas em termos de volume, principalmente as que vendem produtos de consumo discricionário (ou que trabalham com essa categoria).
- Em nossa visão, mesmo com as restrições no consumo, ainda tem empresas que podem ser vencedoras, seja por uma estrutura mais equacionada, seja por um *valuation* atrativo. Gostamos de **Azzas 2154 (AZZA3)** e **Lojas Renner (LREN3)**, porém, reconhecemos que o varejo moda é um dos mais afetados pela restrição do consumo, gostamos também de **MercadoLibre (MELI34)** pelas suas amplas vantagens competitivas e diversificação geográfica, **Smart Fit (SMFT3)** e **Natura &Co (NTCO3)** por entendermos que são *cases* menos sensíveis ao ambiente macroeconômico atual e **RD Saúde (RADL3)** e **Multiplan (MULT3)** que, além de serem empresas de alta qualidade, em nossa visão, apresentam um *valuation* atrativo.



Consumo – Supermercados e farmácias

06 de fevereiro de 2025

- **Preços não param de subir e o consumidor cada vez mais restrito:** Os preços seguem em alta a cada mês, o que pressiona o bolso do consumidor e, ao mesmo tempo, a capacidade das empresas em expandir seus volumes, dado que a renda das famílias não acompanha a evolução nos preços. Enquanto os preços seguem elevados, o consumo segue restritivo, principalmente para itens discricionários, itens que fazem a diferença nos volumes e na rentabilidade das companhia, porém, que pressionam o bolso das famílias.
- **Venda de medicamentos em supermercados:** Em janeiro, voltou o tema sobre vender medicamentos que não necessitam de receita em supermercados. A medida já existe na câmara há anos e voltou com força desta vez. Na visão das farmácias, esse movimento aumentaria a concorrência, pressionando os preços e as vendas, o que, de fato, levaria as empresas a aumentarem os preços de outros produtos (como os de medicamentos prescritos) a fim de manterem suas margens saudáveis, no entanto, poderia levar a perda de volume devido a competição. Nos supermercados, enxergamos a questão do posicionamento em gôndolas nos supermercados e a necessidade da contratação de farmacêuticos para auxiliar clientes, além da maior fiscalização por parte dos órgãos responsáveis. Também existe a questão de que não necessariamente todos os tipos de medicamentos não prescritos sejam vendidos em supermercados, mas sim uma pré-autorizada lista. No entanto, como medicamentos possuem margens superiores ao varejo alimentar, vemos pontos negativos muito marginais para os supermercadistas se compararmos com o varejo farmacêutico.
- Em termos de empresas, seguimos gostando de **Assaí Atacadista (ASAI3)**, porém, reforçamos que a sensibilidade da companhia ao ambiente macroeconômico é elevada e isso tem prejudicado a ação, tanto pelo lado do consumo, quanto pela alavancagem, além da maior competitividade. No entanto, reforçamos que os fundamentos não se alteraram, mesmo em um ambiente mais adverso, e seu *valuation* atual nos parece atrativo. **Grupo Pão de Açúcar (PCAR3)**, por outro lado, vem enfrentando uma reestruturação, além de rumores de uma fusão com a rede Dia, orquestrada por Nelson Tanure, oq eu deixa a situação da empresa muito incerta, em nossa visão.



Valor
Venda de medicamentos em supermercados 'é questão de dias', diz vice-presidente da Abras

Consumo – Bebidas

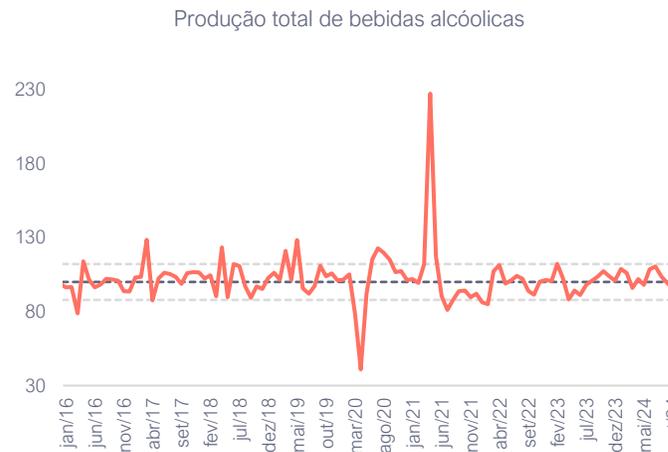
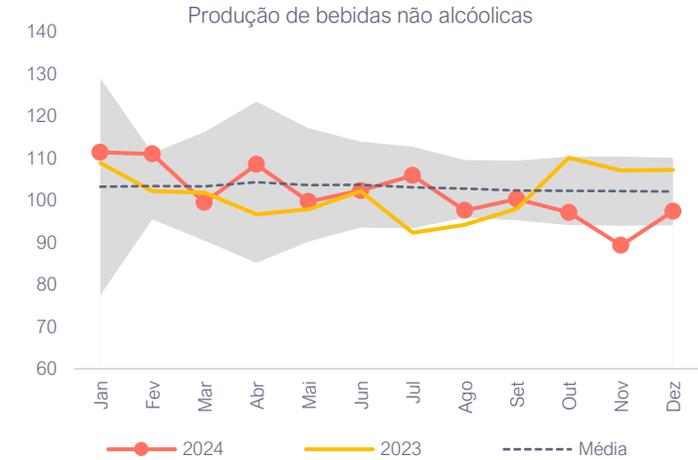
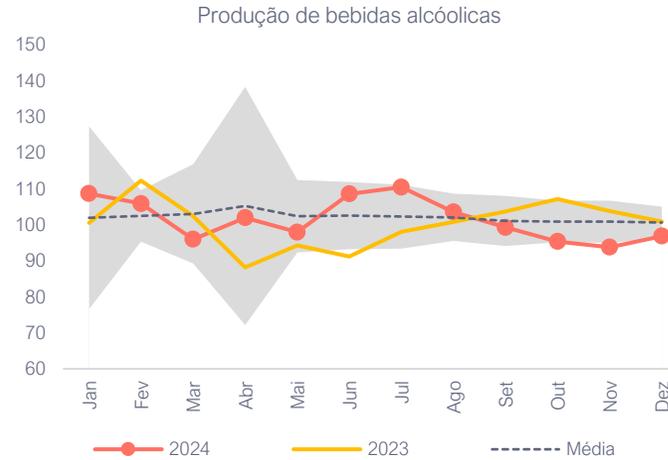
06 de fevereiro de 2025

Como já comentamos nos últimos monitores, a produção de bebidas, tanto alcóolicas, quanto não alcóolicas, está fraca. Esses dados não trazem expectativas otimistas para o 4T24 da Ambev, além de não motivarem uma expectativa positiva para o setor em 2025. Somamos isso aos custos mais elevados, como nosso índice mostra (influenciado, principalmente, pela alta no trigo, milho e alumínio), o que deve pressionar as margens ao longo de 2025. Esperamos que o cenário para o setor seja desafiador, e não enxergamos gatilhos animadores para a indústria.

Do nosso lado, seguimos enxergando uma assimetria no *valuation* da **Ambev (ABEV3)**, porém, não devemos esperar resultados surpreendentes nos próximos trimestres no cenário Brasil, além das adversidades enfrentadas em LAS e Canadá. Esperamos um resultado mais pessimista para a companhia, apoiado nos fatores mencionados, porém, mantemos nossa recomendação olhando para o longo prazo sólido que a companhia apresenta, além do *valuation* assimétrico que enxergamos.



Considera: milho, trigo, alumínio e açúcar

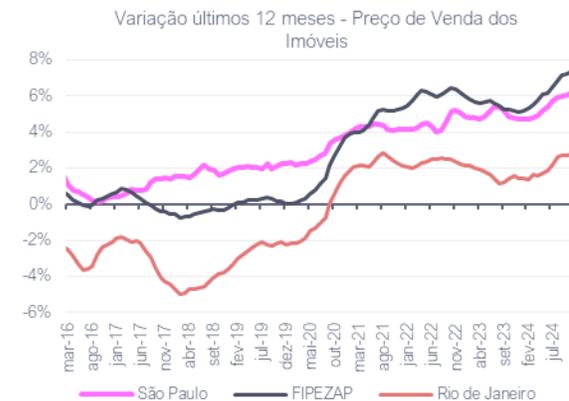
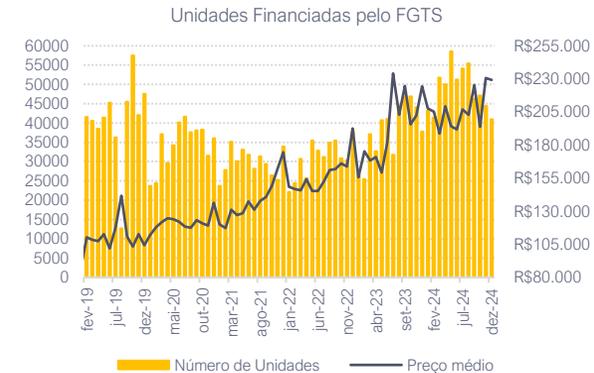
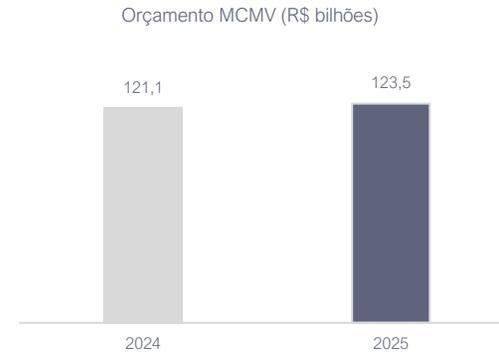
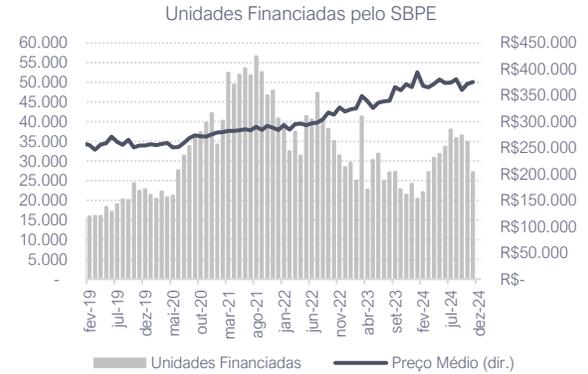
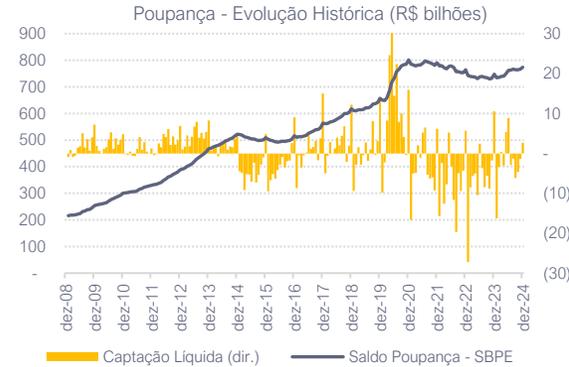


Construção

- Financiamento Médio e Alto padrão (MAP):** O saldo da poupança mostra uma leve tendência de alta, dado o aumento dos juros e uma captação líquida menos negativa nos últimos meses. O sinal, no entanto, não é suficiente para frear o movimento de redução das unidades financiadas com a poupança. Dezembro, reportou um mês bastante negativo em relação aos anteriores, com bancos, em especial a Caixa, subindo suas taxas e aumentando as restrições dado o patamar elevado dos juros e poupança ainda restritiva como veículo de *funding*.
- Financiamento Minha Casa Minha Vida:** O Conselho do FGTS estabeleceu um orçamento para o programa MCMV para esse ano com valores semelhantes aos registrados em 2024. Este dado não é muito positivo, pois sugere que a demanda observada, principalmente no primeiro semestre do ano, pode não ser sustentável no médio prazo. Vale destacar que o orçamento já foi quase totalmente utilizado desde outubro deste ano, o que resultou em uma queda nas unidades financiadas nos últimos meses, retomando o patamar de 40 mil em dezembro.
- Preço dos imóveis começa a subir:** Já o preço dos imóveis parece ainda conseguir surfar o crescimento da renda real da população. Vale ressaltar que o início de restrição na oferta, aliada à ainda elevada demanda, deve seguir impulsionando os preços nos próximos meses.
- Custos –** Após meses em um patamar reduzido, o INCC acumulado ultrapassou a sua média histórica do pré pandemia.

A abertura da curva de juros, combinada com a deterioração no mix de *funding* dos bancos, configura um cenário negativo para a demanda das construtoras de MAP. Além disso, o FGTS, que tem se mostrado mais resiliente, parece ter atingido seu limite de unidades financiadas, dificultando o crescimento da demanda na faixa de baixa renda. Por fim, a retomada dos custos à média histórica prejudica as margens das futuras safras. Sendo assim, a soma desses fatores reforça nossa visão mais pessimista para o setor de construção como um todo.

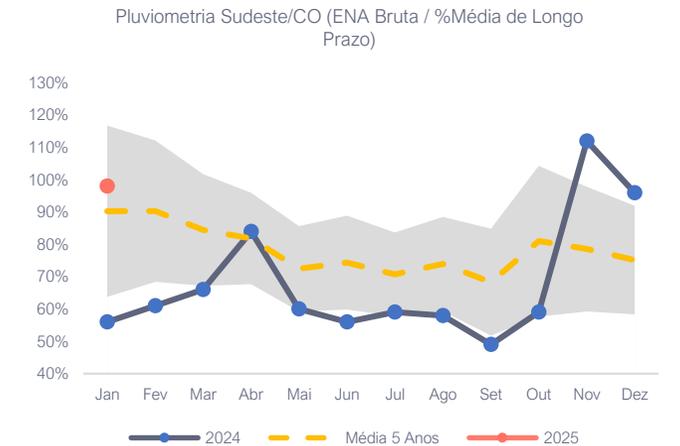
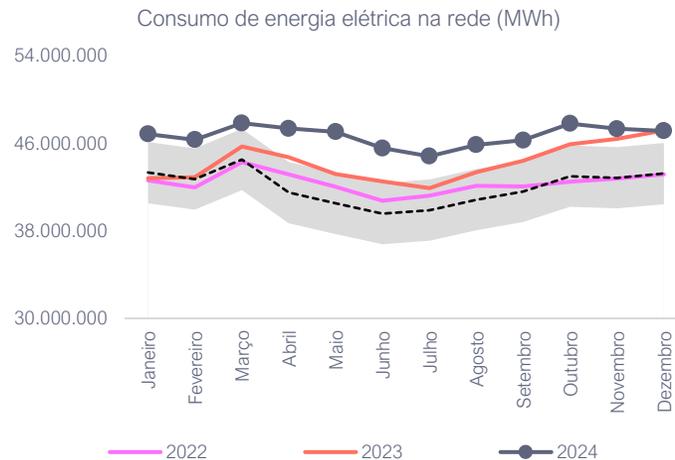
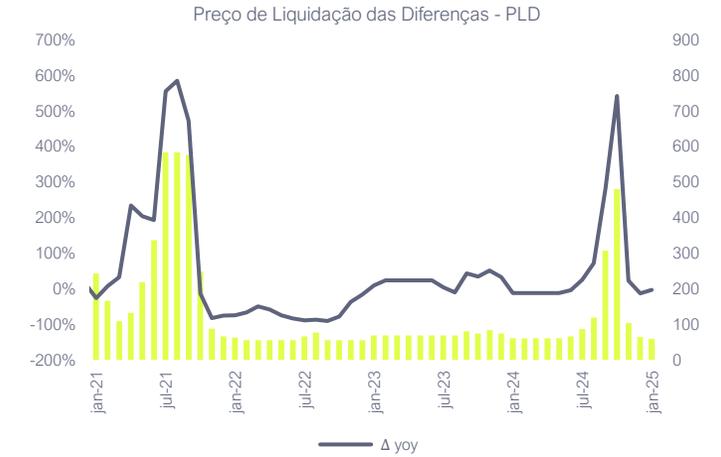
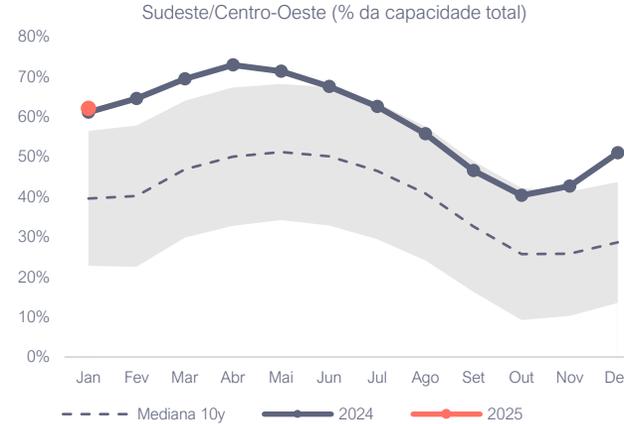
06 de fevereiro de 2025



Elétricas

06 de fevereiro de 2025

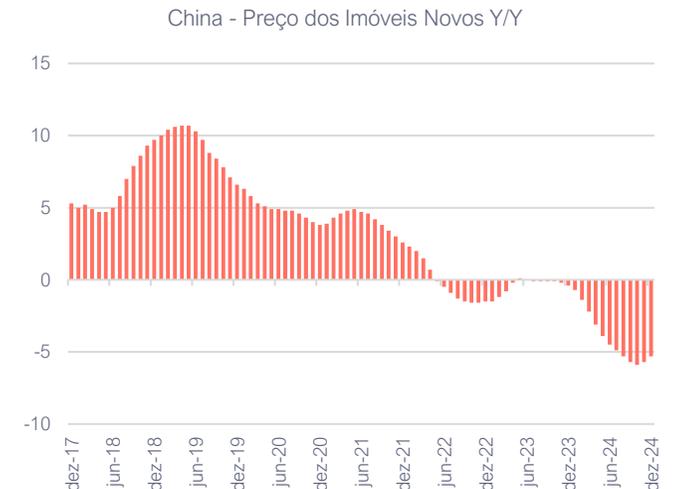
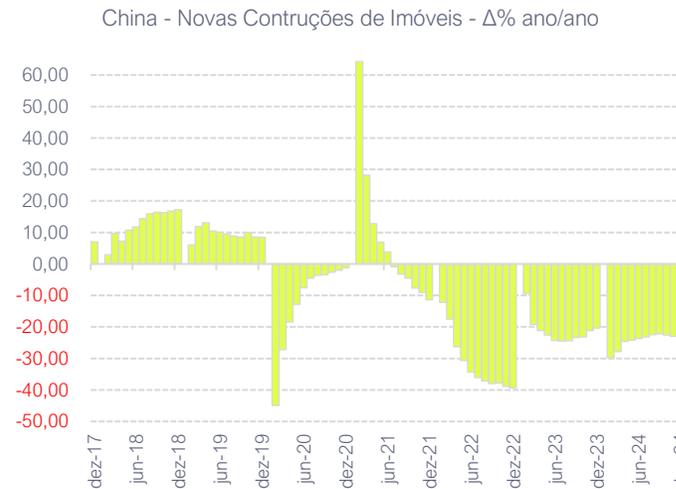
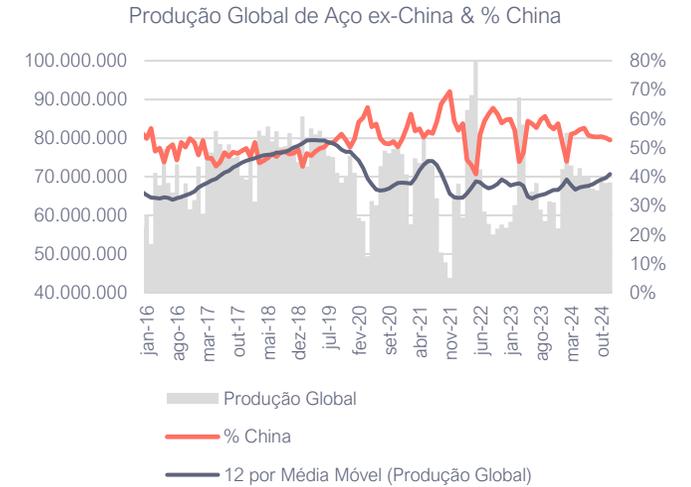
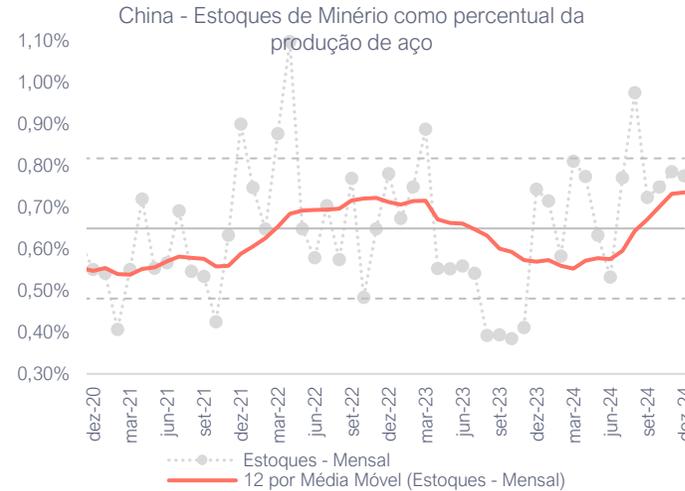
- **Na distribuição**, o consumo apresentou uma leve desaceleração em dezembro vs. novembro, mas segue ok. Pela excelência na execução e possíveis ganhos com a privatização, respectivamente, temos **Compra** para EQTL3 e CPLE6.
- **Na geração**, a pluviometria em janeiro foi novamente boa e assim, o PLD mensal segue na mínima. Os preços de longo prazo também seguem baixos. No setor, temos **Neutro** em EGIE3 e **Compra** para ELET3/ELET6, cuja arbitragem com a União deve se encerrar em breve.
- **Em transmissão**, Engie e Taesa ganharam lotes no último leilão, em setembro. Temos **Neutro** para TAEE11, que mesmo diminuindo a distribuição, ainda seguirá distribuindo bons proventos. Ações do setor se beneficiariam de uma queda na curva de juros e, no momento, gostamos das que possuem maior incidência de receitas IGP-M frente à IPCA em função do maior estágio do dólar Y/Y.
- Seguimos céticos com geração, dado o baixo nível de visibilidade de preços de longo prazo e a maior ocorrência de *curtailments*. Aos poucos, vamos gostando mais de *cases* de transmissão. Em distribuição, o ainda bom nível de consumo e eficiência nos aponta que há oportunidades (Copel e Equatorial).



Minério de Ferro

06 de fevereiro de 2025

- PMIs e pedidos domésticos em baixa mostram que a demanda chinesa continua fraca. A produção de aço por parte da China também caiu em janeiro
- No entanto, mesmo com o feriado do Ano Novo Chinês (28/jan – 4/fev), os estoques de minério de ferro pararam de subir nos portos chineses e a ocorrência de ciclones na Austrália levaram os preços de minério de ferro para mais de US\$ 105/t. Fenômenos naturais deste tipo ocorrem no país até abril.
- No setor imobiliário, os preços de imóveis novos e usados recuaram em menor intensidade em dezembro. Isto somado ao fato do governo ter anunciado que adotará novos estímulos econômicos em 2025 confere algum *momentum* ao setor, ainda que a foto continue desbotada.
- Acreditamos que a reabertura da economia após o feriado e o fato da Trade War poder não ser tão intensa como outrora prevista também podem trazer maior dinamismo aos papéis do setor a partir de fevereiro.
- Mesmo com os fundamentos ainda majoritariamente ruins, julgamos possível que o setor ganhe tração no curto/médio prazo pelos fatores citados acima. Na espera pela confirmação deste movimento, seguimos neutros com Vale (VALE3).



Petróleo

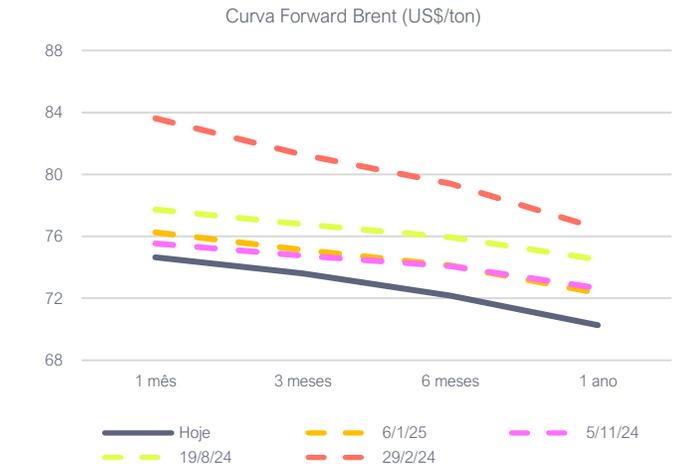
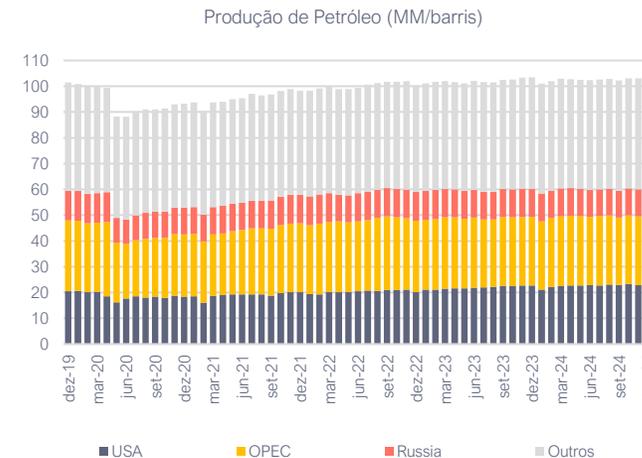
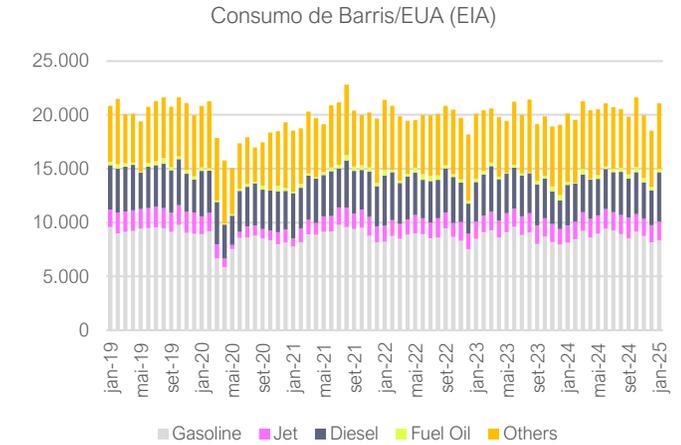
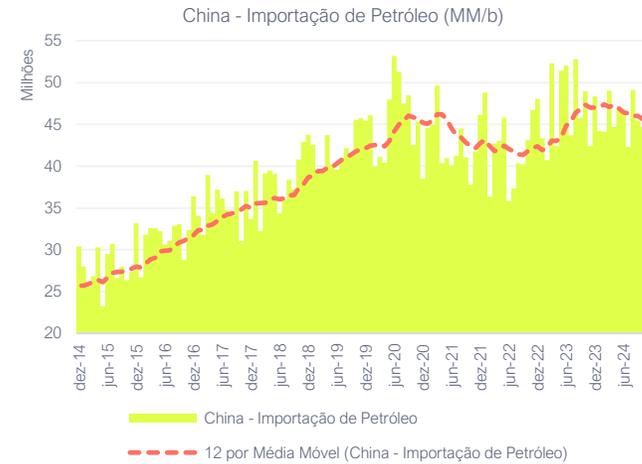
06 de fevereiro de 2025

- Na China, a importação de petróleo em dez/24 foi levemente inferior à de nov/24
- Nos EUA, o consumo em janeiro se mostrou melhor que nos últimos meses.
- Os preços futuros, no entanto, seguem mais fracos em função da Trade War e da visão sobre a oferta ser suficiente para atender a demanda ao longo dos próximos anos.
- Com crescimento de produção de países não-OPEP, a ascensão de Trump (e o crescimento da oferta norte-americana), além das atuais dúvidas sobre a força da demanda norte-americana e chinesa., a OPEP+ não reestabelecerá a produção dos seus membros antes de abril/25 e pode continuar postergando o movimento.
- O que poderia trazer fôlego aos preços do Barril seria uma abordagem mais crítica de Trump quanto à aplicação de sanções ao Irã.

Nossa visão é que:

- i) o Brent ainda pode ratear com as dúvidas na perspectiva de crescimento de EUA e China
- ii) por enquanto, a OPEP+ não tem opções à não ser seguir adiando o reestabelecimento da produção.
- iii) Tirando o aspecto geopolítico da equação, a tendência atual é que a oferta domine a demanda e que os preços possam ceder para um patamar entre US\$ 65-75.

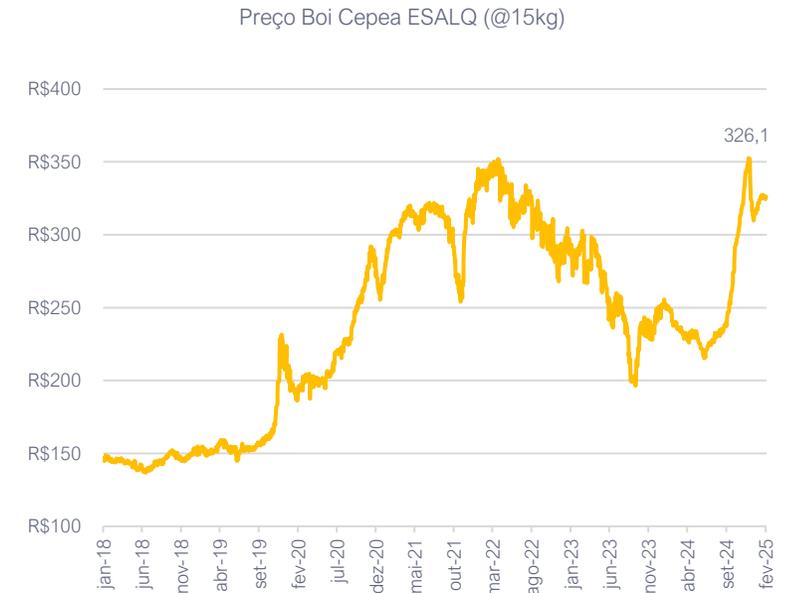
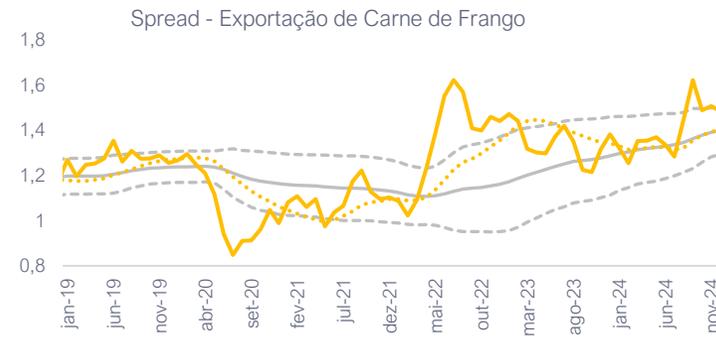
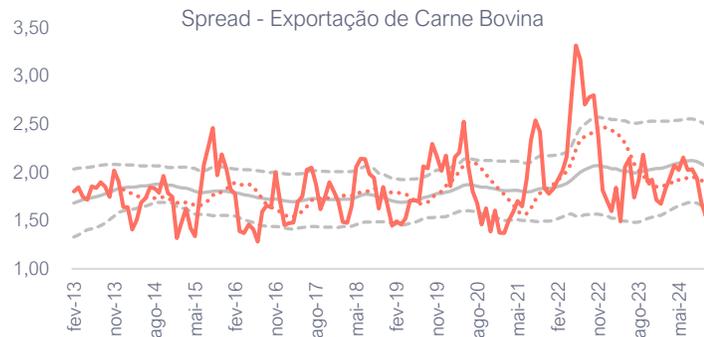
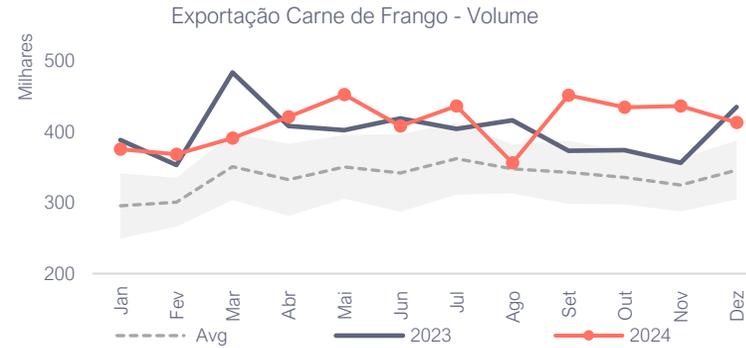
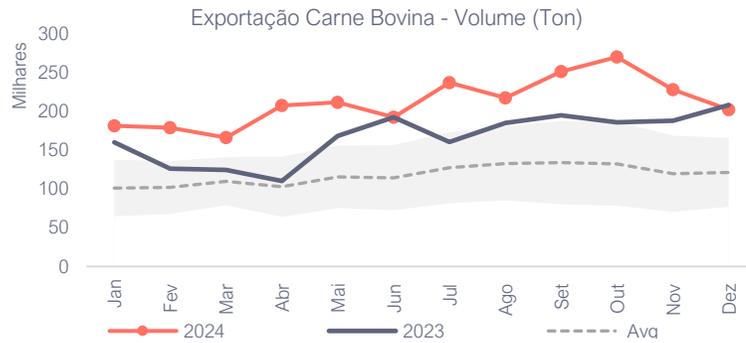
No micro, seguimos gostando de Prio (PRIO3) e quanto à Petrobras (PETR4), o aumento de preços do diesel diminuiu a percepção de risco sobre a tese.

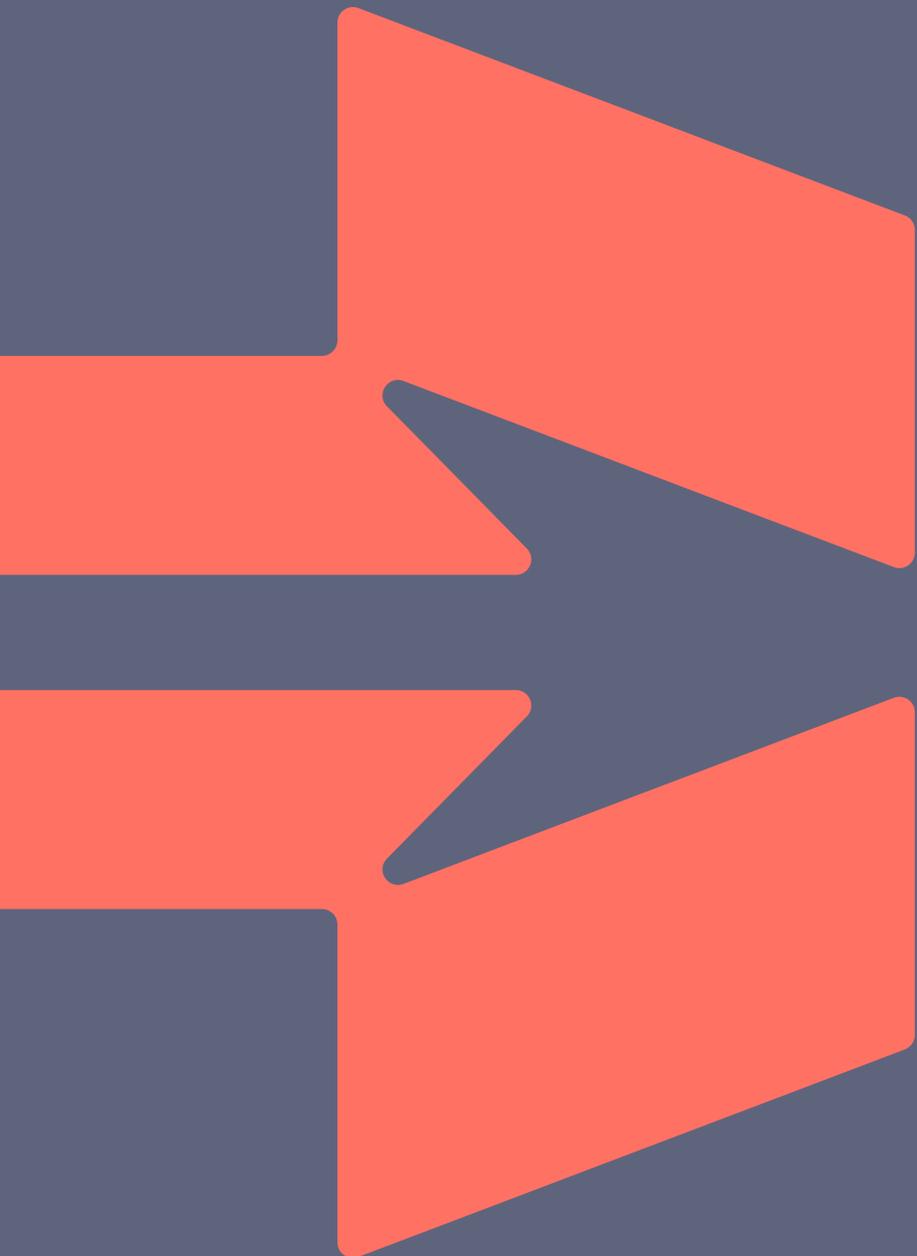


Proteínas

06 de fevereiro de 2025

- **Bovinos:** O volume exportado em 2024 foi 26,2% superior ao ano anterior, apesar do volume de dezembro ter caído -3% YoY. No mês, o *spread* da carne bovina subiu +22% YoY e 35,3% MoM. O movimento foi justificado pela baixa cotação do gado brasileiro até o 3º tri do ano. O preço do gado disparou ao final do ano passado, mas houve um recuo moderado em janeiro para R\$ 326.
- **Aves:** Em aves, o volume exportado veio -5% YoY em 413,45 mil/ton, Apesar dessa queda, o preço médio de venda subiu. Sobre os *spreads*, tivemos baixa de -1,6% YoY em dezembro.
- **JBS (JBSS3)** continua sendo a *top pick* do setor, dado a expectativa de virada de ciclo bovino nos EUA, fortes volumes de exportação e receita dolarizada. Enquanto isso, estamos neutros em **BRF (BRFS3)**, e **Minerva (BEEF3)**.





cobertura

Cobertura

06 de fevereiro de 2025

Empresas & Setores		Recomendação	Preço-alvo	Potencial	Cotação			Últim. 30 dias	No ano (YTD)	Últ. 12 meses	Mkt Cap (R\$ milhões)	Liquidez ¹ (R\$ milhões)	EV/Ebitda ³			P/L ⁴			P/VPA ⁵			Dividendo - Yield ⁷	
					05/02/25	Últim. 30 dias	No ano (YTD)						próx. 12m	próx. 24m	Méd. 5anos	próx. 12m	próx. 24m	Méd. 5anos	próx. 12m	próx. 24m	Méd. 5anos	Últ. 12m	Próx. 12m
Aço & Minério																							
VALE3	Vale SA	NEUTRO	R\$ 75,00	38,1%	R\$ 54,31	1,5%	-1,0%	-10,7%	R\$ 245.197	R\$ 1.207,4		3,45x	3,37x	3,68x	4,7x	5,1x	4,6x	1,03x	0,91x	1,07x	8,6%	10,3%	
GGBR4	Gerdau	NEUTRO	R\$ 26,00	53,8%	R\$ 16,90	-1,3%	-5,8%	-0,5%	R\$ 34.211	R\$ 237,0		3,61x	3,47x	3,91x	6,7x	6,1x	6,0x	0,66x	0,63x	0,75x	4,6%	4,8%	
USIM5	Usiminas	NEUTRO	R\$ 11,00	100,0%	R\$ 5,50	13,0%	3,0%	-37,6%	R\$ 6.747	R\$ 66,4		6,07x	3,67x	3,89x	26,8x	7,5x	6,6x	0,29x	0,28x	0,41x	5,2%	5,8%	
Agronegócio																							
SLCE3	SLC Agrícola	COMPRA	R\$ 24,60	35,8%	R\$ 18,11	3,6%	0,7%	-3,6%	R\$ 7.816	R\$ 37,3		7,35x	6,10x	6,39x	10,9x	8,0x	7,7x	1,45x	1,38x	1,55x	5,0%	5,6%	
Bancos																							
ITUB4	Itau Unibanco	NEUTRO	R\$ 39,00	14,3%	R\$ 34,11	12,7%	9,5%	10,1%	R\$ 310.082	R\$ 716,7		n/a	n/a	n/a	8,0x	7,2x	7,1x	1,74x	1,59x	1,28x	-	8,5%	
BBDC4	Bradesco	COMPRA	R\$ 17,00	38,1%	R\$ 12,31	7,6%	7,1%	-14,3%	R\$ 122.269	R\$ 433,1		n/a	n/a	n/a	6,5x	5,6x	5,9x	0,77x	0,72x	0,91x	9,3%	8,2%	
BBAS3	Banco do Brasil	COMPRA	R\$ 37,50	34,7%	R\$ 27,83	17,0%	14,9%	5,7%	R\$ 159.145	R\$ 421,7		n/a	n/a	n/a	4,2x	4,0x	3,4x	0,86x	0,77x	0,51x	9,4%	10,0%	
BPAC11	BTG Pactual	COMPRA	R\$ 42,00	32,5%	R\$ 31,70	19,0%	16,9%	-11,2%	R\$ 138.823	R\$ 248,6		n/a	n/a	n/a	9,8x	8,5x	10,7x	2,08x	1,80x	2,05x	2,5%	3,0%	
Bens Capital / Indústria																							
WEGE3	Weg SA	NEUTRO	R\$ 43,80	-19,6%	R\$ 54,47	3,0%	2,4%	68,8%	R\$ 226.907	R\$ 310,6		26,86x	22,69x	24,73x	37,8x	30,0x	32,7x	10,67x	9,16x	8,82x	1,3%	1,4%	
Consumo																							
ABEV3	AmBev	COMPRA	R\$ 16,60	53,4%	R\$ 10,82	-3,8%	-7,2%	-12,0%	R\$ 171.758	R\$ 402,8		5,61x	5,29x	8,58x	12,2x	11,1x	14,5x	1,97x	1,94x	2,34x	6,1%	6,7%	
NTCO3	Natura & Co	COMPRA	R\$ 20,20	55,6%	R\$ 12,98	5,3%	2,5%	-15,6%	R\$ 18.140	R\$ 104,6		7,42x	6,21x	8,22x	19,8x	13,4x	28,2x	0,79x	0,77x	0,88x	-	5,5%	
PETZ3	Petz	NEUTRO	R\$ 3,90	-12,9%	R\$ 4,48	11,2%	9,8%	51,5%	R\$ 2.068	R\$ 37,0		7,59x	6,24x	7,74x	47,1x	22,7x	23,1x	1,14x	1,08x	1,28x	6,5%	0,4%	
SMFT3	Smart Fit	COMPRA	R\$ 33,00	72,1%	R\$ 19,18	16,5%	14,7%	-18,2%	R\$ 11.617	R\$ 48,6		10,70x	8,40x	10,43x	22,2x	17,3x	22,6x	2,12x	1,95x	2,24x	2,7%	1,5%	
Consumo - Digital																							
MGLU3	Magazine Luiza	NEUTRO	R\$ 17,40	152,9%	R\$ 6,88	15,7%	11,4%	-63,2%	R\$ 5.350	R\$ 208,5		4,00x	3,52x	13,15x	20,5x	16,9x	104,7x	0,47x	0,62x	2,59x	-	0,0%	
MELI34	MercadoLibre	COMPRA	R\$ 108,00	12,6%	R\$ 95,88	-0,4%	5,3%	28,4%	R\$ 573.627	R\$ 33,5		32,00x	24,62x	31,51x	0,5x	0,4x	0,6x	0,19x	0,12x	0,16x	-	0,0%	
Consumo - Moda																							
LREN3	Lojas Renner	COMPRA	R\$ 21,30	63,6%	R\$ 13,02	8,5%	8,7%	-3,7%	R\$ 13.965	R\$ 219,4		6,13x	5,35x	9,31x	10,7x	9,3x	15,4x	1,28x	1,20x	1,96x	4,0%	4,8%	
AZZA3	Azzas 2154	COMPRA	R\$ 92,40	175,5%	R\$ 33,54	16,5%	13,8%	-44,9%	R\$ 6.948	R\$ 64,1		5,39x	4,45x	12,43x	9,5x	7,4x	17,3x	1,01x	0,94x	3,56x	3,1%	2,2%	
Construção																							
MRVE3	MRV	NEUTRO	R\$ 9,50	73,0%	R\$ 5,49	7,8%	4,0%	-27,4%	R\$ 3.107	R\$ 76,3		10,29x	6,40x	8,24x	35,6x	4,3x	7,9x	0,47x	0,44x	0,84x	-	0,0%	
EZTC3	EzTec	COMPRA	R\$ 24,00	91,1%	R\$ 12,56	21,2%	18,5%	-11,1%	R\$ 2.835	R\$ 30,8		11,39x	10,36x	11,17x	8,2x	8,3x	8,9x	0,58x	0,55x	0,79x	-	2,3%	
Distribuição de Combustíveis																							
VBBR3	Vibra Energia	COMPRA	R\$ 29,00	78,8%	R\$ 16,22	-6,1%	-7,4%	-23,9%	R\$ 18.486	R\$ 195,0		4,27x	4,40x	6,92x	3,7x	7,2x	9,5x	0,91x	0,82x	1,58x	-	9,9%	
UGPA3	Ultrapar	NEUTRO	R\$ 26,00	62,2%	R\$ 16,03	6,9%	4,7%	-38,3%	R\$ 18.549	R\$ 108,6		5,47x	5,18x	7,06x	8,8x	9,1x	14,0x	1,24x	1,15x	1,53x	3,9%	4,4%	
Educação																							
YDUQ3	Yduqs	COMPRA	R\$ 19,50	95,4%	R\$ 9,98	25,6%	18,1%	-44,4%	R\$ 2.920	R\$ 41,5		4,05x	3,80x	5,62x	7,6x	6,4x	10,9x	0,95x	0,86x	1,72x	2,7%	4,5%	
Elétrico - Geração																							
ELET3	Eletrobras - ON	COMPRA	R\$ 54,00	50,3%	R\$ 35,92	7,6%	5,8%	-7,9%	R\$ 84.340	R\$ 315,0		5,94x	5,63x	6,17x	11,1x	11,4x	7,9x	0,66x	0,65x	0,67x	2,8%	2,9%	
ELET6	Eletrobras - PNB	COMPRA	R\$ 59,00	48,8%	R\$ 39,65	6,6%	5,1%	-4,1%	R\$ 84.340	R\$ 57,2		5,84x	5,47x	6,10x	14,4x	9,0x	7,6x	0,73x	0,70x	0,71x	6,1%	2,8%	
EGIE3	Engie	NEUTRO	R\$ 46,00	29,1%	R\$ 35,63	2,2%	1,7%	-3,3%	R\$ 29.455	R\$ 51,2		6,74x	6,62x	7,12x	8,5x	9,5x	8,7x	2,63x	2,49x	3,50x	7,4%	6,5%	
CPLE6	Copel	COMPRA	R\$ 11,00	12,1%	R\$ 9,81	9,2%	7,3%	1,9%	R\$ 28.045	R\$ 160,0		6,32x	5,79x	5,58x	10,4x	12,0x	6,9x	1,07x	1,04x	0,78x	4,1%	6,8%	
Elétrico - Distribuição																							
EQTL3	Equatorial	COMPRA	R\$ 35,00	15,1%	R\$ 30,40	16,1%	11,1%	-11,9%	R\$ 38.045	R\$ 275,1		7,74x	7,23x	7,83x	15,4x	12,7x	11,8x	1,46x	1,32x	1,58x	0,7%	2,2%	
Elétrico - Transmissão																							
TAAE11	Taesa	NEUTRO	R\$ 34,00	2,8%	R\$ 33,06	3,7%	1,6%	-0,8%	R\$ 11.506	R\$ 66,2		9,32x	9,12x	9,78x	9,9x	11,0x	8,7x	9,14x	8,88x	1,83x	8,4%	8,6%	

Cobertura

06 de fevereiro de 2025

Empresas & Setores		Recomendação	Preço-alvo	Potencial	Cotação 06/12/24	Últim. 30 dias	No ano (YTD)	Últ. 12 meses	Mkt Cap (R\$ milhões)	Liquidez ¹ (R\$ milhões)	EV/Ebitda ³			P/L ⁴			P/VPA ⁵			Dividendo - Yield ⁷	
											próx. 12m	próx. 24m	Méd. 5anos	próx. 12m	próx. 24m	Méd. 5anos	próx. 12m	próx. 24m	Méd. 5anos	Últ. 12m	Próx. 12m
Farma																					
RADL3	RD Saúde	COMPRA	R\$ 32,00	62,0%	R\$ 19,75	-3,5%	-8,8%	-18,2%	R\$ 34.480	R\$ 174,5	12,05x	10,29x	15,67x	28,6x	23,2x	32,0x	5,12x	4,58x	6,46x	1,4%	1,3%
Papel & Celulose																					
SUZB3	Suzano	COMPRA	R\$ 68,00	13,9%	R\$ 59,69	-4,4%	-3,0%	20,5%	R\$ 75.746	R\$ 345,1	6,50x	5,75x	6,36x	10,8x	7,9x	8,7x	1,69x	1,41x	2,08x	3,4%	2,1%
Proteínas																					
JBSS3	JBS	COMPRA	R\$ 38,70	10,4%	R\$ 35,07	-5,6%	-5,5%	61,9%	R\$ 76.059	R\$ 246,1	4,46x	4,64x	5,25x	7,1x	6,8x	6,4x	1,63x	1,47x	1,20x	6,7%	5,3%
BRFS3	BRF	NEUTRO	R\$ 21,00	-0,1%	R\$ 21,03	-13,4%	-18,0%	49,1%	R\$ 34.979	R\$ 183,0	4,50x	4,84x	6,38x	8,4x	9,9x	17,9x	2,14x	1,51x	1,72x	3,2%	3,1%
BEEF3	Minerva	NEUTRO	R\$ 7,00	52,5%	R\$ 4,59	-1,7%	-8,1%	-30,8%	R\$ 2.842	R\$ 44,9	4,12x	3,09x	4,73x	12,2x	6,4x	7,4x	2,87x	1,84x	3,35x	-	2,9%
Petróleo & Químico																					
PETR4	Petrobras - PN	NEUTRO	R\$ 44,00	19,4%	R\$ 36,86	2,1%	2,6%	10,5%	R\$ 504.532	R\$ 1.104,8	3,09x	2,92x	2,92x	5,8x	4,5x	2,6x	0,88x	0,79x	0,43x	16,8%	19,3%
PRI03	PetroRio SA	COMPRA	R\$ 66,00	63,6%	R\$ 40,34	1,5%	2,7%	-2,9%	R\$ 36.956	R\$ 304,7	4,37x	3,27x	4,06x	7,2x	5,8x	6,8x	1,80x	1,40x	1,86x	0,2%	0,0%
Saneamento e Resíduos																					
SBSP3	Sabesp	COMPRA	R\$ 130,00	32,9%	R\$ 97,84	12,3%	10,3%	26,1%	R\$ 66.704	R\$ 304,6	5,75x	6,86x	5,79x	9,0x	13,8x	9,9x	1,80x	1,65x	1,20x	1,5%	2,7%
Saúde																					
HAPV3	Hapvida NotreDama	COMPRA	R\$ 5,40	132,8%	R\$ 2,32	13,8%	7,2%	-37,6%	R\$ 18.019	R\$ 189,4	6,69x	5,55x	14,69x	13,9x	10,3x	37,2x	0,37x	0,36x	1,05x	-	0,1%
RDOR3	Rede D'Or São Luiz	COMPRA	R\$ 34,00	21,0%	R\$ 28,10	11,8%	10,7%	8,0%	R\$ 64.398	R\$ 145,3	8,22x	7,07x	10,89x	17,4x	14,7x	24,4x	2,44x	2,22x	3,02x	2,3%	1,6%
Seguros & Serviços Financeiros																					
B3SA3	B3 SA	NEUTRO	R\$ 13,20	20,1%	R\$ 10,99	9,6%	7,9%	-13,2%	R\$ 60.071	R\$ 553,0	8,61x	8,22x	10,27x	13,0x	12,1x	14,2x	3,26x	3,27x	3,48x	3,3%	7,0%
BBSE3	BB Seguridade	NEUTRO	R\$ 42,10	7,2%	R\$ 39,27	8,3%	7,8%	23,2%	R\$ 77.980	R\$ 144,2	-	-	3,98x	9,3x	8,7x	8,0x	7,63x	6,94x	5,58x	6,8%	8,6%
XPBR31	XP Inc	NEUTRO	R\$ 130,00	61,1%	R\$ 80,71	13,6%	9,6%	-34,4%	R\$ 43.344	R\$ 38,0	19,22x	16,76x	19,67x	9,6x	8,5x	11,7x	2,02x	1,80x	2,31x	5,1%	2,6%
Shoppings																					
MULT3	Multiplan	COMPRA	R\$ 35,00	55,4%	R\$ 22,52	11,5%	9,4%	-13,1%	R\$ 11.743	R\$ 91,5	8,45x	7,83x	11,50x	11,3x	11,7x	16,5x	1,83x	1,71x	1,85x	4,6%	4,7%
Supermercados																					
ASAI3	Assai Atacadista	COMPRA	R\$ 15,00	119,3%	R\$ 6,84	26,8%	22,1%	-49,2%	R\$ 9.141	R\$ 147,3	5,67x	5,16x	6,60x	13,3x	11,5x	14,4x	1,75x	1,57x	4,08x	1,0%	1,4%
PCAR3	Pão de Açúcar	NEUTRO	R\$ 4,30	66,7%	R\$ 2,58	-1,1%	2,7%	-32,4%	R\$ 1.284	R\$ 33,9	4,93x	4,20x	4,92x	-	-	2,5x	0,10x	0,31x	0,10x	-	0,0%
Telecom																					
VIVT3	Vivo	NEUTRO	R\$ 63,00	21,5%	R\$ 51,87	10,6%	10,8%	4,7%	R\$ 84.516	R\$ 110,6	4,27x	3,96x	4,24x	15,1x	12,5x	12,9x	1,24x	1,26x	0,99x	3,6%	6,4%
Transp & Log & Infra																					
RENT3	Localiza	COMPRA	R\$ 58,00	83,6%	R\$ 31,59	-1,9%	-1,7%	-38,4%	R\$ 34.276	R\$ 365,2	5,67x	4,61x	9,84x	19,5x	9,6x	18,3x	1,30x	1,21x	3,46x	5,0%	3,8%
MOVI3	Movida	NEUTRO	R\$ 14,00	295,5%	R\$ 3,54	3,0%	5,1%	-57,6%	R\$ 1.348	R\$ 30,3	3,61x	3,15x	4,08x	4,7x	7,0x	7,3x	0,55x	0,50x	1,09x	4,1%	8,5%
TI & Tech																					
TOTS3	Totvs	COMPRA	R\$ 40,00	48,0%	R\$ 27,03	-5,6%	-15,2%	-15,8%	R\$ 16.725	R\$ 98,7	12,54x	10,54x	15,71x	23,9x	19,9x	26,1x	3,38x	3,15x	3,54x	1,6%	1,7%
LWSA3	LWSA	NEUTRO	R\$ 5,30	56,3%	R\$ 3,39	-16,0%	-40,2%	-39,3%	R\$ 1.973	R\$ 22,0	5,95x	4,84x	14,04x	17,3x	13,5x	39,7x	0,70x	0,67x	1,50x	-	0,0%

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

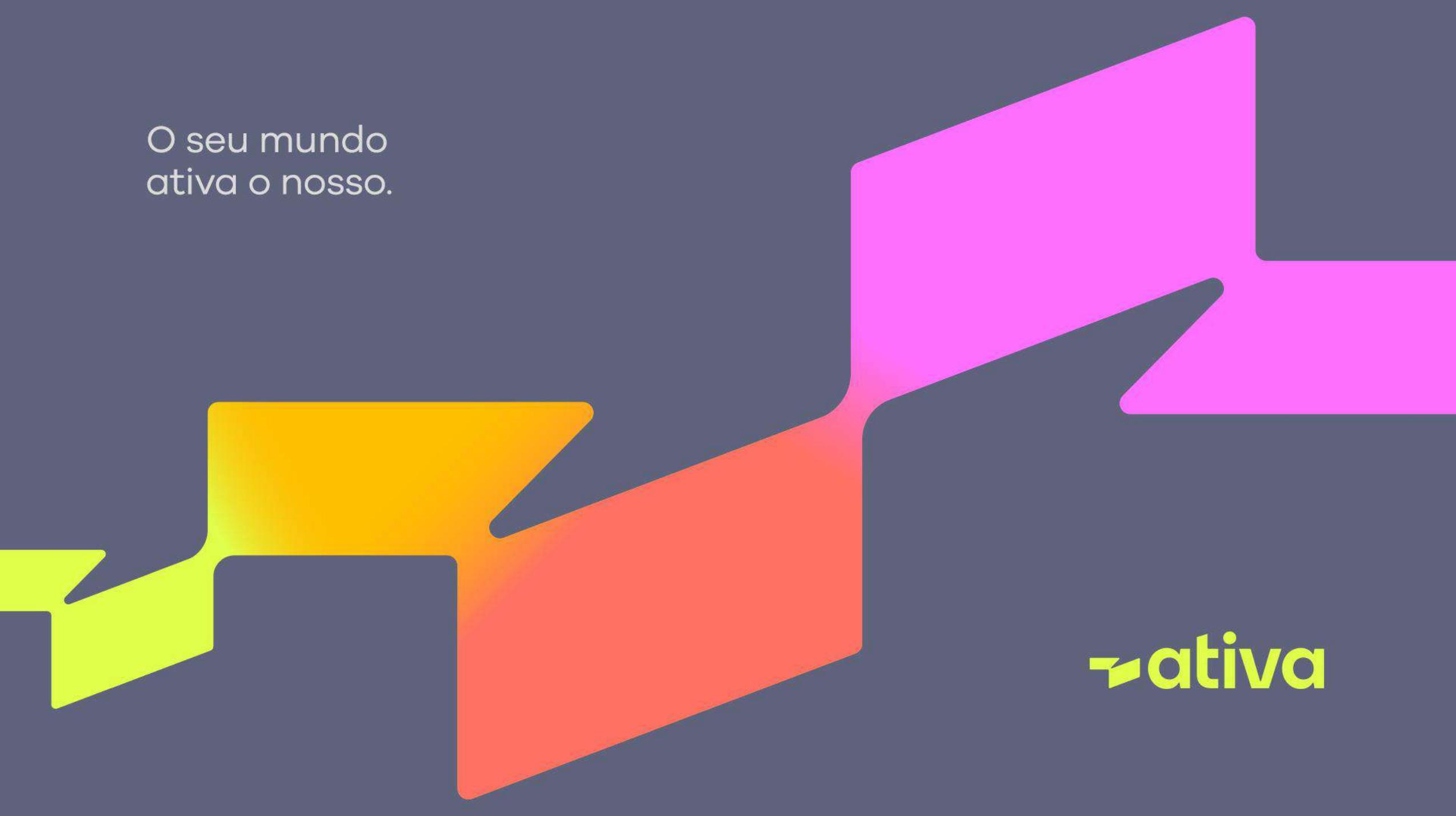
+55 21 3515 0202

Ações | Renda Fixa | Mercados Futuros

Mesa RJ: +55 21 3515 0290

Mesa SP: +55 11 3339 7036

O seu mundo
ativa o nosso.



 **ativa**