



Perspectivas 2024

Dezembro 2023

Por **Victor Penna, CNPI-P**
Wesley Bernabé, CFA
e time de research do BB Investimentos



Sumário Executivo

3

Seleção BB 2024

4

Agronegócios, Alimentos e Bebidas

72

Seleção Fundos Imobiliários 2024

17

Setor Elétrico

83

Commodities

21

Saneamento

90

Macroeconomia

26

Indústria, Transportes e Logística

95

Setor Financeiro

36

Varejo e Shoppings

105

Siderurgia e Mineração

51

Imobiliário

115

Papel e Celulose

58

Saúde

123

Petróleo e Gás

63

Fundos Imobiliários

127

Sumário Executivo

Ciclos de política monetária no Brasil e no exterior promovem condições para maior tomada de risco. Projetamos descompressão dos resultados financeiros das companhias em um ambiente de expansão do crédito.



Maior apetite a risco

O Ibovespa reúne condições para oferecer um dos maiores retornos entre as classes de ativos em 2024, em nossa visão. Não apenas pelo nível elevado de desconto frente a bolsas de economias centrais e de países emergentes, mas pelo impulso que o ambiente de política monetária no Brasil e no exterior podem proporcionar. Continua vigente nossa abordagem que privilegia qualidade dos resultados entre as indicações, mas alertamos os investidores para que acompanhem as teses mais cíclicas.

O ambiente global segue complexo, com perda de dinâmica de crescimento. Esse componente sugere menor visibilidade em relação aos resultados esperados para as companhias mais expostas às commodities. Em contrapartida, esse contexto pode ser benéfico para a redução dos rendimentos dos treasuries americanos, promovendo maior apetite a ativos de risco globalmente.

Notamos que os impulsos da bolsa em ciclos de corte de juros passam por dois estágios: o primeiro, imediato, mais atrelado à redução gradativa do

custo de capital das companhias, acompanhado ao longo de 2023, e o segundo, mais de longo prazo, vinculado à descompressão dos resultados financeiros das empresas e embalado por um maior apetite do mercado de crédito, cenário base para o ano que vem.

Introduzimos nosso novo preço-alvo para o Ibovespa em 141 mil pontos para o final de 2024, o que representa cerca de 12% de potencial retorno. Nossa cenário base considera um contexto menos arrojado de expansão de resultados para os segmentos de commodities. Paralelamente, com base em uma análise de sensibilidade dos desempenhos individuais das companhias do nosso universo de cobertura, desenhamos dois cenários alternativos, um otimista e um cauteloso.

No cenário otimista, a dinâmica de preços do petróleo e minério de ferro contribuem para resultados mais fortes das companhias e o quadro de política monetária evolui positivamente sem sobressaltos. Nesse contexto, projetamos o índice com um valor justo de 153 mil pontos.

Caso nossas expectativas se frustrem, a resultante do modelo aponta para 132 mil pontos, o que levaria a um prêmio de risco de equity negativo.

A Seleção BB 2024 contempla as ações para as quais nossos analistas possuem maior grau de convicção sob a ótica risco-retorno em cada setor. Ao longo do relatório, os investidores contarão com um panorama comprehensivo sobre cada indústria coberta pelo BB Investimentos. Boa leitura!

Sumário Ibovespa

Fechamento 7/12/2023

Preço	pts	126.010
Preço-alvo (Dez-2024)	pts	141.000
Potencial de Valorização	%	11,9%
Máximo (52 sem.)	pts	128.185
Mínimo (52 sem.)	pts	97.926
Variação em 2023 (%)	%	14,8%

Fonte: Bloomberg, BB Investimentos.



Seleção BB 2024

Dezembro 2023

Por **Victor Penna, CNPI-P**
Wesley Bernabé, CFA
e time de research do BB Investimentos

menu

Seleção BB 2024

Apesar do nível de desconto da bolsa brasileira estar excessivamente elevado, o cenário externo tende a ditar o ritmo de recuperação, com apetite a risco balizado pelo cenário de juros nos EUA. Seguimos privilegiando qualidade dos resultados.



Alvo do Ibovespa: 141 mil pontos

Nosso preço-alvo para o Ibovespa ao final de 2024 é de 141 mil pontos, patamar resultante das expectativas de lucros apuradas pelos nossos analistas em uma análise *bottom-up*.

Apesar de os *valuations* das empresas do Ibovespa mostrar níveis de preços excessivamente descontados (por meio da relação P/L), o cenário externo é o que mais pesa neste momento sobre a bolsa.

O movimento recente dos *treasuries* nos EUA tem balizado o apetite por ativos de maior risco, em especial de países emergentes. Além de principal direcionador, representa um dos maiores riscos à nossa tese de investimentos para o Ibovespa.

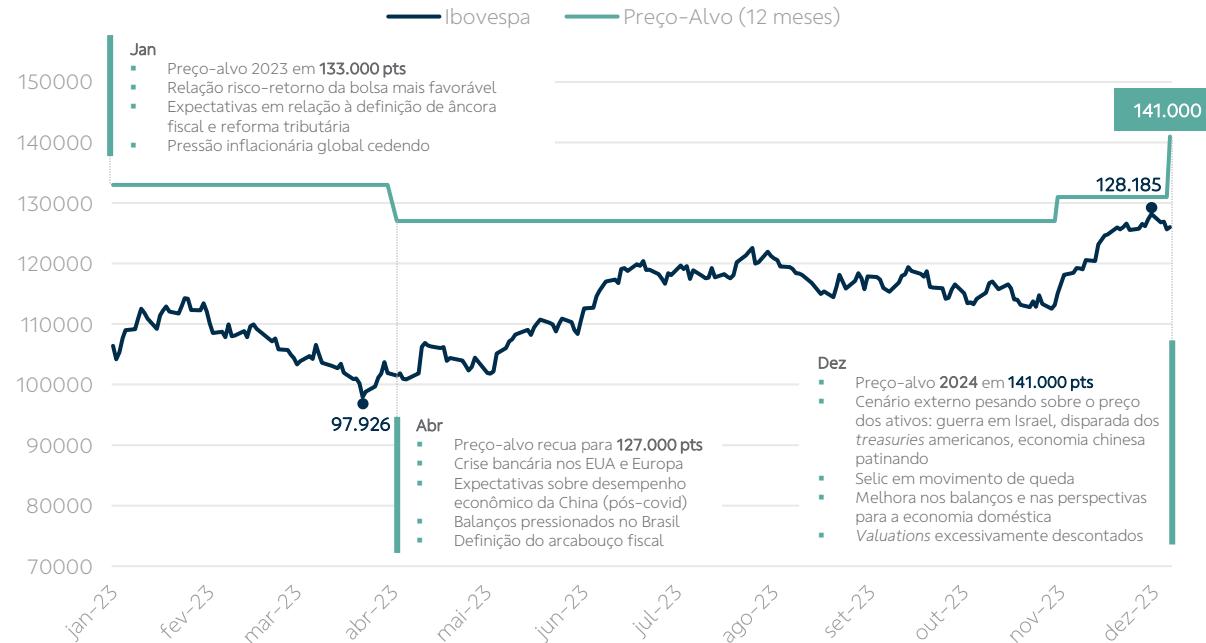
Somam-se os desafios em relação à crise imobiliária na China e os conflitos geopolíticos (em ser e os que podem surgir), que trazem impacto em fluxo de investidores estrangeiros para a bolsa.

No entanto, o endereçamento de pautas domésticas e a melhoria nos balanços, com boas perspectivas a medida que a taxa de juros ceda, trazem um *upside* interessante para o Ibovespa para o final do próximo ano, com foco devendo se concentrar nas teses de *earnings quality*.

Fonte: Bloomberg, BB Investimentos.

Ibovespa e preço-alvo BB Investimentos

Pontos



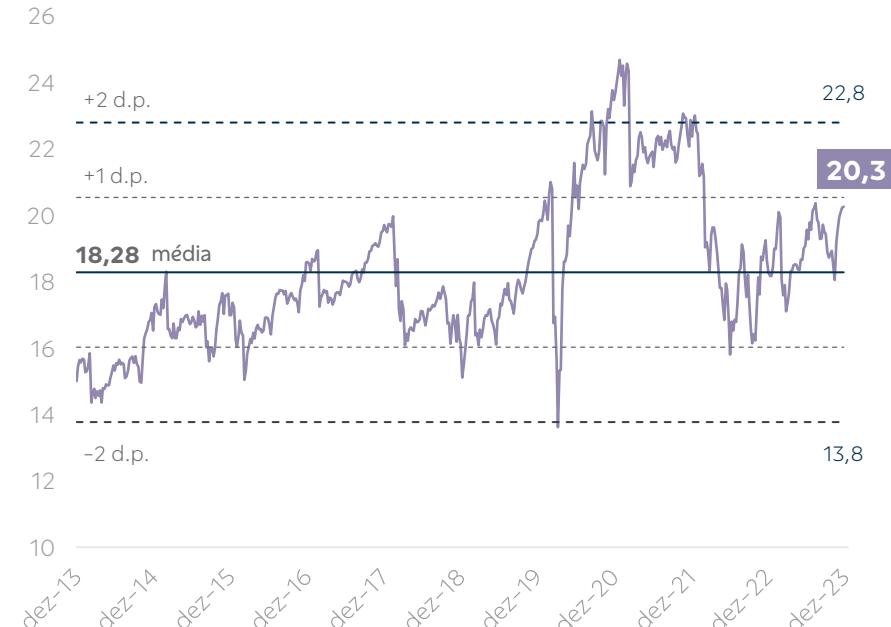
Seleção BB 2024: múltiplos internacionais

Boom de investimentos em IA impulsionou ativos de tecnologia nos EUA em 2023. Enquanto isso, visão agregada dos múltiplos dos mercados emergentes aponta para as médias históricas.



Múltiplo preço/lucro (positivo) do S&P 500, projeção 12M

Projeção 12 meses dos últimos 10 anos, média, +/- 2 desvios-padrão



Fonte: Bloomberg, MSCI, BB Investimentos.

Múltiplo preço/lucro (positivo) do MSCI EM

Projeção 12 meses dos últimos 10 anos, média, +/- 2 desvios-padrão



Seleção BB 2024: múltiplos Ibovespa

Apesar da recuperação recente, níveis de desconto continuam atrativos. Cenário de revisão de lucros (earnings) para baixo parece mais restrito, dada conjuntura mais recente de estabilidade e ciclo de política monetária.



Múltiplo preço/lucro (positivo) do Ibovespa, projeção 12M

últimos 10 anos, média, +/- 2 desvios-padrão

17

+2 d.p.

+1 d.p.

-1 d.p.

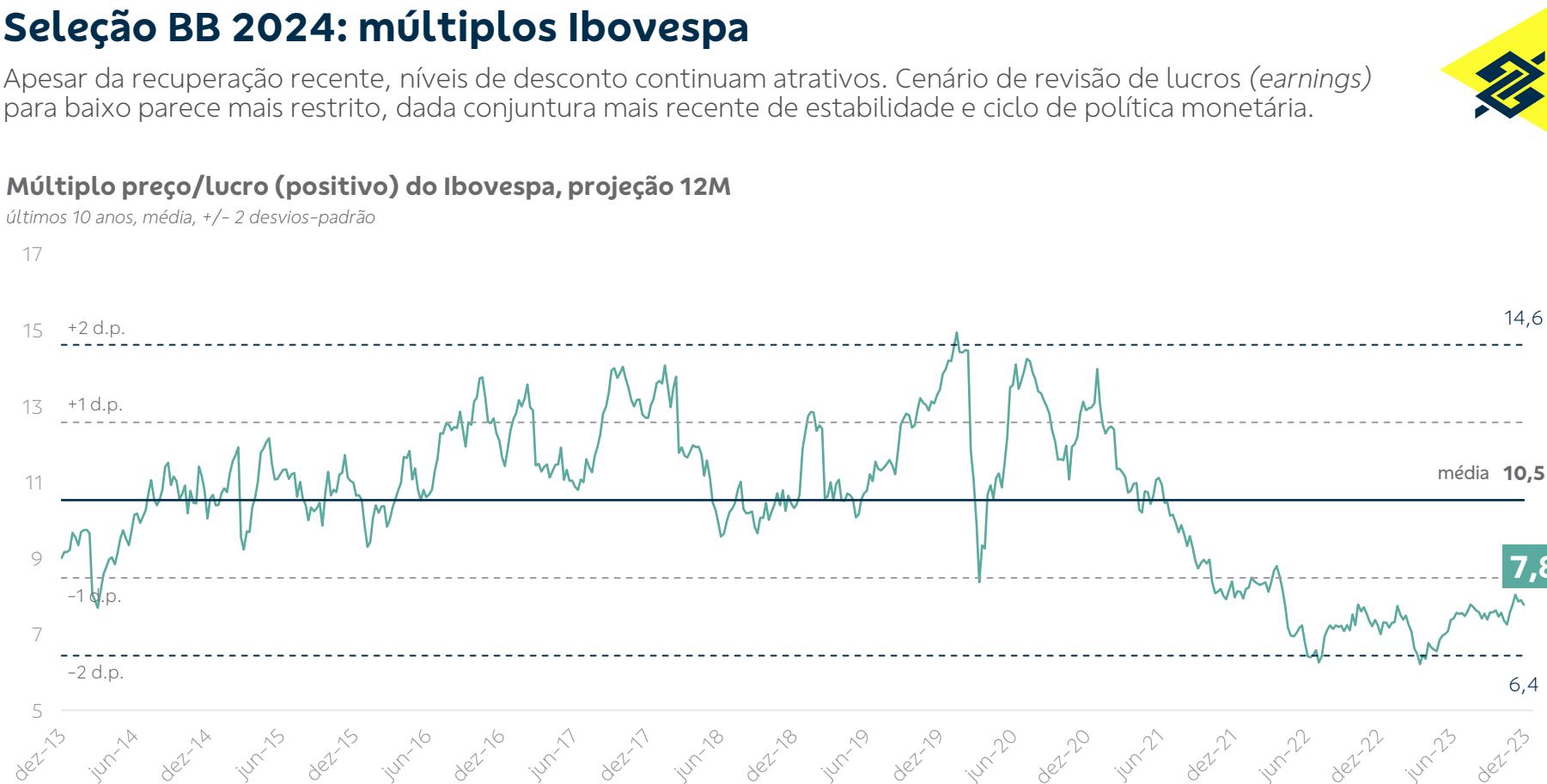
-2 d.p.

14,6

média 10,5

7,8

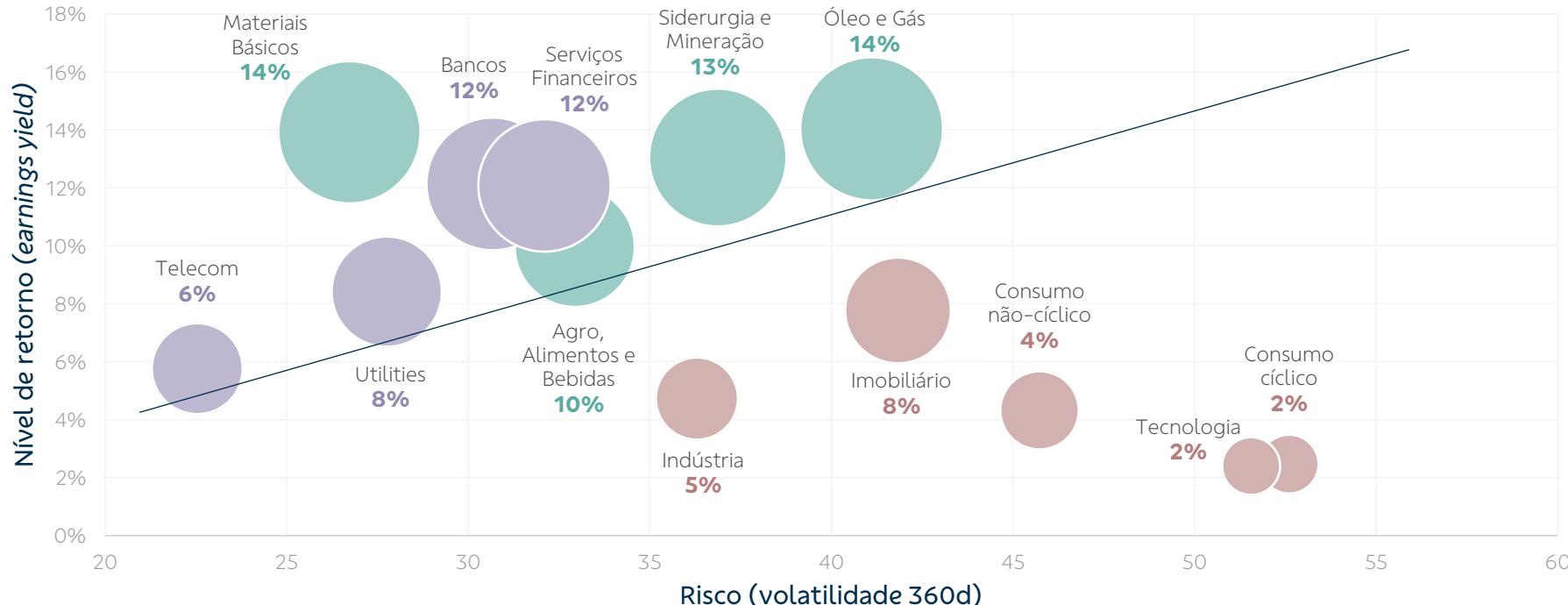
6,4



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos.

Seleção BB 2024: matriz de risco e retorno setorial

Maiores retornos continuam concentrados nos segmentos de commodities e bancos, embora menores do que há 12 meses. Maiores riscos continuam com as teses mais cíclicas, com imobiliário como destaque de risco-retorno.



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos.

Seleção BB 2024: setor financeiro

Queda na Selic deve direcionar algum retorno de apetite dos bancos e inadimplência tende a arrefecer, enquanto o mercado de capitais pode se beneficiar da retomada de fluxo dos estrangeiros para o Brasil.



Bancos

Positivo



Seleção: BTG Pactual e Itaú

Apesar do clima esperado para o setor bancário em 2024 ser mais benigno do que nossa leitura apontava no início de 2023, nossas seleções buscaram repetir a fórmula de sucesso do ano anterior. Listamos empresas com qualidade de entrega acima da média e boa previsibilidade de resultados, calcadas em um conjunto de elementos que as torna capazes de capturar o quadro de melhora, ao mesmo tempo que se mostram resilientes na eventualidade de um cenário frustrante.

Seguros

Neutro



Seleção: n/a

O setor de seguros, em geral, passou por um período de avanços em 2023. Observamos a continuidade do movimento de aumento de prêmios e do simultâneo arrefecimento da sinistralidade, além do bom resultado financeiro proporcionado pelo alto patamar das taxas de juros. Entretanto, para 2024, esperamos um balanço equilibrado entre risco e retorno, com oportunidades para ampliar a emissão de prêmios, mas com menor potencial de resultado financeiro.

Bolsa de valores

Positivo



Seleção: B3

O mercado de bolsa no Brasil vinha passando por um momento desfavorável desde 2022, ocasião em que o temor acerca da inflação e a subida dos juros impactou negativamente o fluxo direcionado para renda variável. No entanto, acreditamos que 2024 seja um ano positivo para bolsa e para o mercado de capitais brasileiro como um todo. Nesse contexto, acreditamos que a B3 está bem posicionada para capturar uma potencial retomada de fluxo para o Brasil no ano.

Meios de pagamento

Negativo



Seleção: n/a

O mercado de adquirência e meios de pagamento traduz um ambiente de forte pressão competitiva e ameaça de disruptão. Com barreiras de entrada relativamente fracas, pouca diferenciação entre produtos e com o avanço da tecnologia, novos players e novas soluções financeiras podem emergir e colocar em risco o atual modelo de negócios praticado pelas companhias. Nossa expectativa para 2024 é que este cenário permaneça ofuscando iniciativas estratégicas das principais empresas do setor.

Fonte: BB Investimentos.

Seleção BB 2024: hard commodities

Apesar do contexto de desaceleração econômica global, as políticas públicas de apoio ao investimento na China podem continuar impulsionando o nível de demanda de materiais básicos no próximo ano, enquanto o setor de petróleo e gás deve seguir com preços de petróleo favoráveis e custos sob controle, mantendo boa geração de caixa.



Mineração

Neutro



Seleção: Vale

Apesar do crescimento mais fraco esperado para a China em 2024, em especial em função da desaceleração do mercado imobiliário, os preços do minério devem se manter em patamares elevados, suportados pela continuidade da adoção de estímulos pelo governo local. Nesse sentido, a Vale deve não apenas se beneficiar de um cenário favorável de demanda e preço de minério, mas também do aumento de produção e da entrega de produtos de qualidade – que contribuem para o processo de descarbonização da indústria (tendência global), oferecendo elevado retorno aos acionistas.

Siderurgia

Negativo



Seleção: n/a

No cenário externo, as atenções se voltam ao tamanho do arrefecimento da economia dos EUA, com o mercado por ora especificando um *soft landing*. Em paralelo, a China segue inundando o mundo de aço e aumentando os níveis de importação em diversos mercados, o que deve continuar exercendo pressão sobre os preços globalmente. No Brasil, a queda da taxa de juros e a melhoria na confiança podem ajudar a incrementar os níveis de demanda, mas uma melhora estrutural só acontecerá por meio da combinação de expansão da atividade econômica com redução da importação de aço no país.

Papel e Celulose

Neutro



Seleção: n/a

Os fundamentos do setor de papel e celulose continuam apontando para perspectivas ainda desafiadoras de preços considerando as óticas de oferta e demanda. O processo de reestocagem na China impulsionou a recuperação de preços da celulose, mas a continuidade dessa alta deve esbarrar no enfraquecimento da economia nos EUA e Europa e na própria retomada da produção da China, que também tem aumentado a verticalização de sua indústria local. Novos projetos devem exercer pressão no fluxo de caixa das companhias nos próximos anos, diante de um mercado mais desfavorável.

Óleo e Gás

Positivo



Seleção: Petrobras e Vibra

Nossa projeção para 2024 é de um Brent em US\$ 87, patamar de preços que deve manter em alta a geração de caixa das companhias, dada a combinação de elevação na produção e os menores custos de extração, fruto de ganhos de escala e avanços tecnológicos. Investimentos em energias com menor pegada de carbono, como solar, eólicas, HVT e biorefinaria devem passar a representar um percentual um pouco maior do mercado. O setor de distribuição de combustíveis deve seguir com modesta recuperação do volume de vendas, mas com dinâmicas mais favoráveis para as margens.

Fonte: BB Investimentos.

Seleção BB 2024: soft commodities

As estimativas de uma produção global na safra 2023/24 que excede o consumo têm exercido pressão sobre os preços dos grãos. Preços do açúcar devem se manter em alta, dada a previsão de déficit global, consequência do El Niño.



Agronegócios

Neutro



Seleção: n/a

As perspectivas de uma produção global que excede o consumo para a próxima safra resultam em estoques mais confortáveis para a soja e o milho, o que tem segurado os preços dos grãos em patamares mais baixos em relação aos últimos anos. No que se refere ao aspecto climático, embora a presença e da intensidade do El Niño esteja trazendo alertas adicionais no acompanhamento das lavouras no Brasil e na América do Sul, as previsões atuais continuam apontando para uma safra bastante satisfatória.

Alimentos (Proteínas)

Neutro



Seleção: JBS

A conjuntura do setor de proteínas é favorável às companhias brasileiras em razão (i) do ciclo favorável da pecuária no país, (ii) da diminuição da produção de carne bovina nos EUA e (iii) do arrefecimento do preço dos grãos, contribuindo para a queda de custos com insumos na avicultura. Apesar das perspectivas de um menor crescimento econômico global prejudicarem as estimativas em relação ao consumo de proteínas em 2024, vemos uma relação de risco-retorno mais atrativa para as ações da JBS.

Alimentos e Bebidas

Neutro



Seleção: n/a

Após sucessivos períodos de inflação de custos elevada, a queda nos preços de commodities foi o grande impulsionador da recuperação de margens das empresas de alimentos e bebidas. Vemos uma relação favorável de risco-retorno para essas companhias, considerando a qualidade do balanço, baixa alavancagem e ambiente de negócios mais estável. Entretanto, as discussões sobre as mudanças fiscais e tributárias podem impactar as expectativas de lucros das empresas.

Açúcar e Etanol

Positivo



Seleção: Jalles Machado

Dada a previsão de déficit global no mercado de açúcar, consequência do fenômeno El Niño, os preços do adoçante devem se manter em alta, favorecendo as companhias domésticas, que têm excelentes condições de exportação. Ajuda também o fato de custos como diesel e fertilizantes terem arrefecido, com o principal contraponto sendo nos preços de etanol, que vem sendo limitados pela maior competitividade da gasolina.

Fonte: BB Investimentos.

Seleção BB 2024: infraestrutura

Licitações de concessões devem aquecer com redução de taxa de juros e novo PAC. Reestruturações societárias, privatizações recentes e potenciais para 2024 também incitam movimentos de fusões e aquisições.



Energia Elétrica

Neutro



Seleção: ISA Cteep

O El Niño tem trazido alterações na hidrologia nos últimos meses de 2023 e acreditamos que pode impactar o preço spot de energia em 2024, pressionando custos das hidrelétricas, porém não compensando a sobreoferta de energia no médio prazo. O cenário para as transmissoras segue positivo com oportunidades de crescimento via leilões e aquisições, e com a esperada queda de juros. A definição dos critérios para renovação de concessões de distribuição deve ser concluída em 2024.

Saneamento

Positivo



Seleção: Sabesp

Recuperação de volumes e da inadimplência, após pico da pandemia, reafirmou a resiliência do setor, bem como as últimas revisões tarifárias trouxeram algum avanço na regulação tarifária. Após licitações de várias concessões de serviços públicos de saneamento para iniciativa privada nos últimos dois anos, aumenta expectativa com privatizações ou eventuais federalizações nos Estados em renegociação de dívidas com a União. Houve privatização da Corsan em 2023 e Sabesp pode vir em 2024.

Indústria e Transportes

Neutro



Seleção: WEG

Para o setor de transporte e logística, estamos otimistas, dada a gradual recuperação do fluxo de veículos e passageiros nas locadoras de veículos, concessionárias e companhias aéreas, apesar do transporte de cargas ter arrefecido. Já para o setor de indústrias, embora tenhamos visão neutra, selecionamos a Weg por suas vantagens competitivas, que podem lhe beneficiar perante os concorrentes em um mercado menos aquecido.

Fonte: BB Investimentos.

Seleção BB 2024: consumo

Perspectiva de continuidade do afrouxamento monetário deve contribuir para retomada das vendas no consumo, favorecendo especialmente companhias de varejo cíclico.



Varejo

Positivo



Seleção: **Lojas Quero-Quero, Grupo Mateus e Magazine Luiza**

A perspectiva de continuidade do ciclo de afrouxamento monetário no Brasil, combinada com a melhoria dos drivers para o segmento de consumo – como emprego e renda –, mas notadamente em relação à concessão de crédito, inadimplência e inflação, deve favorecer companhias do setor de varejo cíclico que têm potencial para capturar recuperação das vendas em 2024. Destaque para os players de atuação de nicho e com boas estratégias de execução.

Imobiliário (Construtoras)

Neutro



Seleção: **Direcional e Cyrela**

Embora boa parte das ações do setor tenha apresentado recuperação ao longo de 2023, em razão do fechamento da curva longa de juros, acreditamos que a melhoria nos drivers macroeconômicos combinada aos novos ajustes do programa habitacional e à expectativa de corte de juros ao longo de 2024 devem se traduzir em melhora operacional e financeira para as companhias. Nesse sentido, a Direcional possui uma tese atrativa como representante do segmento de baixa renda, e a Cyrela do segmento de Médio e Alto Padrão, ambas devendo continuar refletindo os bons resultados recentes, a baixa alavancagem e o cenário favorável.

Imobiliário (Shoppings)

Neutro



Seleção: **n/a**

O setor de shoppings mostrou-se bastante resiliente ao longo de 2023, registrando melhoria de indicadores operacionais e de margens, em especial se considerado o ambiente de taxa de juros contracionista no período. Em 2024, entendemos que o setor deve seguir reportando resultados robustos, mas que já foram precificados nos valuations das companhias. Nesse sentido, optamos por não recomendar nenhuma ação do setor para compor a Seleção BB em 2024.

Saúde

Neutro



Seleção: **n/a**

O contexto desfavorável das operadoras de saúde e os efeitos de uma taxa de juros elevada afetaram os planos de investimentos e as perspectivas em geral para o setor de saúde suplementar. Mesmo a Rede D'Or, líder de mercado do setor hospitalar, promoveu mudanças em seu plano de expansão orgânica, postergando a inauguração de leitos. A melhora no cenário doméstico em 2024 pode tornar mais atrativa a relação de risco-retorno para o setor. Mesmo assim, mantivemos o viés neutro diante de um patamar mais lento de crescimento e desafios persistentes na rentabilidade das operadoras.

Fonte: BB Investimentos.

Seleção BB 2024

Sumário das empresas selecionadas.



Empresa	Ticker	Último Fechamento ¹	Intervalo de Preço	Variação 1 ano	Preço-alvo Dez/2024	Potencial de Valorização	Valor de Mercado R\$ milhões
B3	B3SA3	13,29	10,1 ━━━━ ■ 15,5	12,1%	15,60	17,4%	77.276,3
BTG PACTUAL	BPAC11	34,03	17,9 ━━━━ ■ 35,6	47,3%	38,20	12,3%	130.978,0
CYRELA	CYRE3	23,00	11,6 ━━━━ ■ 25,9	71,7%	29,00	26,1%	9.134,1
DIRECIONAL	DIRR3	19,85	13,3 ━━━━ ■ 22,5	44,4%	26,90	35,5%	3.449,2
GRUPO MATEUS	GMAT3	6,58	5,0 ━━━━ ■ 8,4	15,4%	8,00	21,6%	14.316,6
ITAU UNIBANCO	ITUB4	31,62	22,6 ━━━━ ■ 32,0	30,1%	35,20	11,3%	286.358,0
JALLES MACHADO	JALL3	7,76	6,5 ━━━━ ■ 9,3	9,0%	12,50	61,1%	2.281,0
JBS	JBSS3	23,60	15,1 ━━━━ ■ 23,9	16,2%	32,00	35,6%	52.502,8

Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (¹Fechamento em 07/12/2023)

Seleção BB 2024

Sumário das empresas selecionadas.



Empresa	Ticker	Último Fechamento ¹	Intervalo de Preço	Variação 1 ano	Preço-alvo Dez/2024	Potencial de Valorização	Valor de Mercado R\$ milhões
LOJAS QUERO QUERO	LJQQ3	5,44	3,1 ━━━━━━ 7,2	15,0%	5,60	2,9%	1.052,6
MAGAZINE LUIZA	MGLU3	2,26	1,3 ━━━━━━ 4,7	-23,1%	3,70	63,7%	15.050,1
PETROBRAS	PETR4	33,42	20,8 ━━━━━━ 38,9	69,2%	42,00	25,7%	453.702,6
SABESP	SBSP3	67,94	43,8 ━━━━━━ 69,2	21,6%	76,50	12,6%	46.458,2
ISA CTEEP	TRPL4	25,30	21,2 ━━━━━━ 26,2	15,4%	32,50	28,5%	18.615,7
VALE	VALE3	72,60	61,0 ━━━━━━ 98,3	-6,8%	94,00	29,5%	322.876,8
VIBRA ENERGIA	VBBR3	21,99	12,2 ━━━━━━ 24,2	47,9%	27,50	25,1%	25.525,2
WEG	WEGE3	35,36	31,5 ━━━━━━ 42,4	-3,6%	40,00	13,1%	147.829,5

Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (¹Fechamento em 07/12/2023)

Riscos

Os desafios de 2024 concentram-se no mercado internacional, em especial em relação ao patamar de juros americanos e o nível de resposta da atividade econômica na região. No Brasil, as pautas devem girar em torno do déficit fiscal e do nível que a Selic deve atingir ao final do ciclo de cortes, com reflexo no preço dos ativos.



Eventos alternativos em relação ao nosso cenário base

Internos

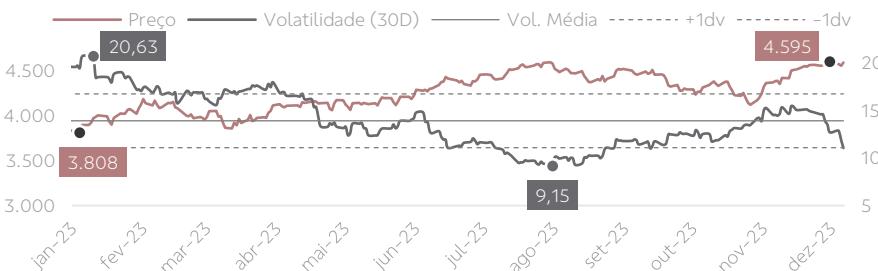
- Não cumprimento da meta ou abandono do arcabouço fiscal
- Redução no ritmo de corte da Selic ou taxa no final do ciclo acima do esperado
- Revisões negativas de crescimento econômico com reflexo nas estimativas de lucros para as companhias
- Aumento da competição com produtos importados ou mais empresas estrangeiras se estabelecendo no país
- Desvalorização cambial por cenário externo desfavorável

Externos

- Manutenção de taxas de juros elevadas por mais tempo nos EUA
- Desaceleração econômica global acima do esperado (em especial o risco de recessão nos EUA)
- Extensão ou agravamento dos conflitos geopolíticos atuais, ou eclosão de novos conflitos
- Pressões inflacionárias persistentemente altas
- Desaceleração econômica mais intensa na China, com novos problemas oriundos do mercado imobiliário

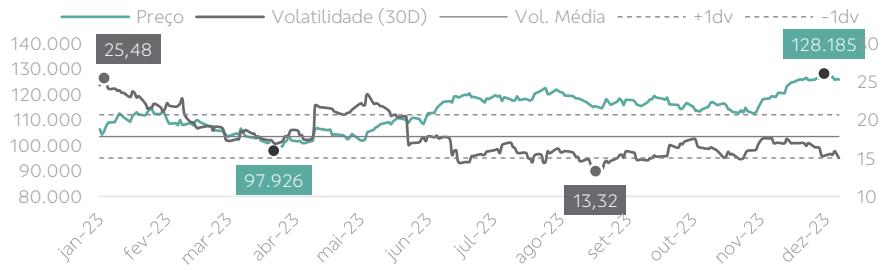
S&P

Eixo esquerdo (Pontos), eixo direito (%)



Ibovespa

Eixo esquerdo (Pontos), eixo direito (%)



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos.



BB INVESTIMENTOS

Seleção Fundos Imobiliários 2024

Dezembro 2023

Por **Richardi Ferreira, CNPI**
Victor Penna, CNPI-P

menu

Seleção FIIs BB 2024

Fundos Imobiliários | Crise no mercado de crédito privado no início de 2023 trouxe bastante volatilidade para os fundos de CRI. Superados os principais impactos, mantemos um viés positivo para esse segmento.



Agronegócio

Positivo



Seleção: **RZTR11**

Trata-se de um dos segmentos que mais tem contribuído para crescimento do país e que vem ganhando cada vez mais espaço no mercado de capitais. Não obstante alguns fundos imobiliários terem iniciado investimentos no agro, o grande impulso tem vindo por meio de um novo instrumento, regulamentado ao final de 2021, que são os Fiagros, que têm uma estratégia bastante similar a dos fundos imobiliários. Em 2022, as captações dos Fiagros superaram R\$ 5 bilhões. Já em 2023, até setembro (último dado da Anbima), esse número já havia ultrapassado R\$ 7 bilhões.

Crédito Privado – Inflação

Positivo



Seleção: **RECR11**

O movimento de deflação do IPCA no meio deste ano acabou impactando negativamente o resultado dessa classe de fundos. Outro fator que trouxe volatilidade foi a crise no mercado de crédito privado desencadeada no início do ano, o que acabou derrubando a cotação de fundos com perfil mais arriscado (*high yield*). Esse movimento contaminou também outros fundos com perfil de risco mais moderado. Diante desse cenário, esse segmento vem negociando com desconto em relação ao VP. Embora haja uma perspectiva de inflação mais comportada, esses fundos devem seguir pagando *yields* acima da média.

Crédito Privado – CDI

Neutro



Seleção: **HGCR11**

Apesar do movimento de cortes da Selic, os juros devem encerrar 2023 ainda em um patamar bem elevado. As incertezas com relação à política fiscal representam uma ameaça para a continuidade desse ciclo em 2024. Parte do mercado ainda projeta juros no patamar de 2 dígitos para o fim de 2024. O fato é que, no longo prazo, há uma perspectiva de redução dos rendimentos em fundos atrelados ao CDI. No curto prazo, porém, esses papéis devem seguir com *yields* relativamente elevados. Em nossa visão, uma boa alternativa é optar por FIIs com carteiras híbridas, ou seja, indexadas tanto em CDI quanto IPCA.

Fundo de Fundos

Positivo



Seleção: **XPSF11**

Os fundos de fundos apresentaram uma valorização bastante expressiva ao longo de 2023, seguindo o movimento de recuperação dos fundos de tijolo. O resultado dessa classe de fundos ainda segue bastante concentrado nos rendimentos mensais dos fundos investidos. A continuidade desse movimento de alta do mercado tende a **incrementar o resultado dos FoFs com ganhos de capital** provenientes do giro das carteiras o que, em nossa avaliação, deve contribuir para elevar os dividendos dessa classe, em especial daqueles fundos com **alocação mais relevante em fundos de tijolo**.

Fonte: BB Investimentos.

Seleção FIIs BB 2024

Fundos Imobiliários | A continuidade do ciclo de cortes da Selic deve seguir favorecendo o desempenho dos fundos de tijolo, em especial os de escritórios e shoppings. Os fundos de fundos com maior posição em tijolo também tendem a ser beneficiados.



Galpões Logísticos

Neutro



Seleção: n/a

Impulsionada pelo crescimento do e-commerce, sobretudo com a pandemia de Covid-19, essa classe de fundos acabou apresentando um dos melhores retornos nos últimos anos, refletindo a queda na vacância e aumento do preço médio de locação. Desde o começo deste ano, no entanto, temos observado um forte movimento de devoluções de áreas por parte de grandes varejistas que, somado ao aumento da oferta, **tende a frear o ímpeto desse mercado**. Embora outros players, como a indústria e operadores logísticos, tenham voltado a demandar novas áreas, **nossa expectativa para o segmento logístico é de acomodação**.

Lajes Corporativas

Neutro



Seleção: PVBI11

O segmento de escritórios foi, de longe, um dos mais afetados pela pandemia da Covid-19. A adoção do trabalho remoto levou muitas empresas a rescindirem ou a repactuarem contratos de locação, fazendo com que a taxa de vacância disparasse. Com a retomada das atividades presenciais, no entanto, **o mercado corporativo vem se recuperando, mas de forma lenta e gradual**. Na cidade de São Paulo, maior mercado do país, alguns bairros mais cobiçados, como as regiões da Faria Lima e JK, já estão bem à frente nesse processo de redução de vacância e recuperação dos preços de locação.

Residencial

Positivo



Seleção: n/a

Após mostrar certa resiliência durante o ciclo de alta de juros, **enxergamos um cenário mais favorável para o segmento residencial** ao longo dos próximos meses. Tal visão é amparada, principalmente, pela (i) queda dos custos da construção civil, (ii) recuperação do mercado de trabalho, (iii) continuidade do ciclo de cortes da Selic, e (iv) pelos estímulos anunciados recentemente, como o aumento do teto do programa Minha Casa Minha Vida, que beneficiam principalmente o público de baixa renda. Para os segmentos de média e alta renda, há uma preocupação com os níveis elevados de estoques.

Shoppings Centers

Positivo



Seleção: HGBS11

O segmento de shoppings voltou a ser destaque esse ano dentre os fundos de tijolo. Além da melhoria consistente dos indicadores operacionais, essa classe de fundos liderou as emissões de novas cotas, bem como processos de M&As em 2023. Esse avanço operacional acima do previsto, aliado à redução dos juros e do desemprego, deve ser traduzido em um **aumento do valor patrimonial desses fundos**, após a fase de reavaliação anual desses empreendimentos que, normalmente, ocorre ao final de cada ano. Com isso, as cotas, que hoje negociam com ágio em relação ao VP, devem voltar a serem negociadas com desconto.

Fonte: BB Investimentos.

Seleção FIIs BB 2024



Ativo	Segmento	Ticker	Taxa Adm + Gestão	IFIX (%)	Último ¹ Fechamento (R\$)	P/VPA	Vol. Médio Diário 3M R\$ mil	Retorno			Dividend Yield		
								Mês	6 meses	12 meses	Mês	6 meses	12 meses
Hedge Brasil Shopping	Shopping	HGBS11	1,20%	2,28%	222,97	1,00	5.329	0,8%	13,8%	29,9%	0,9%	4,9%	8,7%
CSHG Recebíveis	Recebíveis	HGCR11	1,00%	1,31%	102,09	1,01	3.638	-0,8%	6,4%	14,5%	1,0%	6,4%	13,4%
VBI Prime Properties	Escritórios	PVBI11	1,00%	1,49%	101,17	1,01	4.015	0,9%	13,0%	19,9%	0,7%	4,1%	7,6%
REC Recebíveis	Recebíveis	RECR11	1,18%	1,85%	84,79	0,90	4.741	0,7%	4,3%	10,6%	0,9%	5,9%	12,7%
Riza Terrax	Agro	RZTR11	2,25%	0,94%	101,99	1,02	2.490	1,3%	18,7%	19,2%	1,4%	6,3%	11,3%
XP Selection	FoF	XPSF11	1,00%	0,29%	7,98	0,94	569	2,1%	11,7%	25,0%	0,9%	5,7%	11,4%

Fonte: Economatica, BB Investimentos. (¹Fechamento em 07/12/2023)



Commodities

Dezembro 2023

Por **Victor Penna, CNPI-P**
Wesley Bernabé, CFA
e time de research do BB Investimentos

menu

Commodities

O crescimento da atividade econômica chinesa continua ditando o nível de preços de commodities, mas a expectativa de continuidade de adoção de estímulos à infraestrutura deve seguir alimentando a demanda. Petróleo responde a uma queda na demanda e cortes menores do que o esperado pela Opep.



Minério de ferro



Na reta final do ano, os preços de minério entraram em forte recuperação em função dos baixos níveis de estoque e na expectativa de adoção de estímulos ao mercado imobiliário na China. Como o primeiro trimestre costuma ser sazonalmente mais fraco em termos de produção no Brasil e na Austrália, essa restrição de oferta deve manter o preço do minério em patamar elevado pelo menos ao longo do primeiro semestre, voltando ao nível de US\$ 100/t na segunda metade, a depender também do ritmo de crescimento da atividade chinesa, em especial da retomada do mercado imobiliário.

Celulose



A demanda por celulose enfrentou desafios macroeconômicos em 2023, entre eles a expectativa de um crescimento global mais lento, especialmente na China, e a possibilidade de recessão nos EUA e Europa. Os preços da commodity corrigiram de forma abrupta na primeira metade do ano, mas reagiram positivamente diante do aumento das importações chinesas. A continuidade da recuperação nos preços dependerá de uma normalização da relação oferta e demanda, prevista para ocorrer apenas a partir de 2025, o que deve manter os preços em patamares mais baixos.

Petróleo



Em 2024, os preços de petróleo devem ser limitados por uma combinação de demanda mais fraca e um patamar de oferta mais elevado, dada a mais recente decisão da Opep de apenas prorrogar para o 1T24 os cortes de cerca de 2,2 milhões de barris/dia. Nossa projeção é de um Brent médio de US\$ 87,10 para 2024. A diminuição de riscos geopolíticos combinada com um aumento nos estoques de petróleo nas últimas semanas retirou parte do prêmio de risco, voltando as atenções para o cumprimento das cotas da Opep e para a demanda chinesa.

Etanol



Na safra 2023/24, o crescimento da produção total de etanol deve ser de 9,2%, puxado por um forte aumento na produção de etanol de milho, que tem expectativa de elevação de 37% a/a, com novas adições de capacidade seguindo como uma tendência para a próxima safra. A produção do etanol de cana-de-açúcar deve aumentar 4,5% a/a, dada a demanda reduzida, devido à menor competitividade do biocombustível frente à gasolina, já que produtores que possuem flexibilidade no mix têm aproveitado o bom momento de preços de açúcar no cenário global para maximizar produção e aumentar posições de hedge.

Fonte: Bloomberg, UNICA, BB Investimentos.

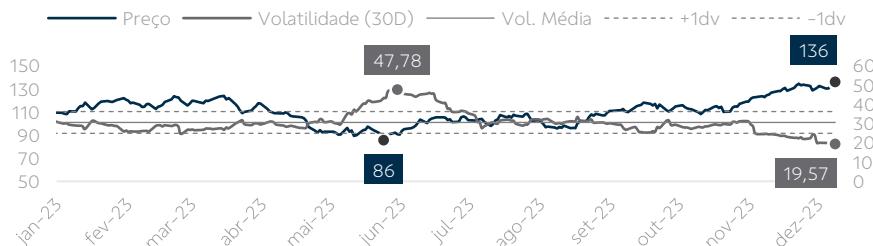
Commodities

O minério manteve-se em torno de US\$ 100/t ao longo de 2023, recuperando-se no final do ano em função da expectativa de estímulos ao mercado imobiliário na China. A alta no petróleo refletiu os cortes da OPEP+, arrefecendo posteriormente com a percepção de que os cortes não seriam suficientes para compensar a queda na demanda.



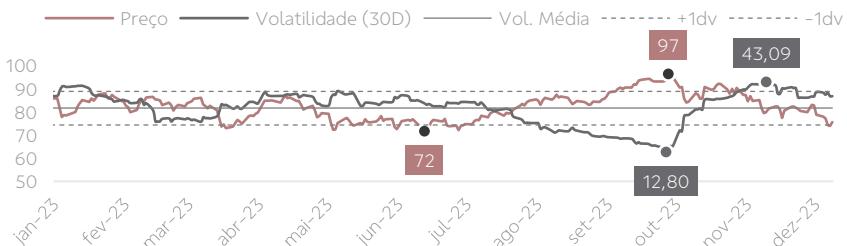
Minério de Ferro (62% Fe)

US\$/ton



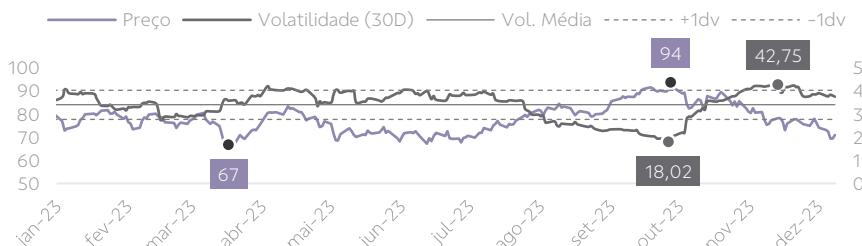
Petróleo (ICE Brent)

US\$/barrel



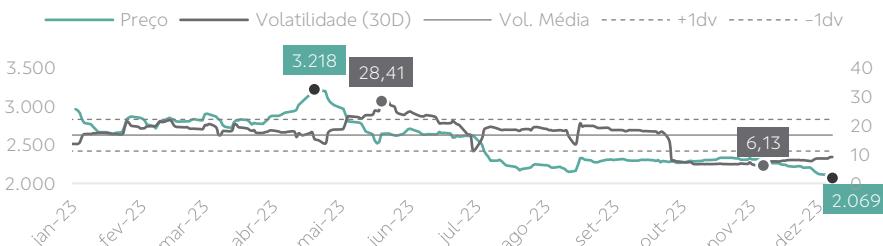
Petróleo (WTI)

US\$/barril



Etanol (hidratado)

R\$/m³



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos.

Commodities

As estimativas apontam para uma oferta bastante satisfatória para a próxima safra brasileira de soja e milho, o que têm causado pressão baixista nos preços. O Brasil deve manter seu protagonismo no mercado exportação, tanto na agricultura quanto no mercado de proteínas animais.



Milho



As exportações brasileiras de milho atingiram volume recorde em 2023, com destaque para a demanda da China, que correspondeu a quase 30% do total embarcado pelo país no acumulado do ano até outubro. Os preços do cereal arrefeceram, em linha com a maior disponibilidade do grão após o choque de oferta causado pela guerra entre Rússia e Ucrânia em 2022. A queda da cotação do milho reduziu também a rentabilidade do cultivo do grão. Com isso, a produção brasileira na próxima safra deve retrair 10,2%, segundo a Conab, devido ao encolhimento da área plantada, especialmente da segunda safra, e da produtividade.

Soja



Em 2023, houve retração do preço da soja em relação aos patamares recordes dos últimos anos, especialmente pelo aumento da oferta e estoques mais confortáveis. A Conab estima um novo recorde para a produção brasileira de soja na próxima safra, com aumento de área plantada e da produtividade, mas as preocupações com o clima em razão da presença e da intensidade dos efeitos do El Niño na safra brasileira trouxeram alerta adicional no acompanhamento das lavouras. O plantio está atrasado em todas as regiões produtoras e a projeção para a produtividade do grão teve leve recuo em relação ao boletim divulgado no mês passado.

Açúcar



Os preços de açúcar devem se manter elevados, já que a safra em países exportadores como Tailândia e Índia deve ser prejudicada pelo fenômeno climático El Niño, resultando em uma previsão de déficit global do adoçante. Corrobora essa visão o recente declínio dos estoques, que chegaram ao menor patamar dos últimos catorze anos. A previsão é de uma safra doméstica com mix mais açucareiro, na medida em que produtores já têm aumentado o volume de posições fixadas no adoçante para aproveitar as margens bastante superiores à média.

Boi Gordo



A arroba do boi gordo, medida pelo indicador CEPEA/ESALQ, acumula queda em torno de 15% em 2023, refletindo o aumento da oferta de animais para abate em razão da virada do ciclo pecuário no país. Espera-se que este cenário prevaleça no próximo ano, favorecendo o segmento de bovinos. Ainda, diante da queda esperada na produção de carne bovina nos EUA, o Brasil pode aumentar sua participação no mercado global de exportações da proteína. No mercado interno, as expectativas também são favoráveis, uma vez que a retomada da economia doméstica tende a impulsionar a demanda por carne bovina.

Fonte: Conab, Bloomberg, USDA, ESALQ, UNICA, BB Investimentos.

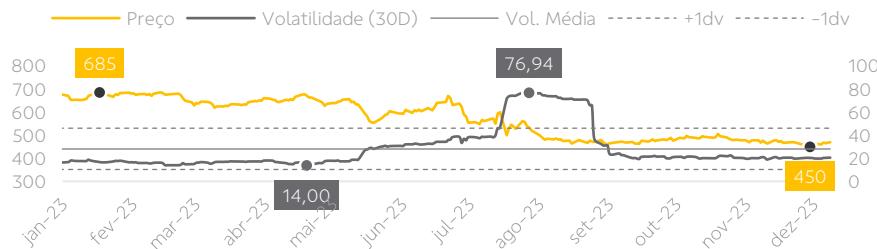
Commodities

O arrefecimento dos preços do gado está diretamente relacionado à virada do ciclo pecuário no Brasil, com o aumento da oferta de animais para abate. Preocupações recentes com os efeitos do El Niño na safra de soja na América do Sul impulsionaram os preços do grão, embora ainda permaneçam abaixo do patamar dos anos anteriores.



Milho

US\$ cents/bushel



Açúcar

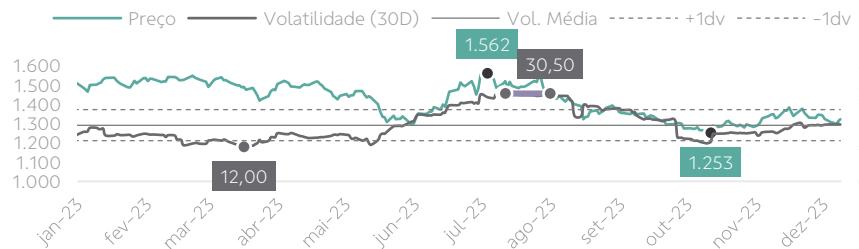
US\$ cents/pound



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos.

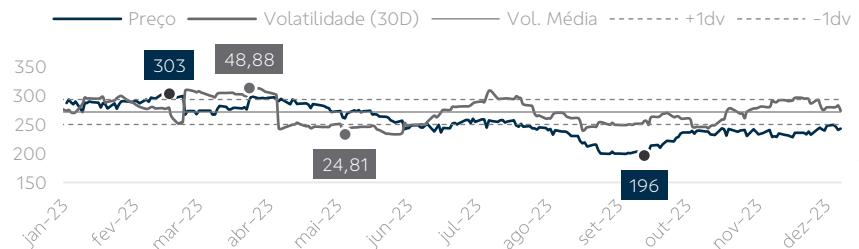
Soja

US\$ cents/bushel



Gado

R\$/@





Macroeconomia

Dezembro 2023

Por **Marcelo Rebelo**

Economista-chefe do Banco do Brasil

menu

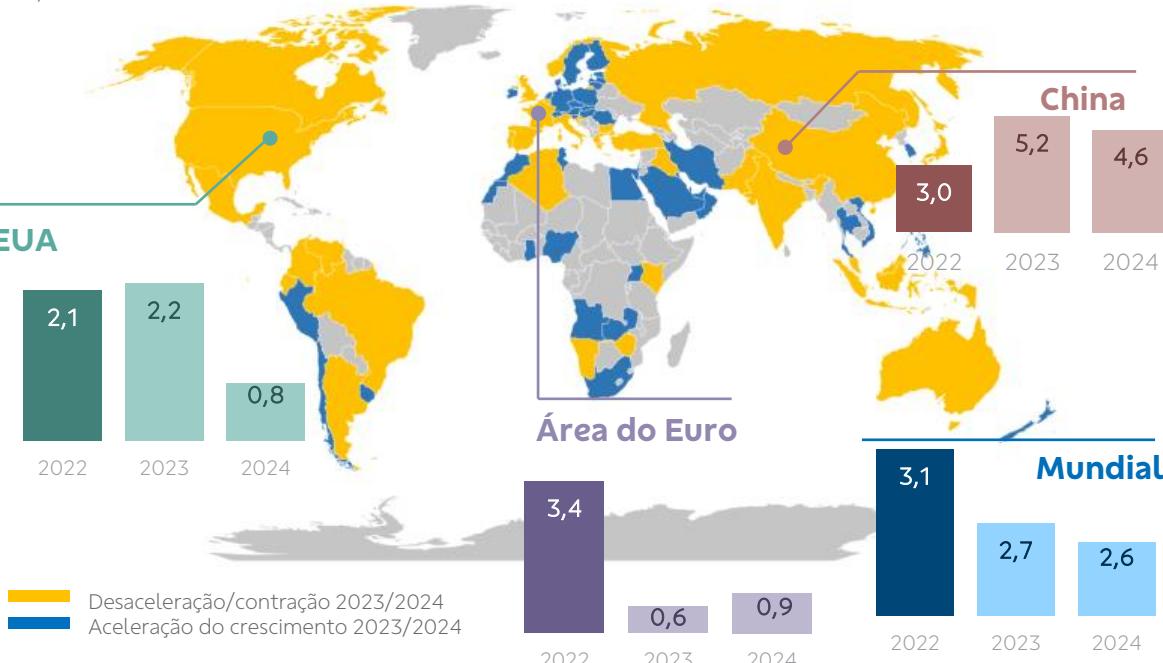
Global: atividade e riscos

Economia mundial segue em tendência de desaceleração moderada.



Produto Interno Bruto (PIB)

% a/a



Fonte: Oxford Economics, BB/Assessoramento Econômico.

Atividade e riscos econômicos

— Nos EUA e na área do euro, com as taxas de juros aparentemente tendo atingido o teto, a pauta central dessas economias pode ser direcionada tanto para o *timing* de flexibilização dos juros quanto para o grau de desaceleração da atividade, as quais vêm apresentando um processo de desinflação gradual.

— Na China, os dados econômicos têm apresentado sinais mistos, mas um melhor desempenho do consumo doméstico e nova rodada de estímulos renovaram as apostas de alcance da meta de crescimento. Questões geopolíticas ainda preocupam, como a relação com Taiwan e as restrições internacionais contra o acesso a chips e semicondutores.

— No Oriente Médio, as discussões seguem centradas no conflito entre Israel e Hamas e seus desdobramentos, com possíveis choques de oferta e restrições energéticas envolvidas.

— Na América Latina, questões relacionadas a mudanças de governo em países como a Argentina podem repercutir sobre as relações comerciais do Mercosul e/ou do BRICS.

— Com perspectiva de desaceleração do crescimento global, taxas de inflação ainda superiores às metas nas principais economias e juros em patamares restritivos, o ambiente econômico deve se mostrar menos dinâmico no decorrer de 2024.

Global: inflação e juros

Com processo de desinflação gradual, juros podem ser flexibilizados em 2024.



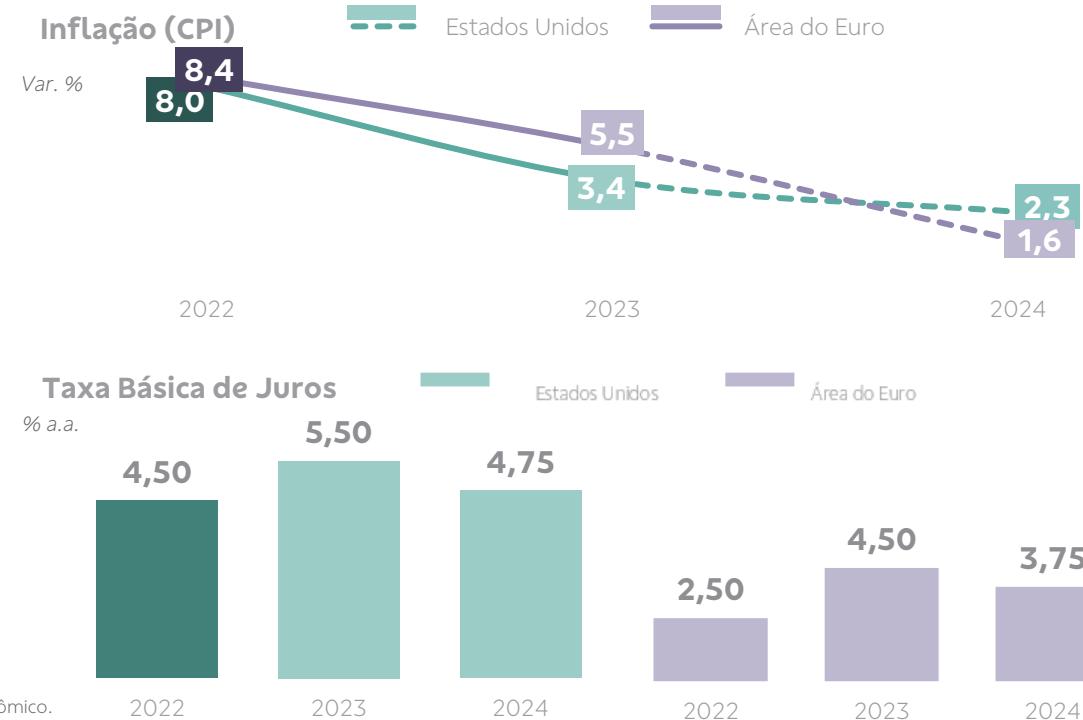
Nos Estados Unidos, a tendência decrescente da inflação reforça a percepção de que as taxas de juros atingiram o pico. Porém, avaliamos que os juros não devem recuar antes de setembro de 2024, por conta de um mercado de trabalho ainda forte para os patamares históricos.

Em resumo, aparentemente o ciclo de aperto monetário nas economias centrais atingiu seu nível máximo, porém ainda há dúvidas em relação ao início do processo de flexibilização. Cabe ressaltar que, nas últimas semanas, ganhou força a antecipação de um processo de queda dos juros nos EUA, em função de uma melhora no quadro inflacionário recente que repercutiu na queda da Treasury de 10 anos ao longo do mês de novembro. Entretanto, nosso cenário permanece com a queda da taxa de juros americana apenas para a segunda metade de 2024.

Quanto à área do euro, o Banco Central Europeu manterá as taxas de juros em patamar elevado até que a inflação mostre uma tendência mais clara de convergência em direção à meta. Nossa expectativa é de que os juros iniciem o processo de desaceleração em junho do próximo ano e encerre o período em 3,75%.

Fonte: FED e BCE. Projeção: Oxford Economics e BB/Assessoramento Econômico.

Inflação e taxa básica de juros



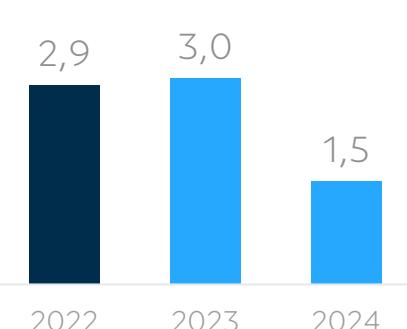
Brasil: atividade e mercado de trabalho

Com a atividade menos dinâmica em 2024, a taxa de desemprego média deve avançar.



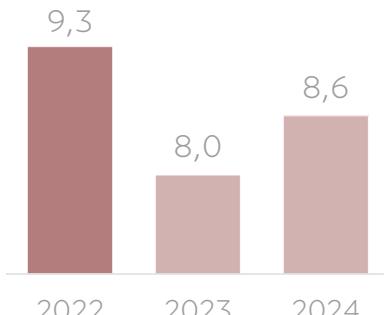
PIB

Var. %



Taxa média de desocupação

% da PEA



Em relação à atividade econômica doméstica, tivemos surpresas positivas nos números do PIB ao longo da primeira metade de 2023, refletindo o comportamento positivo da agropecuária e o crescimento dos serviços e indústria. Ainda, esse desempenho foi impulsionado pelo uso da poupança precaucional acumulada, elevação da renda disponível das famílias via incremento do Bolsa Família e salário mínimo e redução da inflação para as faixas de renda com maior propensão ao consumo. Para 2024, influenciado por um carregamento estatístico desfavorável, projetamos crescimento na ordem de 1,5%, contra avanço previsto de 3,0% em 2023.

Em relação ao mercado de trabalho, o emprego mostrou resiliência neste ano, com a taxa de desemprego caindo para 7,6% em outubro de 2023, em linha com o aumento da população ocupada. Estimamos que a taxa média de desocupação fique em 8,0% neste ano, e que os rendimentos reais médios e a massa de salários cresçam 4,1% e 5,3%, respectivamente.

Para o próximo ano, em linha com o desempenho moderado esperado para a atividade econômica e diante de uma recomposição parcial da força de trabalho, estimamos que taxa de desocupação média encerre o ano em 8,6%. Já o rendimento médio real dos trabalhadores deve crescer 0,5%, traduzindo-se em um avanço de 1,3% na massa de salários.

Fonte: IBGE, projeção BB/Assessoramento Econômico.

Brasil: inflação

Juros em terreno restritivo contribui para a continuidade do processo de desinflação no próximo ano.

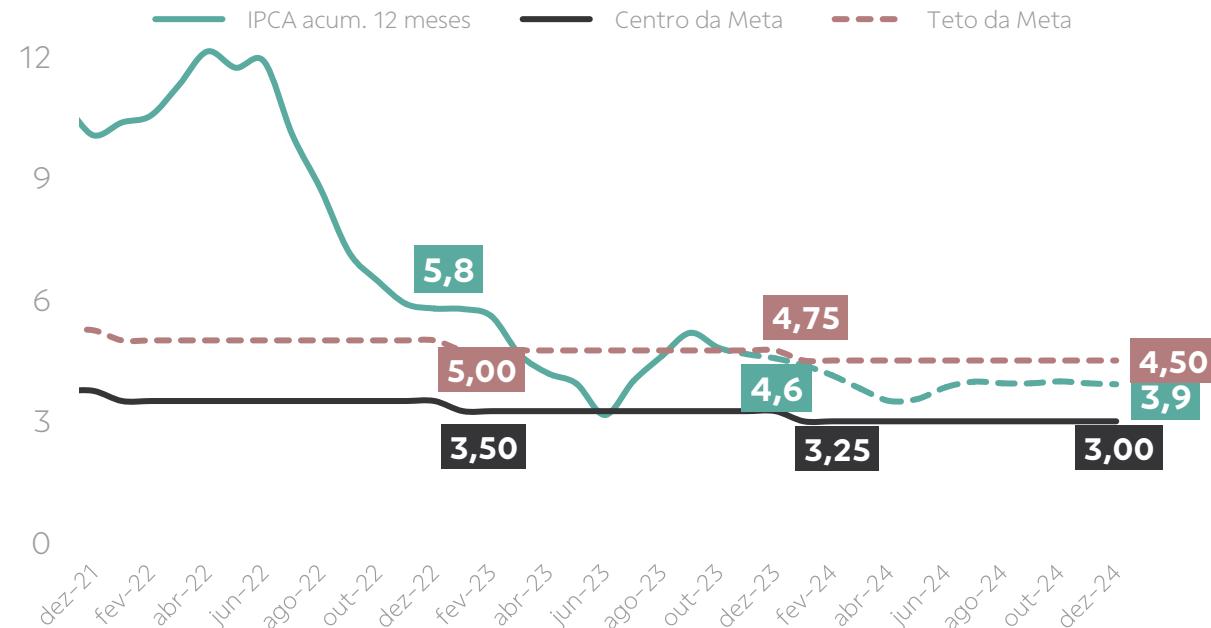


Os preços ao consumidor medidos pelo IPCA têm mostrado sinais robustos de desinflação ao longo de 2023, em linha com o comportamento observado principalmente do lado dos preços livres. Dessa maneira, contemplamos em nosso cenário mais provável que o IPCA ficará dentro da margem de tolerância este ano (**estimamos IPCA equivalente a 4,6%**, contra o teto da meta de 4,75% estabelecido pelo Conselho Monetário Nacional).

Para o ano de 2024, em virtude de uma política monetária ainda em campo contracionista, avaliamos que o processo de gradual desinflação terá continuidade, com os preços ao consumidor apresentando variação de 3,9%. Entre os principais vetores por trás desse comportamento, destaca-se a perspectiva de desaceleração de preços monitorados no próximo ano. Além disso, em linha com a atividade econômica mais moderada e o mercado de trabalho menos aquecido, a inflação de serviços também deve apresentar alta menos intensa.

Inflação ao consumidor (IPCA)

% acumulado 12 meses



Fonte: IBGE, projeção BB/Assessoramento Econômico.

Brasil: política monetária

Taxa Selic deverá continuar em trajetória de queda ao longo de 2023/24.



_A dinâmica inflacionária mais positiva para os preços livres e administrados ao longo do ano contribuiu para o início do corte de juros a partir de agosto de 2023.

_Olhando para frente, em meio à expectativa favorável para a inflação corrente e um ambiente fiscal doméstico que indica um caminho de sustentabilidade do endividamento público no médio prazo, esperamos que o Comitê de Política Monetária do Banco Central (Copom) siga no ciclo de flexibilização dos juros nas próximas reuniões. **Para o fim do 2023, nossa projeção é de Selic em 11,75% a.a.**

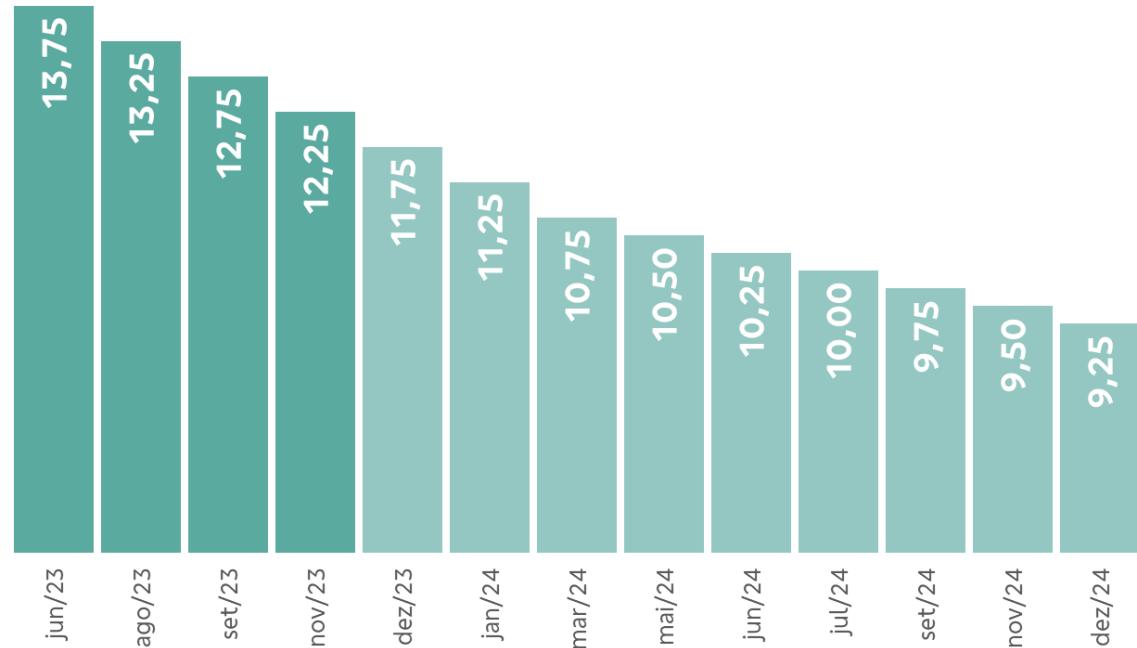
_Para 2024, nossa expectativa é de continuidade do processo de corte de juros – **Selic atingindo 9,25% a.a.** – diante de um cenário global relativamente mais positivo e uma perspectiva de um fiscal sustentável no médio prazo.

_Destacamos que um ambiente mais desafiador para a convergência da inflação pode fazer com que a trajetória da Selic seja alterada, conforme apontado pelo Banco Central em seus comunicados. Os elementos mais relevantes para essa avaliação estão associados à trajetória do juro internacional e à perspectiva fiscal doméstica, ambos com potencial de impactar expectativas e projeções de inflação.

Fonte: IBGE, projeção BB/Assessoramento Econômico.

Selic permanecerá em campo contracionista em 2024

% ao ano

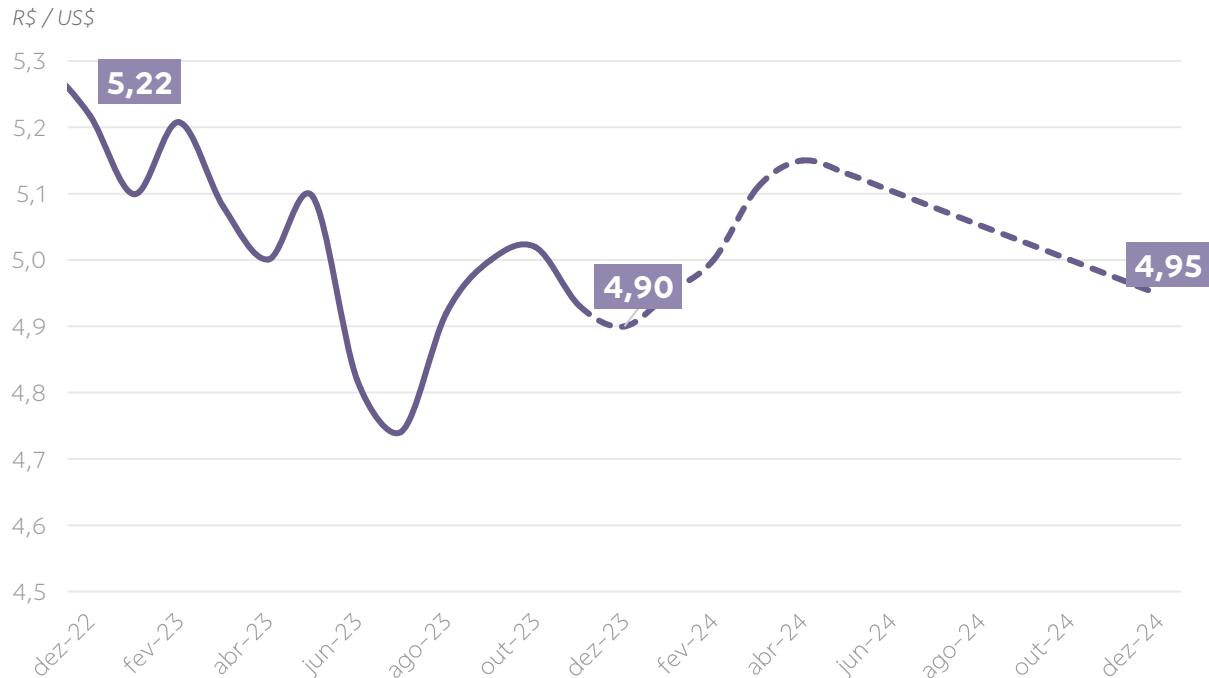


Brasil: câmbio

Câmbio deve manter viés positivo em 2024 diante da melhora das contas externas e do cenário global.



Projeção do câmbio ao longo de 2023/24



Fonte: Bloomberg, projeção BB/Assessoramento Econômico.

O câmbio mostrou importante volatilidade ao longo do ano. De um lado, os problemas com os bancos americanos na primeira metade do ano e a disparada dos juros de longo prazo nos EUA levaram a um aumento da aversão ao risco que impactou negativamente ativos de risco, como o câmbio. Por outro lado, os dados mais positivos com relação à inflação nos EUA nos últimos meses, a acomodação do juro global e o bom momento das contas externas brasileiras provocaram o fortalecimento do câmbio.

Internamente, as discussões correntes em torno da perspectiva fiscal do país e o seu impacto sobre a percepção de risco dos agentes econômicos também têm impactado a direção do câmbio.

Para 2024, com a manutenção do viés positivo para as contas externas e um cenário global que contempla quedas sincronizadas de juros na segunda metade do ano, **projetamos que o câmbio encerre o ano em patamar semelhante ao de 2023, cotado a R\$/US\$ 4,95.**

Brasil: fiscal

Embora o cenário fiscal seja desafiador para o próximo ano, avaliamos que medidas de aumento da arrecadação e controle de gastos deverão fazer com que o déficit primário do Setor Público Consolidado seja menor em 2024.



_A política fiscal é um ponto sensível para o cenário macroeconômico doméstico, mas as sinalizações têm reforçado o compromisso de Executivo e Congresso na busca de um caminho mais construtivo para a consolidação das contas públicas nos próximos anos. Como exemplo, a aprovação do novo arcabouço fiscal e da própria reforma tributária.

_Em nossa avaliação, esse cenário mais positivo deverá tornar viável a estabilização da dívida pública até o final desta década - em patamar ligeiramente acima de 80% do PIB - com possibilidade de diminuição ao longo das próximas décadas.

_Para 2023, esperamos que a Dívida Bruta do Governo Geral (DBG) atinja 75,8% do PIB, com o Setor Público Consolidado gerando déficit primário de 0,9% ao final deste ano em virtude de um ritmo menor de arrecadação, em termos reais, quando comparado ao ano passado.

_Prospectivamente, acreditamos que a conjunção de medidas ligadas ao aumento de arrecadação e contenção de algumas despesas deverá levar a um déficit primário de 0,5% do PIB para o Setor Público em 2024. Já a DBG deverá atingir o patamar de 79,0% do PIB.

Fonte: Banco Central, BB/Assessoramento Econômico. *Dívida Bruta do Governo Geral

Resultado fiscal

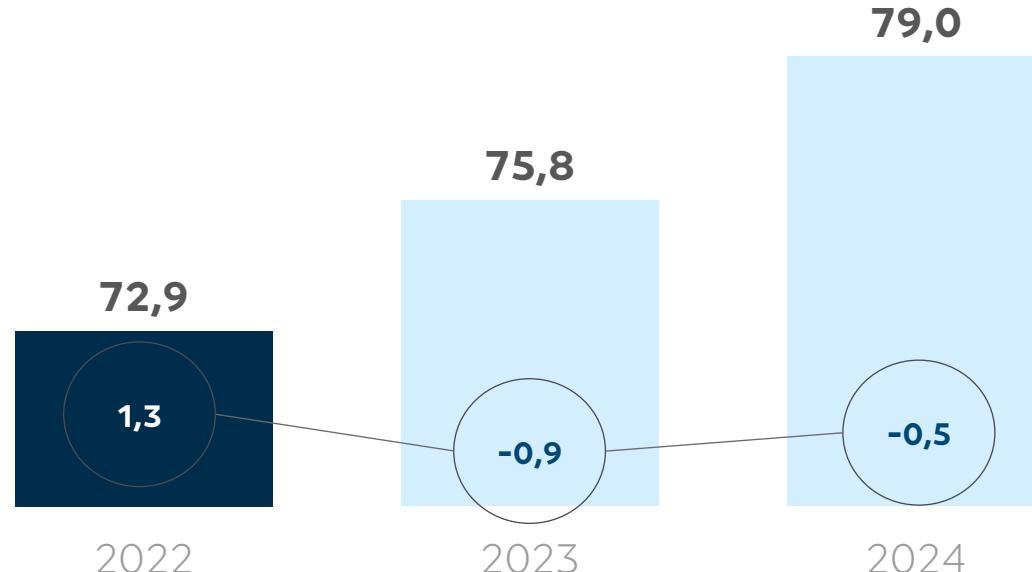
% do PIB



Dívida Bruta % do PIB



Resultado primário % do PIB



Brasil: crédito

O crédito deve mostrar um forte arrefecimento em 2023 devido ao atual estágio da política monetária. Para 2024, a perspectiva deverá ser mais favorável devido à continuidade do processo de flexibilização dos juros.

Embora o Sistema Financeiro Nacional (SFN) apresente uma marcante resiliência, a carteira de crédito em 2023 apresenta evolução moderada, em linha com o atual estágio do ciclo de política monetária. Essa dinâmica tem afetado a oferta de crédito ao longo do ano, deixando-a ainda em patamar restritivo por conta dos riscos às instituições financeiras diante do alto patamar das taxas de juros e nível de endividamento das famílias e empresas, o que elevou a inadimplência das operações de crédito com recursos livres. Nesse sentido, projetamos que a carteira de crédito total no SFN deverá crescer 7,8% em 2023.

Para 2024, esperamos que a continuidade do processo de flexibilização monetária repercuta favoravelmente sobre as taxas de juros das operações de crédito no sistema bancário. As perspectivas em relação ao mercado de trabalho e ao crescimento da renda real devem proporcionar uma melhora no nível de endividamento das famílias e reduzir as taxas de inadimplência do crédito pessoa física. Adicionalmente, o crescimento esperado do PIB, com destaque para os setores de serviços e da indústria, deve viabilizar uma expansão de 9,4% da carteira total de crédito.

Carteira de crédito total SFN

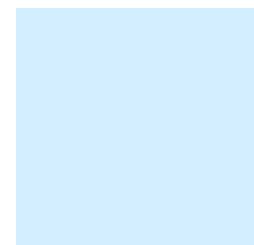
Variação % ao ano

14,0



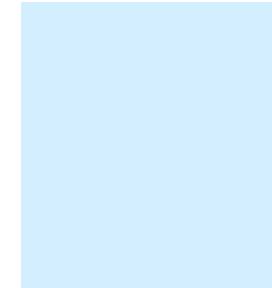
2022

7,8



2023

9,4



2024

Fonte: Banco Central, BB/Assessoramento Econômico.

Brasil: cenário-base

Projeções das principais variáveis.



Cenário base

Projeções BB

2022

2023e

2024e

PIB	var. % a.a.	2,9	3,0	1,5
Desemprego ¹	% da PEA	9,3	8,0	8,6
Câmbio ²	R\$/US\$	5,22	4,90	4,95
Selic ²	% a.a.	13,75	11,75	9,25
IPCA ²	% a.a.	5,8	4,6	3,9
Crédito total SFN	% a.a.	14,0	7,8	9,4

Fonte: projeções BB/Assessoramento Econômico. (¹média do ano; ²fim de período)



Setor Financeiro

Dezembro 2023

Por Rafael Reis, CNPI-P
Luan Calimério, CFA
William Bertan, CNPI

menu

Bancos e Serviços Financeiros

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB 2024: B3SA3, BPAC11 e ITUB4.



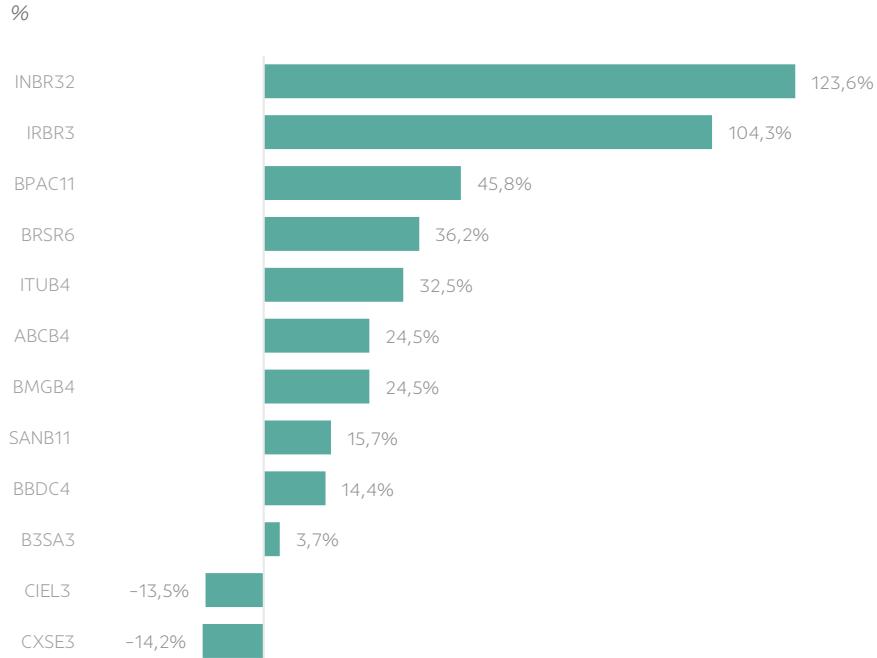
Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2024 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	P/L 2024e	P/L Média 5 anos	P/VP 2024e	P/VP Média 5 anos	ROE 2024e
Bancos											
ABC BRASIL	ABCB4	22,69	25,10	10,6%	Compra	5.111,9	5,5	5,2	0,8	0,7	15,2
BRADESCO	BBDC4	16,20	18,40	13,6%	Neutra	161.478,2	7,5	7,3	1,0	1,2	14,3
INTER – BDR	INBR32	24,71	27,50	11,3%	Compra	9.894,1	12,8	16,9	1,2	0,8	4,0
BMG	BMGB4	2,69	4,00	48,7%	Compra	1.563,1	7,4	5,8	0,4	0,5	4,1
BTG PACTUAL	BPAC11	34,03	38,20	12,3%	Compra	130.479,4	10,9	11,2	2,3	1,9	19,7
BANRISUL	BRSR6	12,22	13,50	10,5%	Neutra	5.115,2	4,5	4,3	0,5	0,5	10,7
ITAU UNIBANCO	ITUB4	31,62	35,20	11,3%	Compra	285.328,0	7,9	7,4	1,6	1,4	20,1
SANTANDER	SANB11	30,71	33,80	10,1%	Compra	114.530,3	8,4	7,5	1,3	1,3	16,1
Serviços Financeiros											
B3	B3SA3	13,29	15,60	17,4%	Compra	77.625,5	15,3	17,6	3,9	3,5	24,3
CIELO	CIEL3	4,31	5,50	27,6%	Neutra	11.655,1	5,8	8,4	0,9	1,0	12,4
CAIXA SEGURIDADE	CXSE3	11,67	12,70	8,8%	Compra	34.860,0	9,0	7,5	2,9	2,2	30,3
IRB BRASIL RESSEGUROS	IRBR3	52,71	48,10	-8,7%	Neutra	4.302,4	13,6	15,4	1,0	2,4	6,4

Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 07/12/2023)

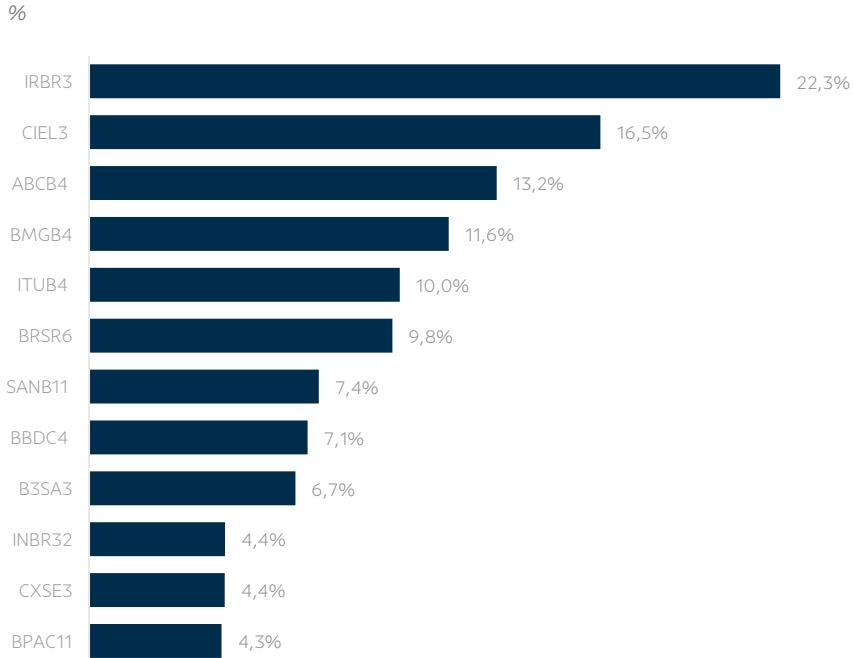
Bancos e Serviços Financeiros



Performance em 2023



Performance 1 mês



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 07/12/2023)

Bancos: destaques da Seleção BB

Com a perspectiva de um ano de retomada de crescimento de crédito, buscamos empresas que tendem a manter ou retomar a expansão de carteira sem abrir mão da boa rentabilidade apresentada nos últimos períodos.



Em busca do melhor dos dois mundos

Equilíbrio entre ataque e defesa

Em nossa visão, dois aspectos se destacam como mais desejáveis na seleção dos bancos, com base no que o mercado mais anseia quantitativamente para o atual momento: crescimento e rentabilidade.

O primeiro nos evidencia as empresas que estão na vanguarda da transformação do mercado, seja ganhando espaço, no caso dos novos entrantes, ou defendendo seu espaço, no caso dos incumbentes, estando associado ao aspecto ofensivo.

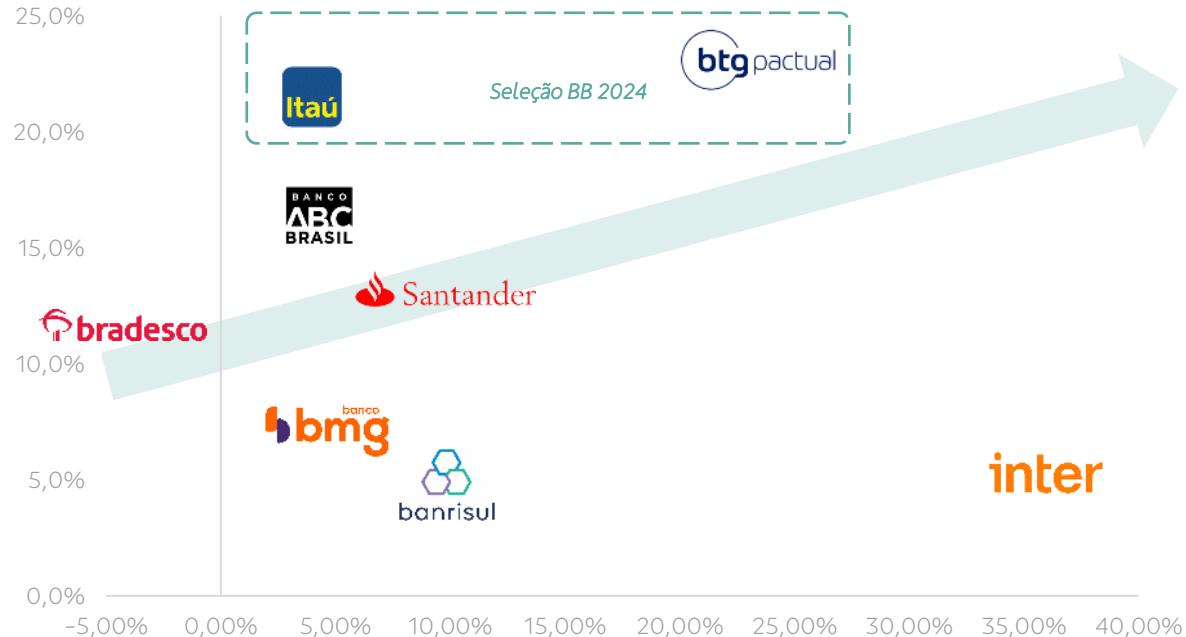
O segundo – a rentabilidade – opostamente, nos traz o aspecto defensivo, ou seja, a capacidade que a empresa já possui de gerar caixa além de suas necessidades de crescimento e conseguir remunerar o acionista, reduzindo seu risco já no curto prazo.

A matriz ao lado representa nosso sentimento atual quanto à comparação relativa entre todos os membros do nosso universo de cobertura, sendo os melhores colocados, a nossa seleção BB 2024.

Fonte: BB Investimentos.

Matriz crescimento x rentabilidade

Eixo X: crescimento carteira de crédito expandida a/a no 3T23; eixo Y: retorno sobre o patrimônio líquido médio no 3T23.



Bancos

Provável inflexão da inadimplência no 4T23 e queda da Selic devem direcionar retorno de algum apetite dos bancos na concessão ao longo de 2024, tendo em vista a descompressão da qualidade de crédito no horizonte.



A hora da retomada?

O atual movimento de queda da Selic e a provável inflexão na inadimplência vista ao longo do 4T23 – que vem muito por conta dessa descompressão na política monetária – são os grandes direcionadores das principais tendências, na nossa visão. Por um lado, devemos ver uma retomada do crescimento da carteira de crédito, ainda que de forma moderada, já que o ambiente de juros, embora em queda, ainda é predominantemente restritivo. Por outro, devemos ver margens financeiras (*spreads*) iniciando um movimento de retração, mas em intensidades diferentes a depender da rapidez de reprecificação de carteiras, momento de crédito e custos de captação de cada banco. Por fim, se confirmada a inflexão da inadimplência, também é provável que vejamos despesas com provisões (PDDs) mais controladas. Conjugando estes fatores, vemos o trinômio *spread*, crédito e inadimplência interagindo de forma a proporcionar oportunidade de resultados positivos para os bancos que operarem de forma equilibrada.

Fonte: BB Investimentos.

Para relembrar...

Retrospectiva – visão fundamentos

Além de olharmos para 2024, vale lembrar o cenário que se estabeleceu em 2023, incluindo uma conexão com o período chamado “pós-covid-19”.

No início de 2023 já esperávamos uma retração no crédito por parte dos bancos, que já entraram o ano de forma seletiva por conta da inadimplência que se disseminava. Lembrando que essa inadimplência se deu por conta da larga concessão de crédito no período da pandemia, a um público que foi surpreendido na sequência por um ambiente inflacionário conjugado à elevação de juros, que rapidamente impactou no nível de endividamento. Este ambiente instável foi agravado logo nos primeiros dias do ano com a eclosão do escândalo Americanas, que trouxe luz a uma fragilidade não mapeada no crédito PJ, com maior ênfase no setor de varejo, e com impacto inclusive na atividade de mercado de capitais, que representa fonte importante de receitas de diversos membros de nossa cobertura.

Nesse contexto, 2023 foi um ano de predominantes “arrumações em casa” para fazer frente ao período de menor atividade. Do lado das despesas, vimos diversos bancos revisitando estruturas e estratégias corporativas contemplando rationalizações ainda mais profundas do que vinham praticando. Já pelo lado das receitas, embora com carteiras em desaceleração, o *spread* continuou de alguma forma favorável, dado o nível alto de Selic média, o que fez frente às altas provisões no período dada a crescente inadimplência. Vale salientar que apesar de tendências em comum, não houve homogeneidade entre os principais bancos de nossa cobertura, ou seja, houve os que conseguiram fechar a conta com receitas mais fortes sobre uma carteira de mix rentável com pouca renúncia a crescimento, e os que se encontraram em um momento de crédito adverso, e sofreram mais com o ambiente desafiador.

Bancos

Qualidade e estabilidade de resultados em perfis diversificados e equilibrados de fontes de receitas foram os critérios para a seleção das nossas ações preferidas do setor bancário para 2024.



Os riscos

Em nossa visão, os riscos para o setor bancário no curto prazo pairam sobre:

- Discussões acerca do fim da dedutibilidade do Juro sobre Capital próprio. Acreditamos na alta probabilidade desta medida acabar sendo implantada, mas o prazo e real impacto ainda é de difícil mensuração, dados outros mecanismos que os bancos podem se valer para diluir o impacto da medida, como programas de recompras de ações, por exemplo.
- Medidas visando o estabelecimento de limite nos juros do rotativo no cartão de crédito.

Novamente, o formato final da proposta e impacto ainda requer maiores definições, mas acreditamos que os bancos consigam manobrar a perda de receita prevista pela medida com majorações de outras receitas, como tarifas de transações com cartões e juros sobre operações parceladas.

Elegendo as melhores para 2024

Começando pelas nossas preferidas do ano anterior (Banco ABC, BTG Pactual e Itaú), os destaques ficaram por conta de [BTG](#) (+45,2%) e [Itaú](#) (+31,8%), que refletiram, em nossa análise, os resultados sólidos entregues ao longo de todo o ano. Já o [ABC](#) viu suas ações oscilarem voláteis por conta da maior exposição percentual a Americanas, mas mesmo assim foi capaz de obter bom desempenho (+23,6%), levando o trio de bancos apontados na Seleção BB 2023 a operar acima do Ibovespa no ano até o momento.

O ano de 2023 trouxe ainda, de forma destacada: a manutenção de resultados fracos do [Banrisul](#); a queda auspiciosa da inadimplência e declaração de ímpeto renovado de crescimento no [Santander](#); a continuidade de resultados pressionados do [Bradesco](#); e as surpreendentes reviravoltas estratégicas de [Inter](#) e [BMG](#), com o primeiro trilhando de forma mais clara o caminho para a transformação do crescimento em rentabilidade, enquanto o segundo “retornando ao básico” com abandono de mercados pouco rentáveis e revisão completa de sua estrutura de custos.

Para 2024, mesmo com um prognóstico favorável de maneira geral para a maioria dos bancos de nossa cobertura, seguimos privilegiando a estratégia de *earnings quality*, ou seja, destacamos como nossas favoritas, as ações dos bancos que vêm apresentando resultados estavelmente rentáveis sem abrir mão do crescimento, cada um com seu perfil “à prova de qualquer terreno”.

Nossa Seleção BB de bancos para 2024, que encontram justificativa nas próximas páginas são: [BTG Pactual \(BPAC11\)](#) e [Itaú Unibanco \(ITUB4\)](#).

Por mais que Santander, Inter e BMG estejam com recomendação de compra, entendemos que estes atores irão merecer um acompanhamento mais de perto nos próximos resultados, cruciais para a solidificação do momento de melhor desenhado em 2023, e também entendemos que possuem uma suscetibilidade maior a eventuais movimentos desfavoráveis da curva de juros e de uma eventual postergação da retração do ciclo da inadimplência.

Bancos: crédito

Em 2024, devemos ver a carteira de crédito consolidada SFN crescendo ligeiramente mais do que em 2023, dado o contexto de quedas na Selic, que estimulam especialmente o crédito na modalidade livre.



Perspectiva

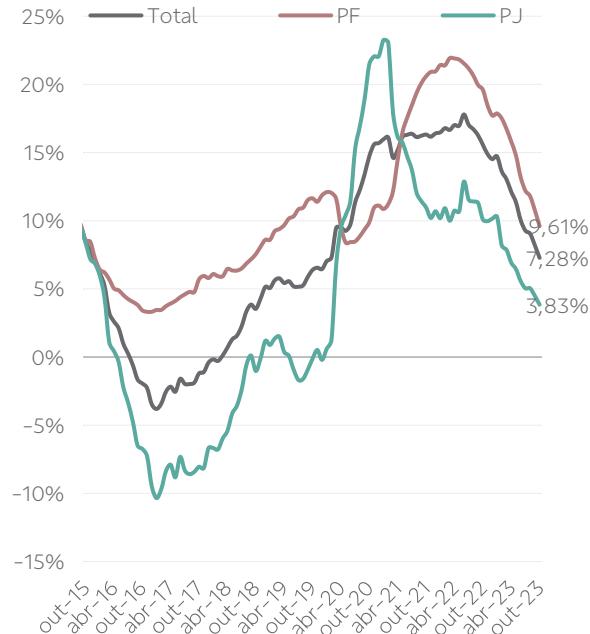
Quanto ao crescimento da carteira de crédito, iniciamos 2023 com expectativa de crescimento em torno de 8% no estoque consolidado (estimativas Bacen e Febraban). O que deve acontecer, de fato, é algo aquém disso: com dados até outubro, os mais recentes disponíveis, temos exatamente 7,3% de variação anual, e projeção atualizada de 7,4% (Febraban) e 7,3% (Bacen).

Já para 2024, as projeções de crescimento da carteira atualmente giram em torno de 8,5%, de acordo com Banco Central e Febraban, uma ligeira reação diante do que se espera para 2023, reflexo do ambiente de menor juros no contexto dos cortes esperados para a Selic, que devem estimular especialmente os créditos na modalidade livre. Se confirmado, é um ano em que a elasticidade crédito/PIB deve ser alta, já que o crescimento da atividade esperado atualmente paira em variação bastante aquém deste patamar de 8,5%.

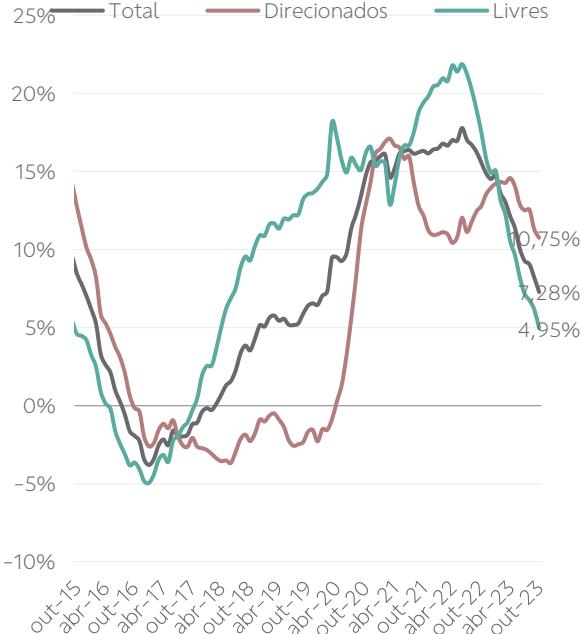
Fonte: Banco Central do Brasil, Febraban e BB Investimentos.

Crescimento de crédito - SFN

% a/a – PF e PJ



% a/a – Livres e Direcionados



Bancos: inadimplência e spread

Para 2024, enxergamos uma normalização tanto da inadimplência quanto dos spreads.

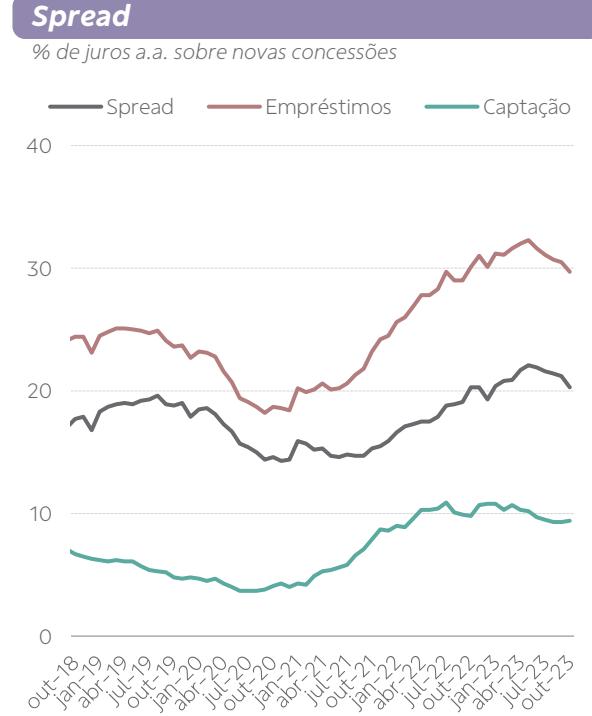
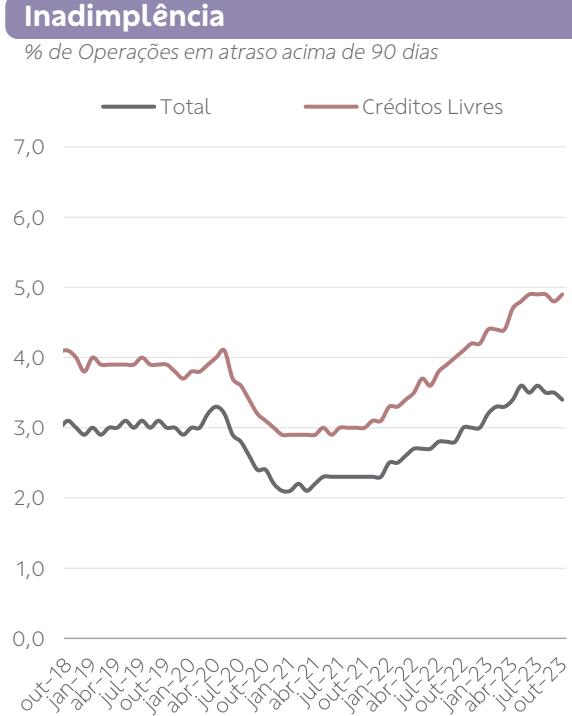


Perspectiva

Em 2023, vimos a continuidade da escalada paulatina da inadimplência, reflexo tardio e persistente da baixa qualidade de crédito das safras concedidas durante o período logo após a pandemia. Esperamos que o final deste ano registre o pico do ciclo atual, e para 2024, imaginamos ver o reflexo de safras recentes de melhor qualidade despressurizando a inadimplência geral, ainda que de forma marginal, fruto do ambiente monetário incrementalmente menos restritivo.

Já no lado do spread, vimos também em 2023 alguma recomposição. Estimamos que apenas em meados do ano o mercado observará a inflexão por conta do início do ciclo de cortes na Selic. Para 2024, esperamos uma continuidade no movimento de normalização, com a taxa de empréstimos se retraindo de forma mais íngreme do que a de captação por conta de um esperado acirramento da concorrência em um ambiente de maior apetite por parte dos bancos.

Fonte: Banco Central do Brasil, BB Investimentos.



Seleção Bancos: BTG Pactual

Crescimento e rentabilidade em um modelo de negócios multidimensional alinhado ao novo mercado bancário.



Tese de investimento

O BTG, em nossa visão, representa o melhor de dois mundos, combinando o crescimento e agilidade do novo modelo bancário com foco digital e a rentabilidade do modelo tradicional.

O ano de 2023 foi de consolidação, em nossa visão, da estratégia de diversificação dos negócios do BTG, que conseguiu registrar sucessivos recordes, provando que cada vez menos seu desempenho depende de uma atmosfera necessariamente favorável para o mercado de capitais.

Na nossa análise, o maior destaque em relação ao crescimento, e que acreditamos deva se manter em evidência, vem da estratégia de distribuição digital, com as linhas Asset e Wealth Management and Consumer Banking, que registraram subsequentes resultados e captações recordes ao longo de 2023, além da área de Corporate Lending, cuja carteira e margens se expandem em bom ritmo e com qualidade.

Em nossa opinião, o retorno sobre o patrimônio líquido consistentemente na casa dos 20%, e o robusto crescimento de lucros nos anos recentes, apesar da também larga expansão dos custos associados ao crescimento, justificam o prêmio dos múltiplos em comparação com demais pares. Essa combinação reforça a ideia de crescimento com rentabilidade que torna a tese do BTG única.

Riscos

- (i) Clima negativo para as janelas de emissões no mercado de capitais produzem impacto significativo nas linhas de *investment banking*.
- (ii) Por ser uma empresa associada a crescimento, premissas capazes de alterar a taxa de desconto são capazes de agregar volatilidade às ações.
- (iii) Novos casos de estresse no segmento Large Corporate similares à Americanas podem requerer provisões extraordinárias.

Estimativa de Lucro Líquido e ROAE

R\$ milhões e %



P/L e P/VPA projetados

Base preço-alvo 2024



Fonte: BTG Pactual, BB Investimentos.

Seleção Bancos: Itaú Unibanco

Bom momento operacional e histórico comprovado de execução colocam o Itaú em destaque entre os bancos tradicionais de nossa cobertura para 2024.



Tese de investimento

No nosso universo de cobertura, o Itaú foi, em nossa opinião, o banco que melhor se antecipou ao contexto de mercado que se estabeleceu ao longo de 2023. Por consequência disso, foi capaz de entregar um conjunto de resultados que consideramos equilibrado, o que acreditamos, deva reverberar ao longo de 2024.

As fortalezas que colocaram o Itaú em posição de destaque diante de outros pares foram, principalmente, o perfil da carteira de crédito, menos exposta à demografia e geografia mais suscetíveis ao ambiente de deterioração da capacidade de pagamento em curso, e o hedge parcial dos ativos, o que protegeu o resultado de tesouraria diante do ambiente de escalada dos juros.

Para 2024, esperamos a manutenção dos bons resultados, com retomada de volumes, redução no custo de captação e menores despesas com provisões proporcionando margem financeira robusta.

Apesar dos múltiplos evidenciarem pouco espaço para melhora em relação à sua média histórica, acreditamos que o Itaú seja uma opção que carrega atributos equilibrados entre desempenho histórico consagrado, bom momento operacional, e previsibilidade de resultados.

Riscos

(i) Eventual acirramento da concorrência (incluindo agenda regulatória – open banking/open finance) pode impor dificuldades na reprecificação da carteira de crédito nas novas safras.

(ii) Novos casos de estresse no segmento *Large Corporate* similares à Americanas podem requerer provisões extraordinárias.

(iii) Inadimplência falhando em arrefecer como esperado pode manter as despesas com provisões em nível historicamente alto.

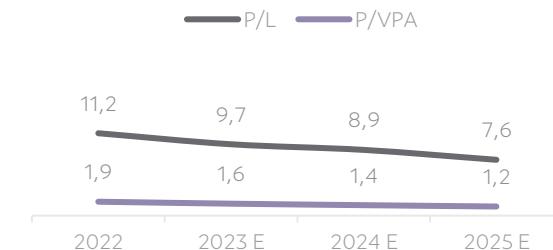
Estimativa de Lucro Líquido e ROAE

R\$ milhões e %



P/L e P/VPA projetados

Base preço-alvo 2023



Fonte: Itaú Unibanco, BB Investimentos.

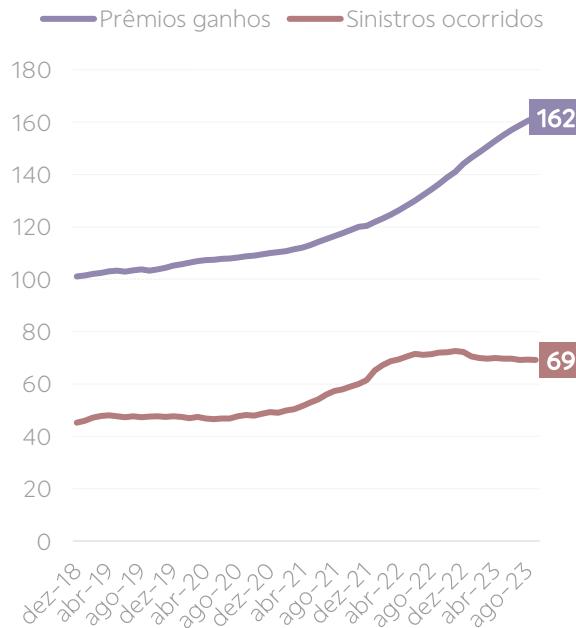
Serviços Financeiros: seguros

2023 foi um ano de estabilização do desempenho operacional para o setor de seguros, após um período desafiador que decorria desde a pandemia em 2020. Para o próximo ano, esperamos manutenção dessa tendência.



Prêmios ganhos x sinistros ocorridos

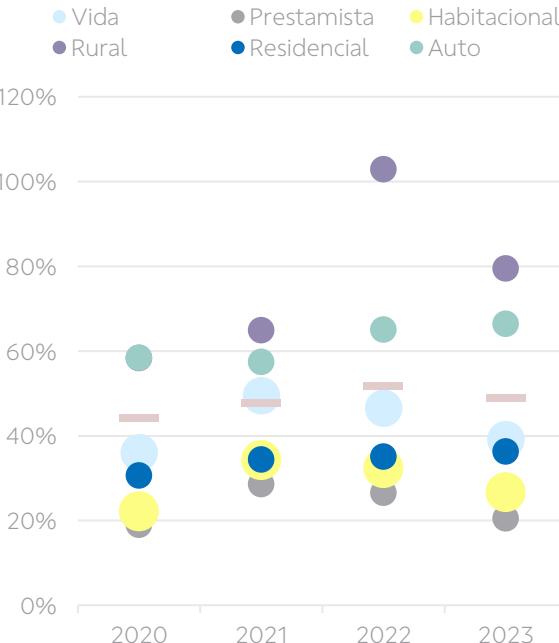
R\$ bilhões (acumulado 12 meses*)



Fonte: Susep, BB Investimentos. (*Dados de 2023 são parciais, até outubro-2023)

Sinistralidade

% sobre prêmios ganhos (acumulado 12 meses*)



Superando os desafios

A alta sinistralidade, que vinha impactando o setor de seguros desde 2020 por conta dos efeitos da pandemia, atingindo ramos como vida, prestamista e habitacional, e por conta de fenômenos climáticos como o La Niña, que atingiram ramos como rural e residencial, se acomodou em 2023 e trouxe certo alívio para o desempenho das companhias.

Além disso, o movimento de revisão de prêmios observado no setor, aliado às altas taxas de juros no período, contribuiu para a boa performance, tanto no operacional quanto no financeiro.

Para 2024, enxergamos um balanço misto de riscos e oportunidades. Por um lado, o cenário de juros em queda pode aquecer o ambiente de negócios e favorecer o desempenho operacional. Por outro, pode impactar negativamente o resultado financeiro.

Adicionalmente, o novo Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) pode representar um potencial *upside*, ao mesmo tempo em que o El Niño configura um risco importante.

Serviços Financeiros: adquirência

Momento de alta competição e maior necessidade de investimento trazem perspectiva de cautela para o setor em 2024.



Dinâmica de mercado

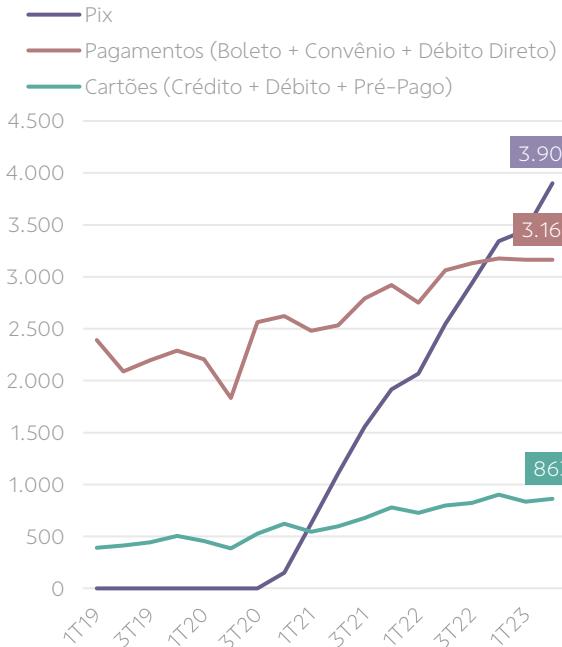
Em 2023, o Pix seguiu avançando exponencialmente no Brasil, tanto em quantidade quanto em volume transacionados. Além do predomínio em transações P2P (Pessoa para Pessoa) e B2B (Empresa para Empresa), nota-se uma evolução no P2B (Pessoa para Empresas), ameaçando prospectivamente o modelo de negócios das companhias intermediadoras de pagamentos nas transações com cartões.

Adicionalmente, diante do acirramento da competição e da busca por participação de mercado, observamos aumento da necessidade de investimento em força comercial por parte das companhias durante o ano.

O cenário projetado para 2024 é favorável em relação aos drivers macroeconômicos que impulsionam o consumo, como a redução da taxa de juros e o aumento da concessão de crédito, mas tais drivers podem ser impactados pelos níveis de endividamento e inadimplência e podem não ser suficientes para suportar o crescimento do setor.

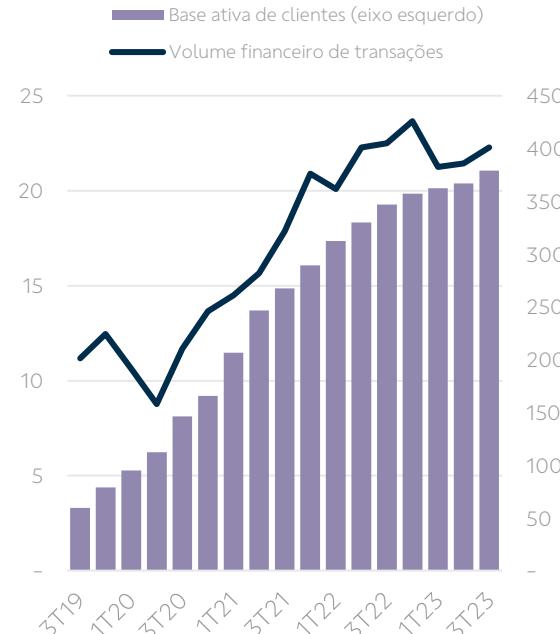
Meios de pagamento

R\$ bilhões transacionados por modalidade



Mercado de adquirência¹

Base ativa em milhões / volume em R\$ bilhões



Fonte: Cielo, Getnet, PagSeguro, Stone, Banco Central do Brasil, BB Investimentos. (¹Valor agregado das quatro empresas: Cielo, Getnet, PagSeguro e Stone)

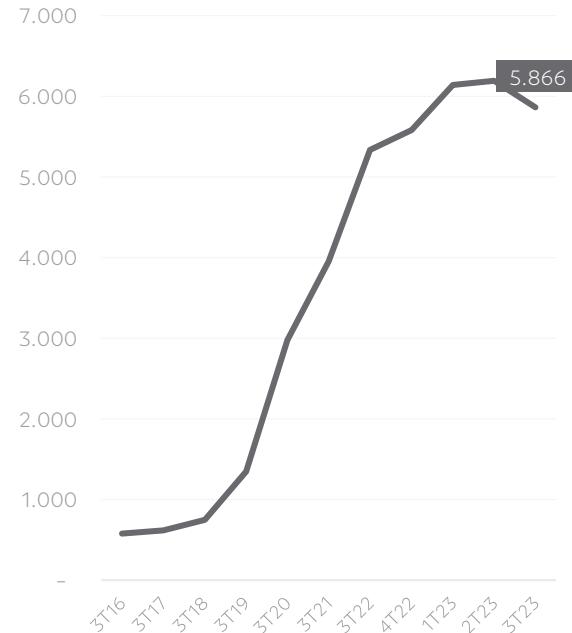
Serviços Financeiros: bolsa

Melhora no cenário macro pode destravar busca por ativos de risco em 2024 e elevar o volume de negocações.



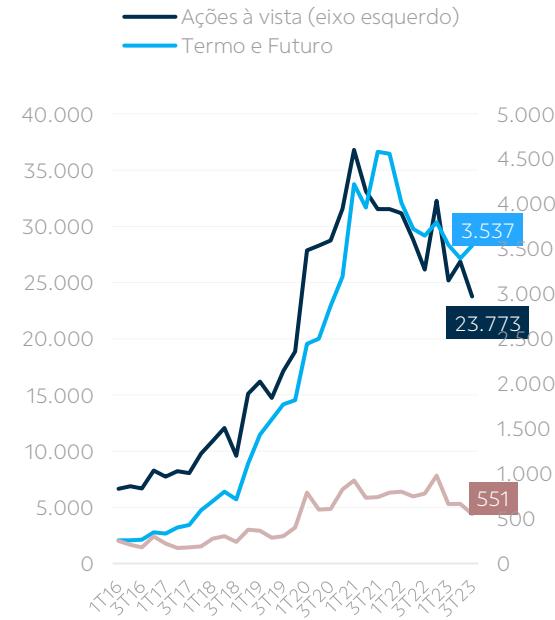
Contas na bolsa brasileira

milhares de CPFs únicos



Volume médio diário negociado

R\$ milhões



Resiliência é a chave...

Em 2023, a incerteza em relação à conduta da política monetária conduzida pelo Federal Reserve (FED) para controle da inflação nos EUA, junto às altas taxas de juros no Brasil (apesar de sua trajetória decrescente) manteve o apetite a ativos de risco domésticos em compasso de cautela, diante do elevado custo de oportunidade, e estimulou o fluxo de capital global para o mercado americano.

Essa dinâmica vem se mostrando presente desde o início do movimento global de aperto monetário, fazendo com que os volumes negociados no mercado doméstico seguissem em trajetória de queda progressivamente.

Entretanto, notamos que, neste período, a despeito das condições desfavoráveis, tanto o número de investidores quanto o próprio volume de negociação na bolsa brasileira não retornaram aos mesmos patamares vistos em crises anteriores, mantendo-se razoavelmente resilientes.

Fonte: B3, BB Investimentos.

Serviços Financeiros: Bolsa

Mesmo com alto custo de oportunidade em renda fixa, mercado de renda variável tem potencial para atrair fluxo e retomar onda de IPO's e follow on's.



...para colher bons frutos

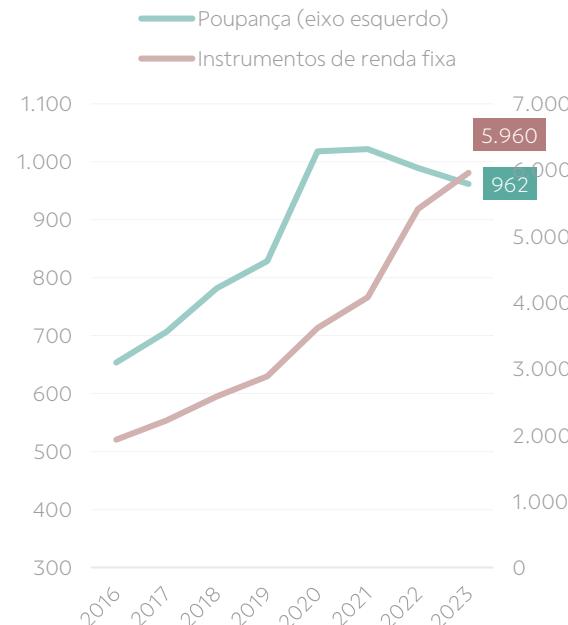
Em nossa opinião, esse contexto reflete o desenvolvimento e amadurecimento irreversíveis do mercado de capitais brasileiro, contemplados no processo chamado de *Financial Deepening* pelo qual acreditamos que o Brasil está passando; e coloca o setor como bem posicionado para capturar uma futura reversão positiva de tendência.

Esse processo pode favorecer dois drivers importantes para a bolsa: a migração de parte dos recursos alocados em renda fixa, inclusive poupança, para a renda variável, e a retomada das ofertas públicas por parte das empresas, dado que várias delas adiaram seus planos de abertura de capital e follow on de 2023 para 2024. Além disso, a melhora de percepção sobre o cenário macro poderá atrair maior fluxo estrangeiro para o mercado brasileiro.

Para o próximo ano, acreditamos que a B3 está bem posicionada para capturar os benefícios da potencial retomada do fluxo, razão pela qual inserimos a companhia na Seleção BB 2024.

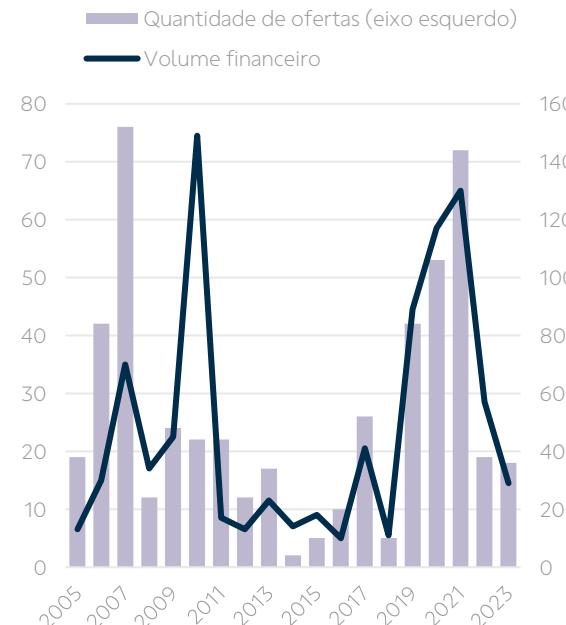
Saldo de poupança x estoque renda fixa¹

R\$ bilhões



Ofertas públicas (IPO e follow on)

ofertas e R\$ bilhões movimentados



Fonte: B3, Banco Central do Brasil, BB Investimentos. ¹Captação bancária, dívida corporativa, tesouro direto e outros

Seleção Serviços Financeiros: B3

Ainda que com desempenho atrelado à profundidade de liquidez da bolsa, acreditamos que a capacidade de diversificação de receitas e geração de caixa pode impulsionar as ações da B3 em 2024.



Tese de investimentos

Melhores ventos à frente

_Mesmo sendo colocada em xeque com a subida dos juros a patamares de dois dígitos (não vistos desde 2017), a B3 demonstrou sua força e capacidade operacional ao continuar entregando forte geração de caixa e lucro líquido em 2023. Interpretamos o momento da B3 como de superação de um ciclo de baixa, para navegar em um forte ciclo de alta no médio/longo prazo.

_Na possibilidade de um cenário positivo para a renda variável em 2024, a B3 deve continuar dominando o mercado e potencializando ainda mais seus resultados.

_Não obstante, a atuação em diferentes mercados, que vão além da bolsa de valores (por exemplo, segmentos de balcão e de tecnologia), representa um importante mecanismo de "defesa" da B3, em nossa opinião, pois funciona como uma espécie de hedge natural que, na possibilidade de um cenário mais adverso, ainda pode fazer crescer suas receitas e compensar, mesmo que parcialmente, as possíveis quedas do segmento listado.

Riscos

Cenário macroeconômico, competição e risco jurídico

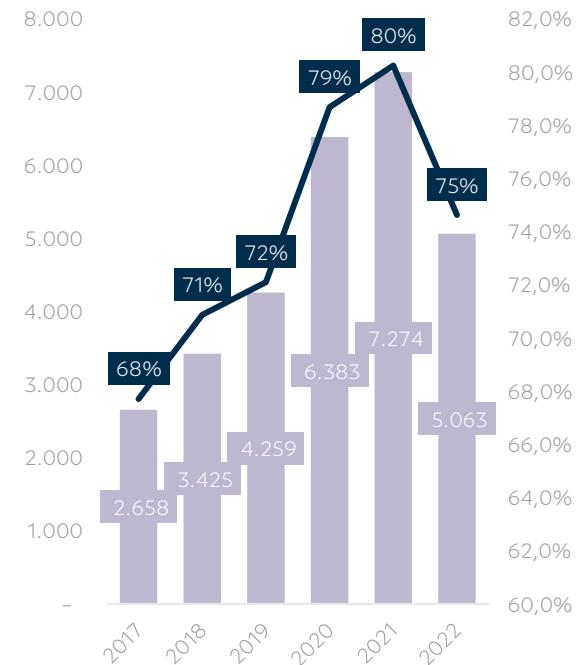
(i) Cenário macro: ambiente inflacionário global, conflitos geopolíticos, elevação das taxas de juros acima do previsto nas principais economias do mundo (ou sua permanência em patamar elevado por mais tempo do que o esperado) e demais fatores capazes de gerar aversão a risco aos investidores podem prejudicar o fluxo de capital destinado à renda variável e o volume financeiro negociado em bolsa, impactando a principal fonte de receita da B3.

(ii) Competição: entrada de novos players no mercado brasileiro de ações, atuação de players internacionais, desenvolvimento de novos modelos de negócio, evolução de novas tecnologias e mudanças regulatórias que estimulem a competição podem conduzir os participantes do mercado a novos ambientes e serviços, em substituição aos oferecidos pela B3.

(iii) Risco jurídico: perda em ação referente a contratos futuros de dólar de 1999, no valor de R\$ 37,5 bilhões (atualizado em dez/22).

EBITDA e margem EBITDA

R\$ milhões e %



Fonte: B3, BB Investimentos.



BB INVESTIMENTOS

Siderurgia e Mineração

Dezembro 2023

Por Mary Silva, CNPI-P
Victor Penna, CNPI-P

menu

Siderurgia e Mineração

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB 2024: VALE3.



Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2024 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2024e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2024e	EV/EBITDA Média 5 anos
CSN MINERACAO	CMIN3	6,94	5,50	-20,7%	Neutra	38.287,7	1.794,9	12,2	6,4	6,3	3,9
CSN	CSNA3	16,97	16,00	-5,7%	Neutra	22.357,9	28.008,6	11,4	5,7	5,1	4,7
GERDAU	GGBR4	22,31	31,00	39,0%	Compra	38.014,9	8.203,0	5,8	7,5	3,3	4,5
METALURGICA GERDAU	GOAU4	10,25	n/a	-	-	10.616,4	7.292,2	4,9	4,8	n/a	17,4
USIMINAS	USIM5	8,37	9,50	13,5%	Neutra	10.116,0	1.244,4	9,8	36,3	5,4	4,8
VALEADR	VALE US	14,83	18,00	21,4%	Compra	321.411,6	41.299,0	6,0	4,6	4,2	3,6
VALE	VALE3	72,60	94,00	29,5%	Compra	321.411,6	41.299,0	5,9	4,6	4,2	3,6

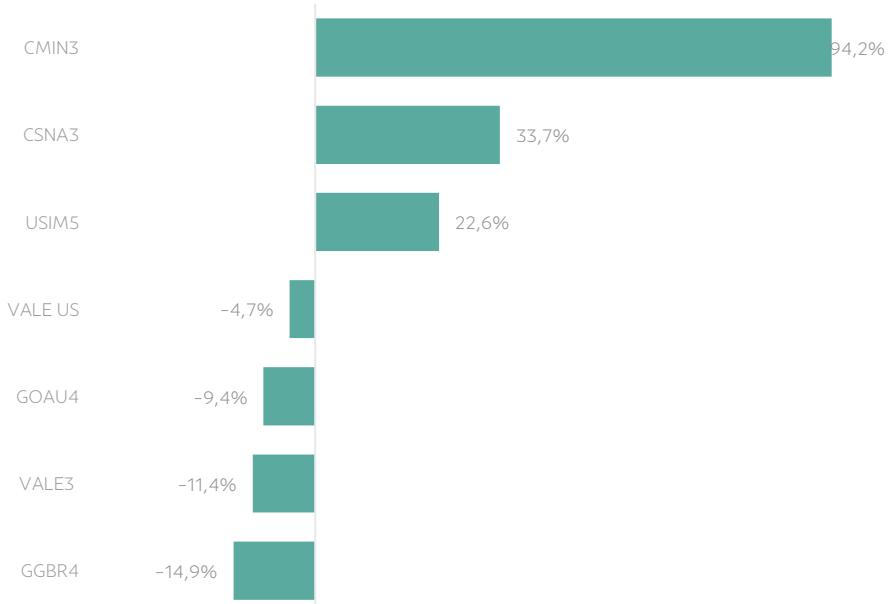
Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 07/12/2023)

Siderurgia e Mineração



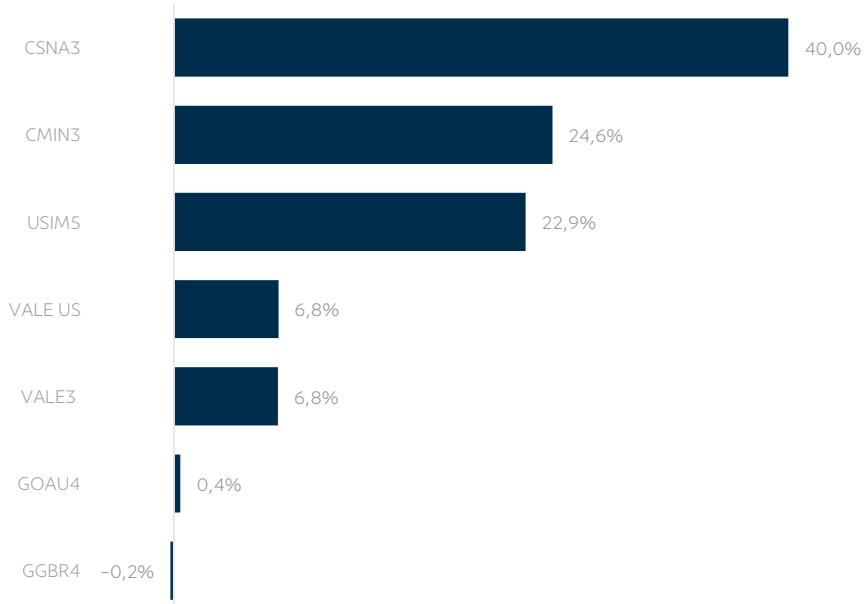
Performance em 2023

%



Performance 1 mês

%



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 07/12/2023)

Siderurgia e Mineração

Mineração | Investimentos em infraestrutura na China têm ajudado a compensar menor demanda de minério pelo setor imobiliário, com novos estímulos no radar podendo manter nível de preço elevado em 2024.



Minério segue em patamar elevado, com rali no final do ano

O enfraquecimento do mercado imobiliário na China (tanto em vendas, como em novas construções), além de ter suprimido a procura por aço e prejudicado a demanda por minério, gerou problemas financeiros em grandes empresas do ramo no país, causando preocupações sobre a saúde financeira da economia chinesa.

No entanto, além dos estímulos financeiros adotados pelo governo chinês a partir de julho, como forma de estabilizar a economia, observou-se um crescimento do investimento em infraestrutura no país e também da indústria de transformação – em especial na produção de automóveis – impulsionando a dinâmica de demanda e preço de minério.

O rali no preço da commodity no final de 2023 tem sido suportado por expectativas de adoção de estímulos direcionados ao mercado imobiliário. Contudo, as perspectivas para 2024 continuam incertas, dado que o nível de produção de aço vai depender de o governo local prosseguir com a adoção de medidas adicionais de apoio à economia, ainda mais considerando o atual contexto de aperto monetário e seu reflexo nas principais economias, que deve resultar em um crescimento global mais fraco.

Independentemente dos desafios a serem endereçados em 2024 na China, o fato de a inflação em âmbito global estar mostrando sinais de enfraquecimento deve permitir o fim dos ciclos de aperto monetário, com reflexos positivos em consumo e investimento, em especial na segunda metade do ano, com a recuperação na demanda de aço podendo apoiar a demanda de minério.

Além disso, dentro das mega tendências dos próximos anos, aquelas cujo foco impera na transição energética e na descarbonização da indústria continuarão exigindo mudanças significativas no processo de fabricação do aço, com a exigência cada vez maior de produtos premium. Isso favorece empresas mais bem posicionadas como a Vale, por exemplo, que já assinou acordos para instalação de Mega Hubs em países do Oriente Médio para produzir briquetes de minério, produto que contribui para redução de gases do efeito estufa.

Fonte: World Steel Association (WSA), Bloomberg, BB Investimentos.

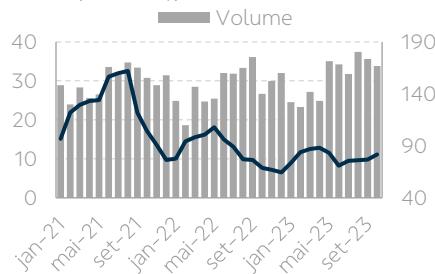
Preço do minério de ferro

US\$/t | Teor 62%



Vol. exportado de minério

Brasil | Mt e US\$/t



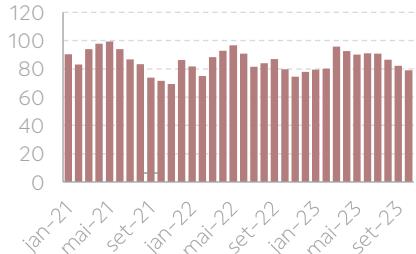
Estoque de minério na China

Mt



Produção de aço na China

Mt



Siderurgia e Mineração

Siderurgia | O efeito contracionista dos juros elevados nas economias tem mantido a demanda por aço ainda fraca, apesar da recuperação em relação ao ano anterior, o que impossibilitou a recuperação de preços. Estímulos ao setor de infraestrutura nos EUA e na China devem contribuir para aumento de demanda nessas regiões.



Recuperação lenta na demanda

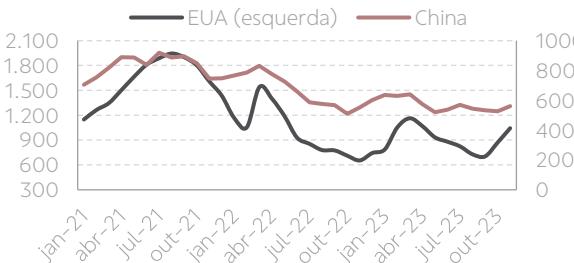
Após a contração de mais de 3% observada em 2022, a WSA projeta uma demanda por aço com crescimento de 1,8% em 2023. No geral, o segmento tem sentido os efeitos do ambiente global de inflação elevada e altas taxas de juros, o que causa um efeito contracionista – e também defasado nas economias –, além dos conflitos geopolíticos que ganharam força nesses últimos dois anos.

Para o próximo ano, a recuperação na demanda ainda deve seguir lenta, com maior contribuição dos países emergentes, em especial na China, por ocasião dos elevados estímulos por parte do governo para incentivar a atividade econômica.

Os conflitos geopolíticos ainda em ser resultam em pressão adicional, principalmente na Europa, em função dos problemas em relação à disparada no preço da energia, enquanto nos EUA a construção residencial reduz o ímpeto, mas segue contrabalanceada pela estratégia industrial adotada pelo governo Biden – por meio do pacote de US\$ 1,2 trilhão da Lei de Investimentos e Empregos em Infraestrutura – que visa sustentar e expandir a influência econômica e tecnológica do país. Essas medidas já vêm trazendo reflexos positivos tanto nos investimentos do setor público como do privado.

Preços internacionais de aço

Laminado a quente - US\$/t



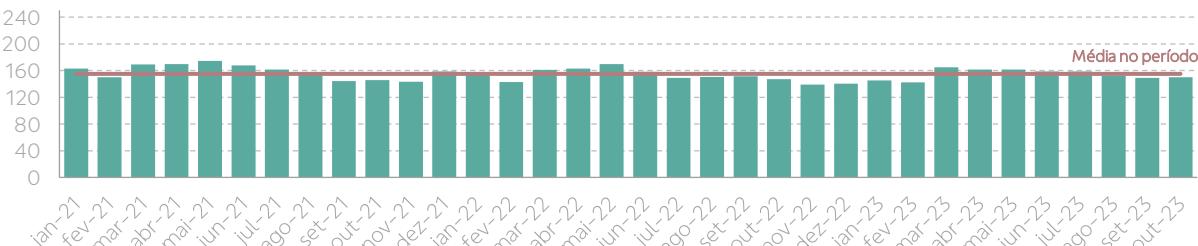
Produção de aço por país

Mt

#	País	Volume 2023 ¹	Variação 2023/2022 ¹	Participação %
1	China	874,7	+1,4%	55,8%
2	Índia	116,3	+12,1%	7,4%
3	Japão	72,9	-3,0%	4,7%
4	EUA	67,4	-0,8%	4,3%
5	Rússia	63,5	+5,3%	4,1%
9	Brasil	26,5	-8,6%	1,7%
Total		1.567,3	+0,2%	100%

Produção mundial de aço

Mt



Fonte: World Steel Association (WSA), Bloomberg, BB Investimentos. (1) Considerando o acumulado no período entre jan-out

Siderurgia e Mineração

Siderurgia | Produção e vendas de aço no ambiente doméstico seguem enfraquecidos. Diante de um mercado que ainda responde de forma lenta ao ciclo de corte de juros e aos programas de incentivo, a forte entrada de aço importado no país não oferece boas perspectivas ao setor.



Enxurrada de aço importado no mercado interno brasileiro

Após observarmos uma desaceleração da produção de aço em 2022 no comparativo anual, o Brasil seguiu apresentando números ainda mais fracos de produção, registrando queda de 7,0% no acumulado de 2023 até outubro. Tanto os laminados planos como os longos apresentam desaceleração, com as vendas acompanhando o menor ritmo de demanda, que vem respondendo de forma lenta ao ciclo de corte dos juros e aos estímulos do governo – por meio de programas como o PAC, Minha Casa Minha Vida, entre outros. Além disso, o aumento expressivo de 56% das importações de aço no país no período entre janeiro e outubro de 2023, em relação ao ano anterior, também pesam na produção de aço deste ano.

Segundo o Instituto Aço Brasil, o mercado brasileiro deve fechar o ano com um volume recorde de importação em torno de 5 milhões de toneladas ou mais, acima do recorde anterior registrado em 2010. Já a taxa de penetração de aço importado no consumo aparente local atingiu 23,2% em setembro (ápice do ano), quase o dobro da média de 2013 a 2022, que foi de 12,3%.

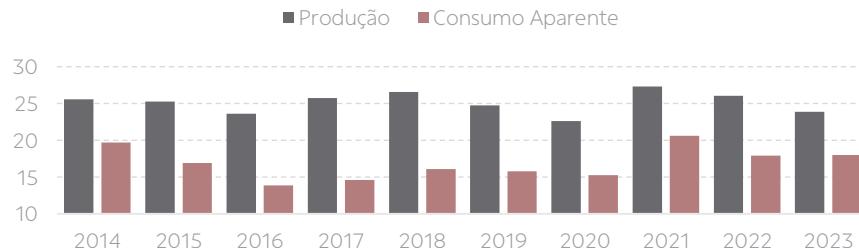
A combinação de uma demanda mais fraca com preços de aço comprimidos, acompanhando o mercado internacional, não apenas tem pressionado as companhias na parcela atrelada a custos fixos, mas em rentabilidade de forma geral.

Desse modo, para 2024, apesar de acreditarmos que a trajetória descendente da taxa de juros, que se soma a um nível de inflação equilibrado, possa voltar a estimular demanda por aço no mercado interno, talvez seja necessária uma mudança do ponto de vista de política de proteção comercial do setor siderúrgico brasileiro para que o produto nacional se faça mais competitivo e que, consequentemente, reflita em uma melhora estrutural do segmento.

Fonte: Instituto Aço Brasil (IABR), BB Investimentos. (1) Considerando o acumulado no período entre jan-out

Produção e consumo aparente de aço no Brasil¹

Mt | Acumulado janeiro-outubro



Importação de aço no Brasil

Kt



Seleção Siderurgia e Mineração: Vale

A Vale segue fazendo progressos não apenas em nível de produtividade, mas em soluções e iniciativas que resultam em produtos de maior qualidade, alinhados com a busca da indústria pela descarbonização nos processos produtivos. Também avança no quesito segurança das operações, sem deixar de lado o elevado retorno ao acionistas.



Tese de Investimento

No segmento de soluções de minério, a Vale tem entregado incremento na produção com aumento da qualidade média, alinhada com a trajetória de descarbonização por meio da produção de briquetes de minério e pelotas, que também serão desenvolvidos em *hubs* na Arábia Saudita, Brasil e EUA. Esse conjunto de soluções inovadoras, além de mostrar um compromisso com a sustentabilidade das operações no longo prazo e uma busca pela redução da exposição à China, continua trazendo forte geração de caixa mesmo em um ambiente de desaceleração global.

Em metais para transição energética, apesar do desafio de custos e da necessidades de revisões baixistas de *guidance*, o *ramp up* de Salobo III e o anúncio de parcerias vêm contribuindo não apenas com a entrega de melhores resultados, mas também na geração de valor dos ativos.

Enquanto a companhia progride na descaracterização de barragens menos seguras, o **alto nível de retorno** entregue aos acionistas – sem deixar de lado a manutenção de uma **alocação de capital disciplinada** – via pagamento de dividendos e programas de recompra de ações já trouxe um *yield* em torno de 30% aos investidores desde 2021, devendo seguir elevado em 2024 na perspectiva de manutenção de um fluxo de caixa ainda bastante robusto.

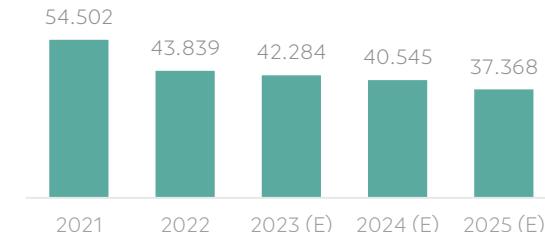
Fonte: Vale, BB Investimentos.

Riscos

(i) Desaceleração da atividade industrial global acima do esperado, sobretudo na China, afetando a demanda de minério de ferro e desencadeando um excesso de oferta no mercado transoceânico; (ii) queda significativa nos preços de minério de ferro ou elevada apreciação do real; (iii) incrementos substanciais de custos de produção, incluindo os custos de carvão e logística; (iv) falha em proceder com sua estratégia de parcerias e expansão dos ativos do segmento de metais para transição energética; (v) quaisquer mudanças estruturais na dinâmica da indústria siderúrgica global, que ameace o mercado mundial de minério de ferro; e (vi) novos litígios relacionados aos eventos ocorridos com a Samarco ou em Brumadinho, que possam impactar o balanço da companhia com provisões ou despesas adicionais não previstas.

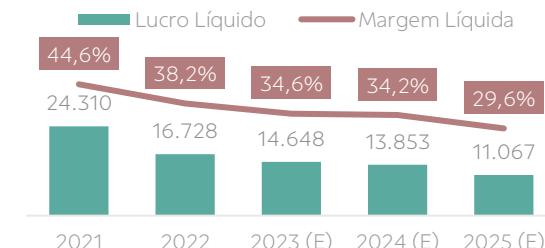
Receita Líquida

US\$ milhões



Lucro Líquido e Margem Líquida

US\$ milhões e %





Papel e Celulose

Dezembro 2023

Por **Mary Silva, CNPI-P**
Melina Constantino, CNPI-P

menu

Papel e Celulose

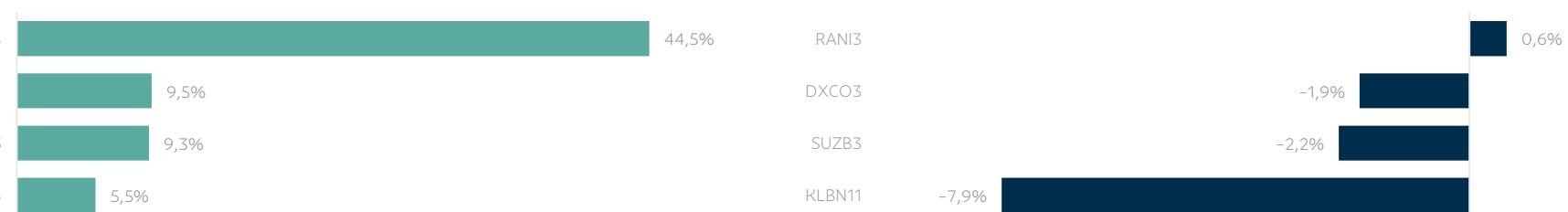
Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB 2024: n/a.



Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2024 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2024e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2024e	EV/EBITDA Média 5 anos
DEXCO	DXCO3	7,41	n/a	-	-	6.113,2	4.380,7	17,3	17,3	6,5	8,1
KLABIN	KLBN11	20,64	24,00	16,3%	Neutra	23.214,4	22.683,2	11,9	16,0	7,2	7,7
IRANI	RANI3	10,60	n/a	-	-	2.665,6	763,7	9,0	9,5	6,6	6,0
SUZANO	SUZB3	49,75	62,00	24,6%	Neutra	67.357,9	57.522,0	10,1	16,2	6,4	6,5

Performance em 2023

%



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 07/12/2023)

Papel e Celulose

Celulose | O contexto macroeconômico e os fundamentos mais desafiadores do mercado de celulose pressionaram os preços da commodity no primeiro semestre do ano. A partir do 3T23 houve importante recuperação da demanda na China, suportando recuperação de preços que devem se refletir nos resultados do setor nos próximos trimestres.

Recuperação de demanda na China suportou reajustes de preços

Em 2023, diversos fatores macroeconômicos influenciaram a demanda por celulose, entre eles a expectativa de um crescimento global mais lento, especialmente na China, e a possibilidade de recessão nos EUA e Europa. Tais fatores, somados à expectativa de entrada de novas capacidades ao longo do ano, pressionaram de forma brusca os preços da commodity no primeiro semestre. Contudo, houve recuperação da demanda na China em função de um processo de reestocagem, cujo volume consolidado das importações até outubro já superou em mais de 20% o volume do mesmo período do ano passado, retomada que suportou reajustes de preços da celulose.

As perspectivas para o último trimestre do ano, que é sazonalmente mais favorável, e para o início de 2024, englobam os reflexos dos aumentos de preços já implementados. Entretanto, a continuidade dessa elevação de preços da celulose parece mais improvável no curto prazo diante da ausência de catalisadores, não apenas em função da esperada desaceleração econômica global, em especial no hemisfério norte, mas também pela novas capacidades previstas para entrar em operação ao longo do próximo ano.

No segundo semestre de 2024, por exemplo, está previsto o início das operações do Projeto Cerrado da Suzano, com o incremento de capacidade (+2,5 milhões de toneladas de celulose de eucalipto por ano, em pleno potencial) podendo começar a impactar a formação de preços da commodity já a partir do 4T24. No lado positivo, a inflação de insumos nos últimos anos alterou a estrutura de custos da indústria como um todo (elevando o custo marginal), o que torna mais desafiador para as empresas viabilizarem novos projetos para o longo prazo.

Fonte: Bloomberg, BB Investimentos.

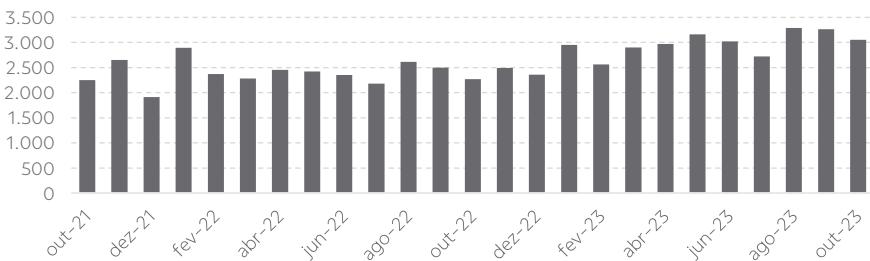
Produção global de celulose

Mt e % relação embarques/capacidade (eixo direito)



Importações de celulose na China

Mt



Papel e Celulose

Celulose | As exportações brasileiras de celulose desaceleraram em 2023, enquanto as exportações globais ficaram praticamente estáveis. EUA e China são os principais destinos dos embarques brasileiros da commodity.



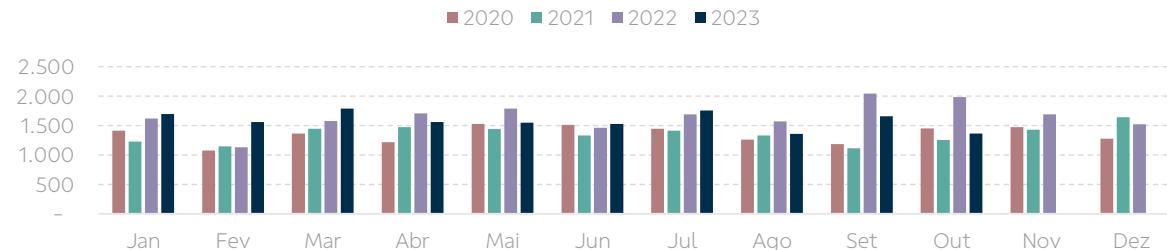
Queda das exportações brasileiras

Em 2023¹, as exportações globais de celulose ficaram praticamente estáveis, com crescimento tímido de 1,1% em relação ao mesmo período do ano anterior. Já as exportações brasileiras apresentaram queda de ~5,0%¹, com retração relevante nos meses de setembro e outubro, que haviam sido de embarques bastante acima da média em 2022 na comparação com os últimos anos. A receita total somou US\$ 6,6 bilhões, queda de 5,5% a/a. A China foi o principal destino das exportações brasileiras, com 47,2% do total, seguida pelos Estados Unidos, com 15,6%, ambos com ganho de participação em relação a 2022.

As incertezas em relação ao crescimento econômico global limitaram a demanda por celulose em 2023. A desaceleração da indústria impulsionou a queda nos custos de produção, que combinada ao aumento da oferta da commodity, em razão das adições de capacidades no 2S23, devem manter desafiadora a possibilidade de uma correção mais consistente nos preços de celulose no início de 2024, mesmo que a sazonalidade favorável do último trimestre do ano e o início da recomposição de estoques na China possa indicar uma aceleração da demanda.

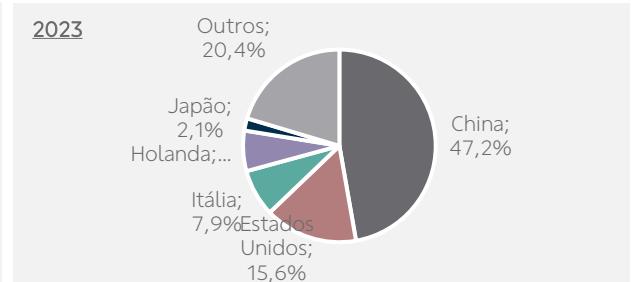
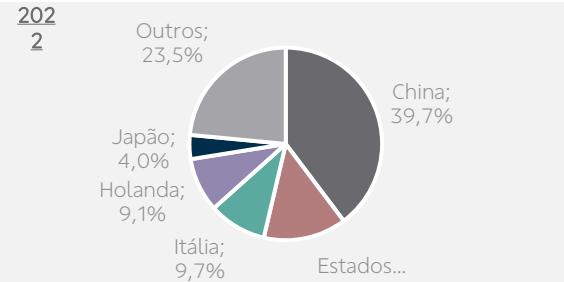
Exportações brasileiras de celulose

Mt



Destinos das exportações¹

% dos embarques em US\$



Fonte: Bloomberg, SECEX, BB Investimentos. (1) Considerando o acumulado entre jan-out/2023

Papel e Celulose

Papel | A categoria de imprimir e escrever segue em forte tendência de desaceleração, especialmente em mercados mais maduros. No Brasil, a expedição de papelão ondulado se mantém resiliente, mas perdeu força na primeira metade do ano, o que pode estar associada à retração do consumo para exportações de carnes.



Demanda enfraquecida

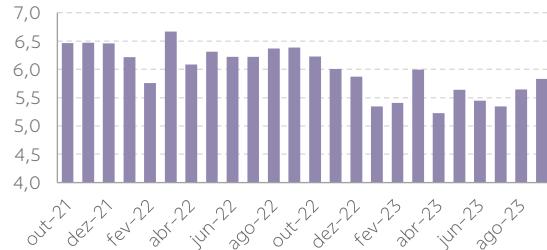
A demanda global de papéis para Imprimir e Escrever recuou 11,3% a/a no acumulado de 2023 até setembro. O segmento segue em forte tendência de desaceleração desde o início da pandemia em razão do avanço e ampliação do acesso às mídias eletrônicas, especialmente em mercados mais maduros.

Já a demanda global de papel cartão teve queda de 1,8% a/a, no mesmo período, puxada pelo recuo na América do Norte (-4,2% a/a) e Europa (-2,0% a/a), em linha com o cenário inflacionário nessas regiões e o enfraquecimento do consumo, em geral, impactando o segmento de embalagens.

No Brasil, a expedição de papelão ondulado permaneceu resiliente, com demanda influenciada pelas vendas via e-commerce e delivery, mas apresentou leve queda, na comparação com o mesmo período do ano anterior, o que pode ser explicado, em parte, pela retração das exportações brasileiras de carnes, um dos segmentos que impulsiona o consumo de papelão ondulado.

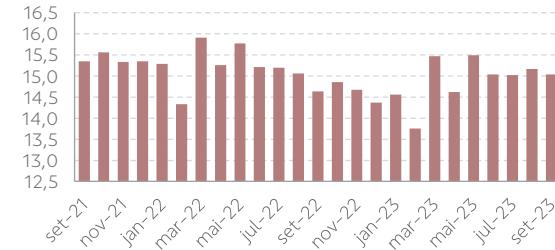
Demanda global – Imprimir e Escrever

Mt



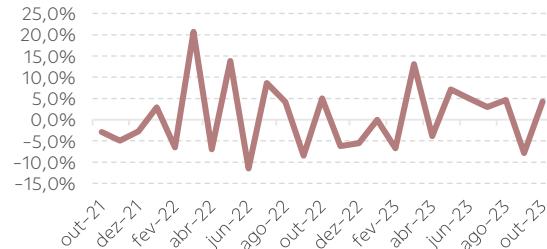
Demanda global – Papel Cartão

Mt



Produção de Papelão Ondulado – Brasil

% m/m



Demanda Am. do Norte – Papel Cartão

kton



Fonte: Bloomberg, IBGE, BB Investimentos.



BB INVESTIMENTOS

Petróleo e Gás

Dezembro 2023

Por Daniel Cobucci, CNPI-P

menu

Petróleo e Gás, Açúcar e Etanol

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB 2024: JALL3, PETR4 e VBBR3.



Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2024 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2024e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2024e	EV/EBITDA Média 5 anos
Petróleo e Gás											
BRASKEM	BRKMS	17,68	27,00	52,7%	Neutra	14.335,1	36.565,6	n/a	32,2	7,1	5,1
PETROBRAS	PETR3	35,45	42,00	18,5%	Compra	461.117,1	216.351,0	3,6	339,7	2,5	3,5
PETROBRAS	PETR4	33,42	42,00	25,7%	Compra	461.117,1	216.351,0	3,4	305,5	2,5	3,5
ULTRAPAR PARTICIPACOES	UGPA3	25,50	20,00	-21,6%	Neutra	28.493,7	6.689,2	17,8	15,2	7,4	7,4
VIBRA ENERGIA	VBBR3	21,99	27,50	25,1%	Compra	25.571,8	13.246,0	11,1	11,5	7,1	8,2
Sucroalcooleiro											
JALLES MACHADO	JALL3	7,76	12,50	61,1%	Compra	2.266,2	2.328,2	7,8	7,0	3,5	3,0
SAO MARTINHO	SMTO3	29,33	42,00	43,2%	Neutra	10.146,0	6.548,9	8,0	9,4	3,3	4,4

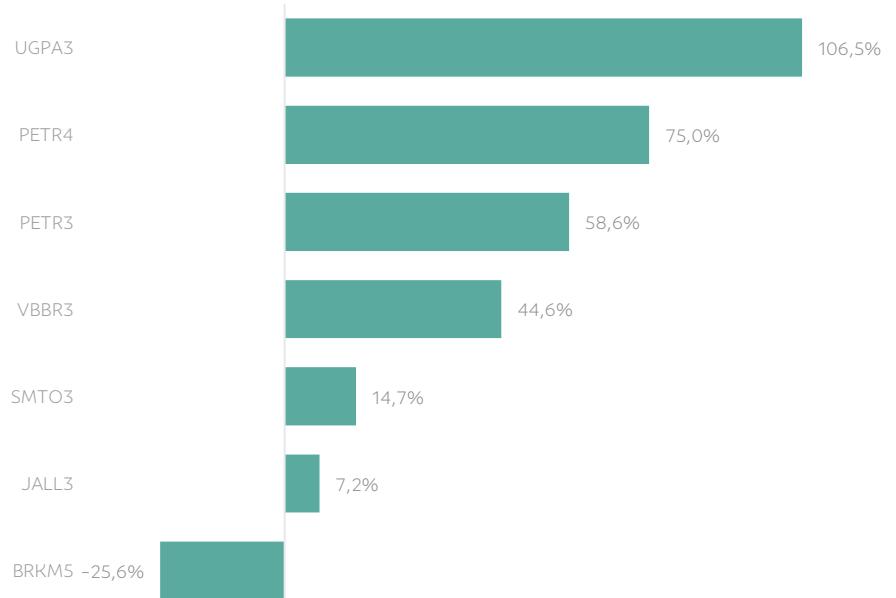
Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 07/12/2023)

Petróleo e Gás, Açúcar e Etanol



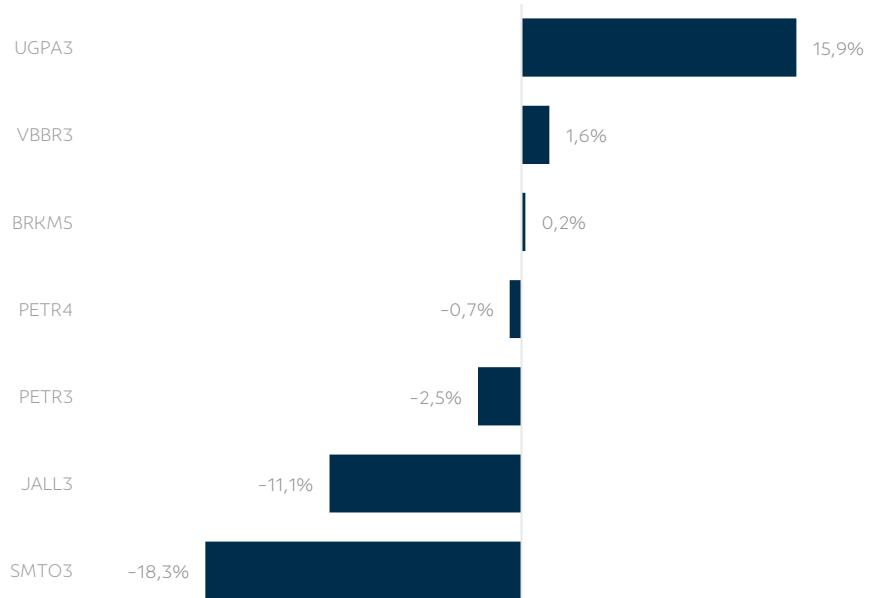
Performance em 2023

%



Performance 1 mês

%



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 07/12/2023)

Petróleo e Gás

Em 2023, o setor de O&G teve um forte aumento na produção, o que deve seguir como uma tendência para os próximos anos, conforme projetos já anunciados. Esperamos que Petrobras atue de forma mais integrada, enquanto as petroleiras independentes devem ter ganhos de escala, apesar dos desafios com custos.



_No Brasil, a produção total de petróleo em 2023 (jan-out) teve um forte aumento de 11,5% a/a, com menor número de paradas para manutenção e entrada em operação de novos sistemas produtivos da Petrobras, além de uma expansão na produção das petroleiras independentes. Os últimos quatro meses (vide gráfico) sinalizam uma aceleração desse movimento.

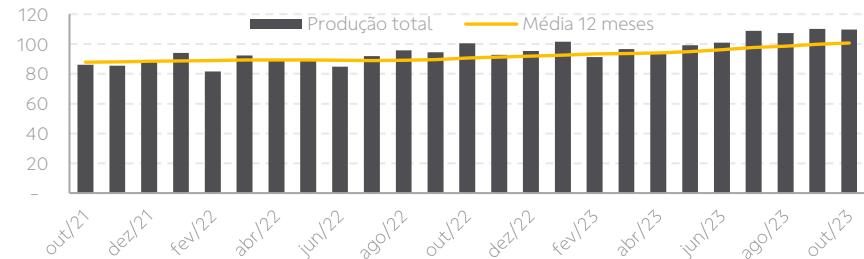
_O ano de 2023 foi marcado pela mudança no posicionamento da Petrobras, que deixou de vender ativos, modificou suas políticas de dividendos e comercial, além de ter estabelecido diretrizes para entrada no segmento de energias renováveis em seu mais recente plano quinquenal.

_Para 2024, devemos ver uma continuidade do *ramp up* na produção, tanto pelas plataformas recém instaladas da Petrobras, como pela previsão do novo sistema de Mero 3 e atuação das petroleiras independentes na revitalização de poços. Na área de refino, estão no pipeline modernizações e upgrades, com destaque para o papel de conteúdos renováveis, como HVO*, SAF e biorefino. Também esperamos anúncios de projetos mais ligados a energias renováveis, com novas aquisições e parcerias estratégicas, a exemplo do que companhias globais do setor têm feito, notadamente em eólica e hidrogênio.

_Com tal cenário, esperamos que as companhias independentes sigam fortalecendo sua atuação, além de uma Petrobras mais integrada, mantendo o foco no pré-sal, mas também criando um caminho de diversificação ligado à transição energética, o que deve resultar em um menor patamar de dividendos no curto prazo, mas possibilitar uma atuação em segmentos que devem complementar o portfólio para demandas futuras.

Brasil: produção total de petróleo e gás

Mil boe



Venda de combustíveis líquidos (acumulado jan-out)

% a/a

Mil m³	Jan-Out-2023	a/a
Etanol hidratado	12.607.981	-2,9%
Gasolina C	38.230.960	9,8%
Óleo diesel	54.649.639	3,3%
Óleos combustíveis	1.549.240	-0,6%
QAV	5.399.946	12,7%
Ciclo otto	50.838.941	6,3%
Diesel	54.649.639	3,3%
Outros	6.394.990	9,3%
Total	112.479.067	5,0%

Fonte: ANP, Petrobras, Sindicom, BB Investimentos. *HVO: tipo de diesel renovável, produzido com base em óleo vegetal hidratado; SAF: combustível de aviação baseado em fontes renováveis.

Petróleo e Gás: distribuição de combustíveis

Em 2023, houve crescimento moderado no volume de vendas de combustíveis líquidos, mas com desafios para as margens devido à concorrência com produtos importados. Para 2024, esperamos uma continuidade desse movimento, mas com margens mais normalizadas em patamares ligeiramente superiores.

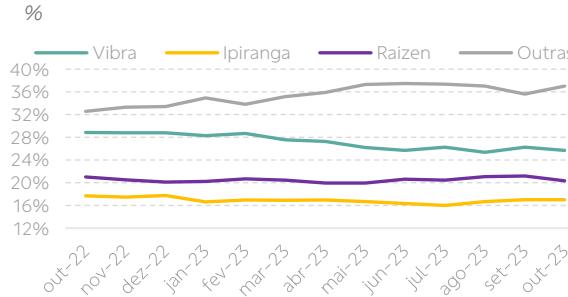


Em 2023 (jan. a out.), a venda de combustíveis líquidos teve um incremento de 5% a/a (jan-out), como resultado de uma recuperação da atividade econômica e do aumento nas vendas de veículos novos (+9,7% a/a no período janeiro a outubro, segundo a Anfavea), apesar da queda de 2,9% a/a nas vendas de etanol, cuja competitividade foi afetada pela queda nos preços da gasolina, acompanhando os menores preços de petróleo. Entre as companhias listadas, Raízen e Ipiranga (Ultra) tiveram uma estabilidade no volume de vendas no acumulado do ano, ao passo em que a Vibra teve uma redução de 3% a/a, no mesmo período (jan-out). A companhia ainda assim reportou bons resultados recentemente, graças a uma retomada nas margens de comercialização. A Vibra é novamente a nossa seleção para o setor.

Para 2024, esperamos uma modesta elevação no volume de vendas, na ordem de 0,8%, com uma dinâmica na qual a importação de derivados tem papel menor do que teve neste ano. Também esperamos aumento na diversificação das linhas de negócio para oferecer produtos voltados para energia renovável, em negócios voltados para biometano, SAF, E2G* e biocombustíveis.

Fonte: ANP, Sindicom, BB Investimentos. *E2G: etanol celulósico ou de segunda geração, produzido a partir dos resíduos originados do processo de fabricação do etanol comum e do açúcar.

Participação de mercado %



Raízen

Metros cúbicos (linha: media últimos seis meses)



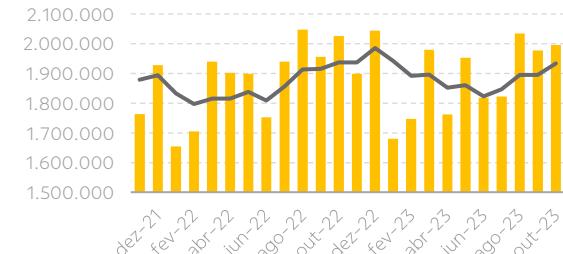
Vibra

Metros cúbicos (linha: media últimos seis meses)



Ipiranga

Metros cúbicos (linha: media últimos seis meses)



Seleção Petróleo e Gás: Petrobras

A Petrobras segue com múltiplos atrativos em relação a seus pares de mercado, ao mesmo tempo em que mantém uma agenda robusta de novos sistemas de produção, custos reduzidos e um bom patamar de dividendos.



Tese de Investimentos

A companhia vem apresentando bons resultados operacionais e financeiros, com redução de custos operacionais e menor patamar de alavancagem, mantendo boas perspectivas de geração de caixa. A companhia apresentou, em novembro, o novo plano estratégico 2023-27, que entendemos como positivo, já que mesmo aumentando o capex em transição energética, manteve o teto dessa categoria de investimentos em 11% do total, abaixo do máximo anunciado, que era de ficar dentro do range 6% a 15%. O principal aspecto do plano foi não ter apresentado guinadas em dimensões que estão funcionando bem, ou seja, continuidade de foco no pré-sal, manutenção do endividamento abaixo de US\$ 65 bilhões e a mesma política de distribuir 45% do fluxo de caixa livre. As mudanças aprovadas ao longo deste ano para a nova política de preços e política de dividendos também trouxeram alívio aos investidores, que tinham receio de alterações menos favoráveis. O EV/EBITDA 2023E está em 2,7x, ante 4,0x dos pares de mercado, deixando a relação risco/retorno favorável, em nossa opinião.

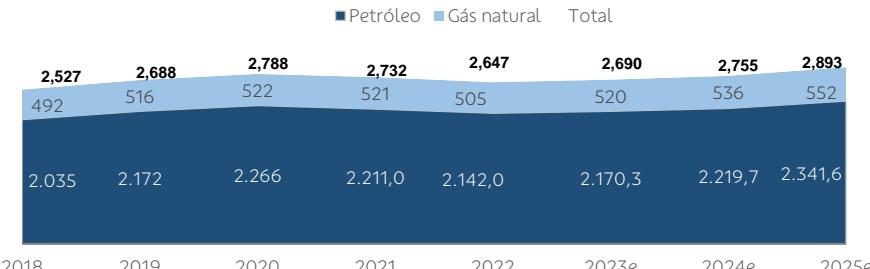
Riscos

(i) Volatilidade nos preços do petróleo; (ii) mudanças na política de preços da empresa; (iii) risco de execução de projetos em andamento e futuros; (iv) resultado desfavorável de discussões judiciais, inclusive tributárias e trabalhistas; (v) com a entrada no segmento de renováveis, eventual alocação de recursos em projetos com retornos menores do que o custo de capital da companhia; (vi) volatilidade cambial; (vii) alterações nos instrumentos de governança em desfavor dos acionistas minoritários.

Fonte: ANP, Petrobras, BB Investimentos.

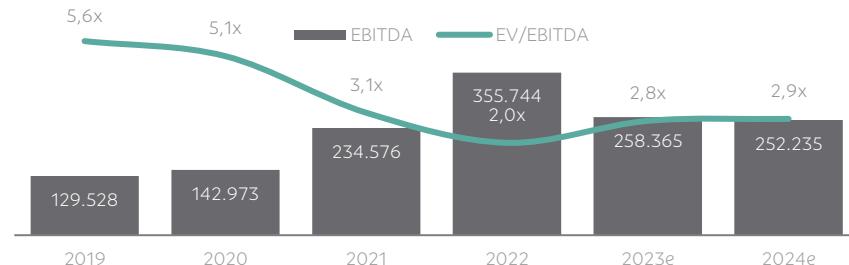
Produção de petróleo e gás natural

Mil barris/dia



EBITDA Ajustado e EV/EBITDA - Estimativas BB-BI

R\$ milhões e múltiplo



Seleção Petróleo e Gás: Vibra

A Vibra reduziu seus custos operacionais, melhorou a rentabilidade e está buscando diversificar seu portfólio de produtos energéticos com parcerias e aquisições. O desafio é a retomada de participação de mercado sem perder o bom nível de margens apresentados recentemente.



Tese de Investimentos

A companhia tem potencial de crescimento no negócio atual de distribuição de combustíveis e também com o redirecionamento nos investimentos feitos ao longo dos últimos anos, à medida em que investimentos em energia (Comerc) devem crescer em participação nos resultados ao mesmo tempo em que trazem oportunidades de sinergias e diversificação para as receitas.

O ano de 2023 mostrou que, mesmo em um contexto de elevada competitividade no setor, com preços afetados pela disponibilidade de produtos importados mais baratos (diesel de origem russa), a companhia conseguiu entregar um bom resultado na rede de postos, com crescimento de margens, apesar de números mais fracos no segmento de grandes consumidores.

Em termos operacionais, a Vibra segue com a maior participação de mercado, mantendo a liderança, apesar de o segmento ainda estar reagindo lentamente em relação à recuperação de volumes.

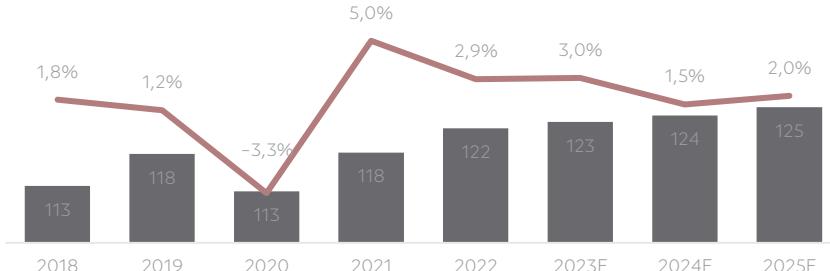
Riscos

- (i) Menor ritmo de crescimento da frota de automóveis, agravada por dificuldades de expansão da indústria; (ii) riscos de execução e/ou crescimento menor do que o esperado nas novas linhas de negócio e (iii) concorrência mais intensa na distribuição de combustível no varejo, o que pode afetar as margens da empresa e/ou a capacidade de embandeirar novos postos de combustível; (iv) mudanças regulatórias que busquem reduzir a concentração da participação de mercado nas três maiores empresas listadas.

Fonte: ANP, Vibra, BB Investimentos.

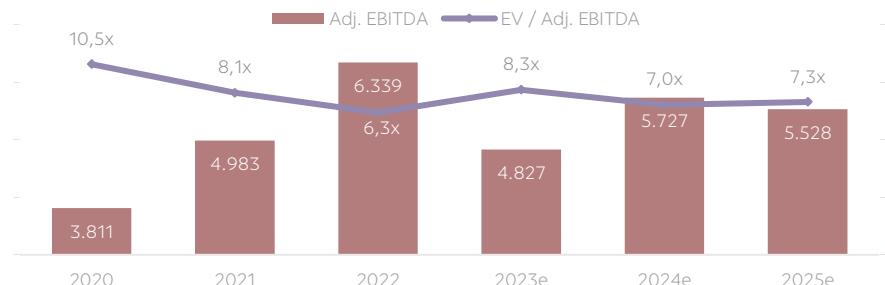
Venda de combustíveis líquidos e PIB

Milhões de litros e variação anual do PIB



EBITDA Ajustado e EV/EBITDA - Estimativas BB-BI

R\$ milhões e múltiplo



Sucroalcooleiro



Boas expectativas para a safra 2024/25, com preços de açúcar favorecidos pela previsão de déficit global, devido à queda na produção como consequência do fenômeno El Niño. Etanol deve seguir com competitividade limitada em relação à gasolina, dada a expectativa de preços moderados de petróleo.

A ISO (International Sugar Organization) projeta um crescimento na produção de açúcar na ordem de 4,7%, dado que o aumento nas produções do Brasil e da Índia deve compensar o declínio na Tailândia e no Paquistão. O consumo deve bater novo recorde devido ao crescimento em mercados como a Índia e o Paquistão, 1,1%, ante crescimento de 0,7% no consumo global.

Já no cenário doméstico, a Conab projeta que a moagem de cana-de-açúcar deve atingir 653 milhões de toneladas na safra 2023/2024, o que representa um crescimento de 6,9% sobre a safra anterior. O crescimento da produção de etanol deve ser de 4,5%, enquanto a produção de açúcar deve crescer 11%, diferença de mix que está associada à menor competitividade do etanol, já que produtores que possuem flexibilidade tem aproveitado o bom momento de preços no cenário global para aumentar posições de hedge.

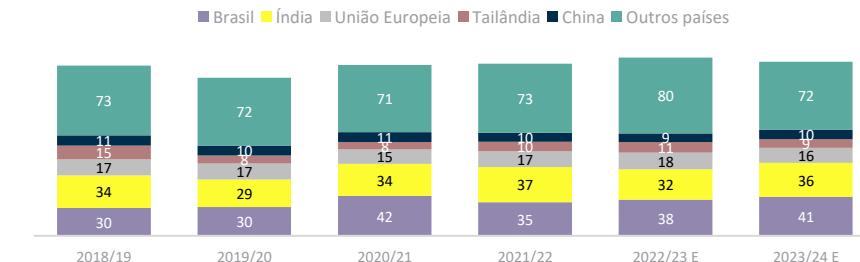
Os preços de açúcar no mercado internacional devem se manter elevados, com a previsão de déficit global, enquanto os preços de etanol seguem limitados pela competitividade do biocombustível frente à gasolina, cuja expectativa é de estabilidade ante 2023. O cenário pós pandemia, que trouxe alta em custos, como fertilizantes e diesel, já mostra sinais de arrefecimento, o que pode se traduzir em melhores margens de comercialização.

Nossa seleção para o setor em 2024 é a Jalles, que ampliou recentemente sua capacidade de moagem e está implementando uma nova usina de açúcar, o que entendemos ainda não estar plenamente precificado pelo mercado, vide os múltiplos descontados.

Fonte: Conab, UNICA, USDA e BB Investimentos.

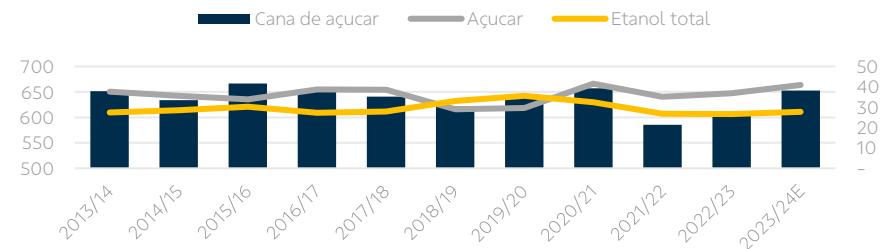
Produção global de açúcar

Milhões de toneladas métricas



Balanço da safra (Brasil)

Cana de açúcar e açúcar: milhões de toneladas; Etanol: bilhões de litros



Seleção Sucroalcooleiro: Jalles

A Jalles tem boas condições de seguir aproveitando o bom momento nos preços de açúcar no mercado internacional, ao passo em que alguns dos custos mais elevados do pós pandemia já arrefeceram e devem favorecer a geração de caixa. Também se destaca a aquisição de nova usina, que deve elevar a produção.



Tese de Investimentos

A Jalles é a maior exportadora de açúcar orgânico do mundo, além de produzir etanol e atuar nos mercados de cogeração de energia, produtos saneantes e levedura. Uma das vantagens é que a companhia foca em produtos de maior valor agregado, o que resulta em um terço de suas receitas estarem associadas a produtos não commodity, com destaque para o açúcar orgânico, o que implica em uma volatilidade nas receitas menor do que a de seus pares.

A companhia divulgou bons dados na conclusão da moagem da safra 2023/24, com robusto crescimento na produção, fruto da aquisição da Usina Santa Vitória (USV), que adicionou 2.031,4 milhões de toneladas de cana, o que deve resultar em aumento de 20% na receita líquida. O início das obras para implementação de usina de cana de açúcar e a fixação de preços para essa produção foi um acerto por parte da companhia, já que deve capturar boa parte dos altos níveis de preço do adoçante, dado que a USV atualmente só produz etanol.

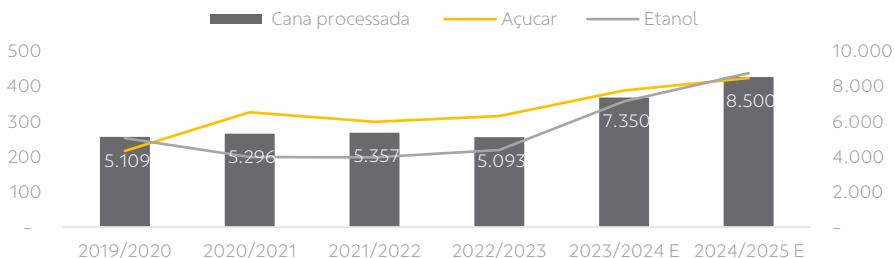
Riscos

(i) Queda significativa nos preços internacionais de açúcar; (ii) Novas políticas e/ou intervenções dos principais produtores globais de açúcar, como Índia e Tailândia; (iii) Redução em preços ou nos tributos de petróleo e de combustíveis líquidos, que possam afetar a competitividade do etanol; (iv) Incrementos substanciais de custos de produção, incluindo os custos de fertilizantes, fretes e logística; (v) Variações cambiais podem impactar a dívida da companhia, além das receitas em moeda estrangeira e a estratégia de hedge.

Fonte: Jalles, Única, Conab e BB Investimentos.

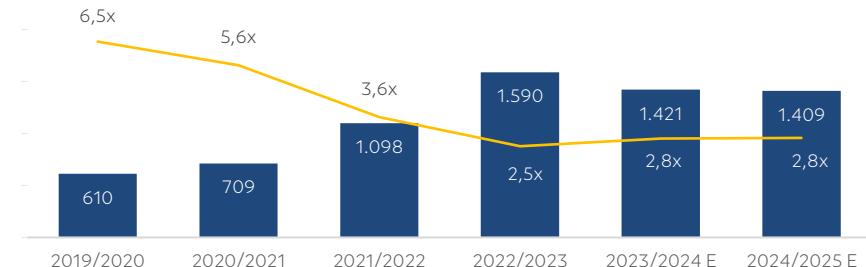
Venda de combustíveis líquidos e PIB

Cana (eixo dir.) e Açúcar (eixo esq.): milhões de ton.; Etanol (eixo esq.): milhões de m³



EBITDA Ajustado e EV/EBITDA - Estimativas BB-BI

R\$ milhões e múltiplo





Agronegócios, Alimentos e Bebidas

Dezembro 2023

Por Mary Silva, CNPI-P
Melina Constantino, CNPI-P

menu

Agronegócios, Alimentos e Bebidas

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB 2024: JBSS3.



Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2024 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2024e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2024e	EV/EBITDA Média 5 anos
AMBEV	ABEV3	14,08	16,00	13,6%	Compra	225.122,3	-11.829,3	14,3	17,9	7,3	9,8
MINERVA	BEEF3	7,21	18,00	149,7%	Compra	4.366,4	6.733,4	5,3	6,7	4,1	4,7
BRF	BRFS3	13,70	14,00	2,2%	Neutra	22.831,2	17.606,2	102,0	205,8	6,2	6,6
JBS	JBSS3	23,60	32,00	35,6%	Compra	52.480,6	87.476,5	11,6	6,9	5,8	4,7
M DIAS BRANCO	MDIA3	36,97	48,00	29,8%	Compra	12.607,4	1.892,3	10,1	14,1	7,0	10,7
MARFRIG	MRCG3	9,29	10,94	17,8%	Neutra	8.995,2	41.877,0	90,2	10,4	7,5	4,8
OURO FINO	OFSA3	22,35	25,00	11,9%	Neutra	1.207,4	247,3	12,9	14,8	6,1	10,7
SLC AGRICOLA	SLCE3	38,50	50,00	29,9%	Compra	8.774,2	5.472,5	7,5	8,3	4,9	6,0

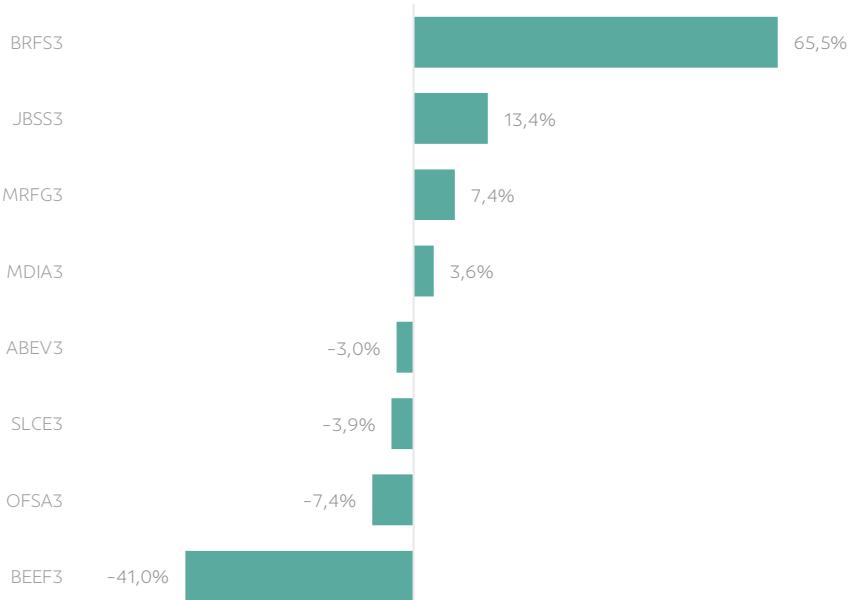
Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 07/12/2023)

Agronegócios, Alimentos e Bebidas



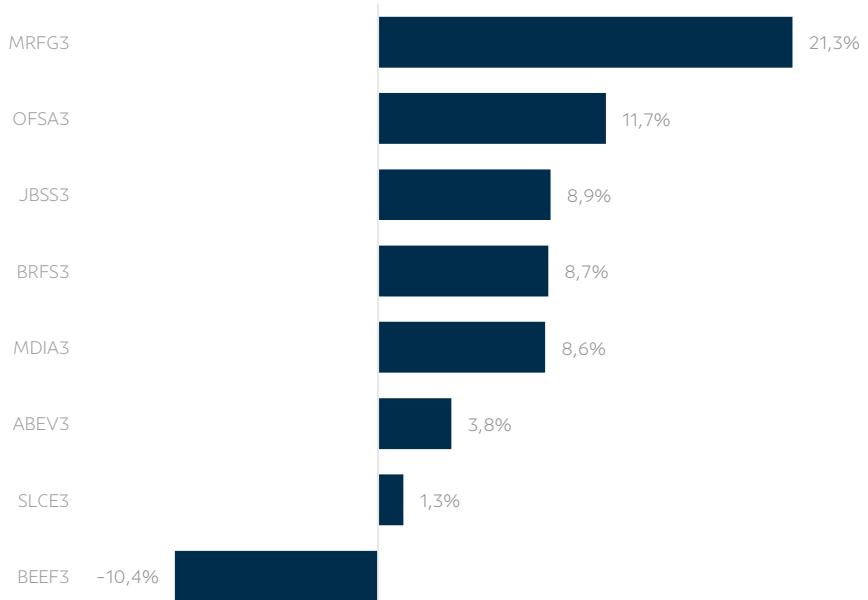
Performance em 2023

%



Performance 1 mês

%



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 07/12/2023)

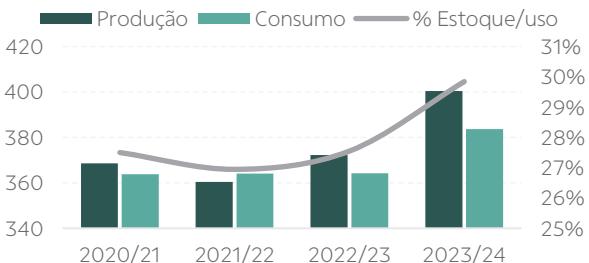
Agronegócios: soja e milho

Panorama | As perspectivas de uma produção global que excede o consumo para a próxima safra resultam em estoques finais mais confortáveis tanto para a soja quanto para o milho, o que têm segurado os preços dos grãos em patamares mais baixos do que a média dos últimos anos.



Soja – Produção e consumo global

Milhões de toneladas



Soja – Preço futuro (1º vencimento)

CBOT - USD/bu



Milho – Produção e consumo global

Milhões de toneladas



Milho – Preço futuro (1º vencimento)

CBOT - USD/bu



Alívio nos estoques mundiais

No cenário global, o USDA¹ projeta crescimento de 8% na produção de soja para a safra 2023/24, para algo próximo de 400 milhões de toneladas, em razão do aumento da produção brasileira e, principalmente, da recuperação na Argentina, que sofreu com a seca na safra passada. O consumo, no entanto, deve crescer em menor proporção, cerca de 5%, ocasionando o aumento dos estoques finais da oleaginosa. A oferta abundante tem pressionado os preços, que atingiu o piso em meados de outubro, mas as preocupações recentes com o clima na América do Sul voltaram a impulsionar as cotações de volta ao patamar acima dos USD 13,00/bu.

O atraso do plantio da safra brasileira de soja pode trazer consequências para a 2ª safra de milho no país, podendo ocasionar uma redução maior do que o previsto para a área plantada do cereal. No entanto, por ora, a expectativa de uma produção global que também excede o consumo na próxima safra continua restringindo a recuperação de preços de milho na bolsa de Chicago.

¹ De acordo com o relatório mensal de 09/11/23. | Fontes: USDA, Bloomberg, BB Investimentos

Agronegócios: soja e milho

Mercado climático | Os meses de novembro e dezembro marcam o início de plantio das safras de verão no Brasil e as atenções do mercado se voltam às condições climáticas no país e na região. A presença e a intensidade do El Niño trazem alertas adicionais no acompanhamento das lavouras.

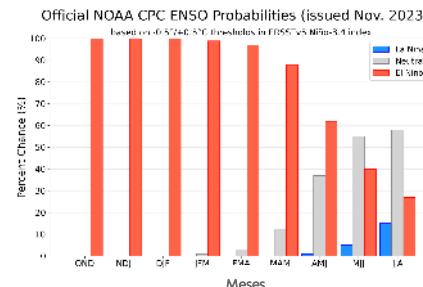


De acordo com o Instituto Nacional de Meteorologia (INMET), desde junho de 2023, as condições de temperatura da superfície do mar mostram **padrão típico do fenômeno El Niño**, que se caracteriza por uma faixa de águas quentes em grande parte do Oceano Pacífico Equatorial. No Brasil, o fenômeno costuma provocar volumes de chuvas acima da média na região Centro-Sul e abaixo da média na região Norte e Nordeste.

As previsões climáticas apontam para a continuidade da ocorrência do El Niño nos próximos meses e uma probabilidade acima de 60% dele se estender até o final do primeiro semestre de 2024. Ainda, os modelos climáticos sugerem que, em seu pico (novembro a janeiro), o El Niño possa ser classificado com intensidade **moderada a forte** (quando a temperatura do oceano aumenta em ~1,5°).

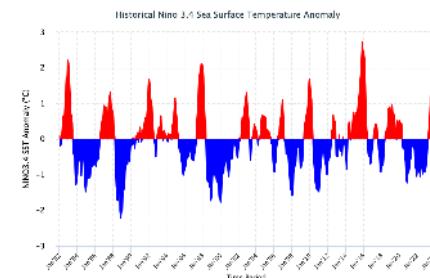
As **precipitações irregulares nas regiões produtoras brasileiras** ocasionaram atraso de plantio da soja e do milho para a safra 2023/24, segundo o boletim da Conab do mês de dezembro, no qual as estimativas de produtividade para a soja e o milho foram ligeiramente reduzidas, na comparação com as projeções do mês anterior.

Probabilidade de ocorrência do El Niño¹



Histórico da anomalia de temperatura¹

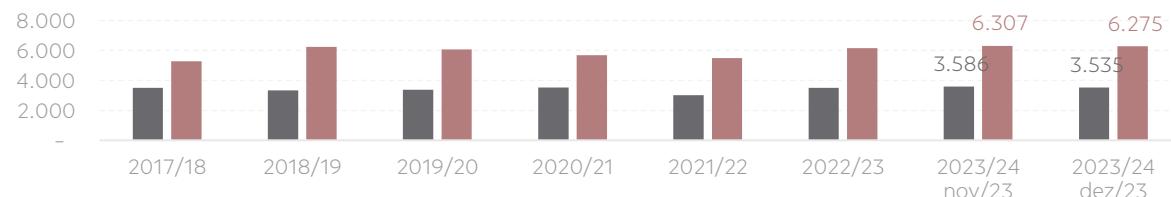
Em graus celsius



Safra brasileira: produtividade

Kg/ha

■ Soja ■ Milho



¹ Images provided by The International Research Institute for Climate and Society, Columbia University Climate School - <https://iri.columbia.edu/ENSO> | Fontes: IRI ENSO, Conab, INMET, BB Investimentos.

Agronegócios: soja e milho Brasil

Cenário Brasil | Ainda que os desafios climáticos tenham se tornado mais presentes, as projeções continuam apontando para um novo recorde na produção de soja para a próxima safra.



Novo recorde para a soja

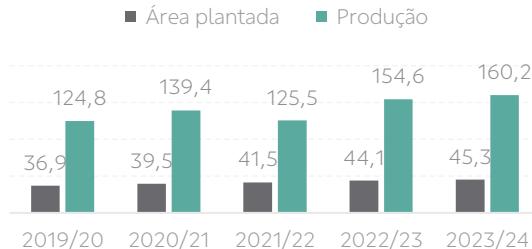
As projeções oficiais da Conab ainda apontam para mais uma **produção recorde de soja** na safra brasileira de 2023/24, que deve totalizar 160,2 milhões de toneladas. No entanto, houve redução de 2,24 milhões de toneladas em relação à projeção do mês passado, motivada por uma menor produtividade em razão das adversidades climáticas em decorrência do El Niño. O plantio continua atrasado em todas as áreas produtoras, com o excesso hídrico prejudicando a semeadura no Rio Grande do Sul e a falta de precipitações atrasando o plantio em outras regiões. Em relação ao **milho**, as mesmas adversidades climáticas também ocasionaram atraso de plantio da primeira safra, ao mesmo tempo em que a queda na cotação do cereal motivou o produtor a destinar parte da área de milho para o plantio de soja ou algodão, que possuem rentabilidades mais atrativas.

O Brasil deve se manter como o maior exportador de soja do mundo em 2024, superando as 100 milhões de toneladas pelo segundo ano consecutivo. Já para o milho, a expectativa é de uma redução das exportações, em linha com a menor produção e a maior oferta do cereal no mercado internacional.

Fontes: Conab, CEPEA-ESALQ, BB Investimentos.

Soja – área plantada e produção

Área em milhões de hectares e produção em milhões de toneladas



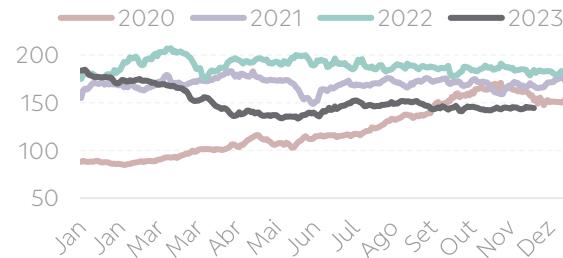
Milho – área plantada e produção

Área em milhões de hectares e produção em milhões de toneladas



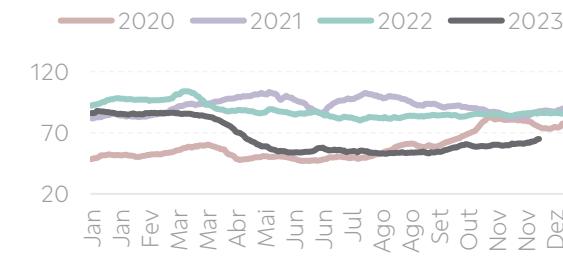
Soja - Preços históricos

Indicador CEPEA/ESALQ (R\$/saca - 60kg)



Milho - Preços históricos

Indicador CEPEA/ESALQ (R\$/saca - 60kg)



Alimentos e bebidas: proteínas

Carne bovina | A produção de carne bovina nos EUA deve retrair em 2024, afetada pela menor disponibilidade de animais para abate. Por outro lado, no Brasil, o aumento da oferta de animais e a retomada do consumo doméstico da proteína devem estimular o aumento da produção no país.



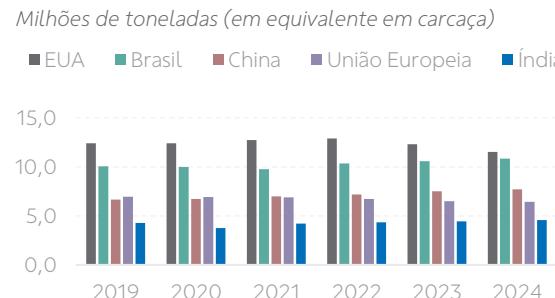
Contexto global

Em 2024, de acordo com o USDA, a produção global de carne bovina deve ficar praticamente estável. O aumento da produção no Brasil, China e Índia deve ser compensado, principalmente, pela queda da produção nos EUA, que continuará enfrentando um cenário com menor disponibilidade de animais para abate no próximo ano. Como consequência, as exportações norte-americanas de carne bovina devem retrair, abrindo espaço para Brasil, Argentina e Austrália ganharem ainda mais relevância nas exportações globais da proteína.

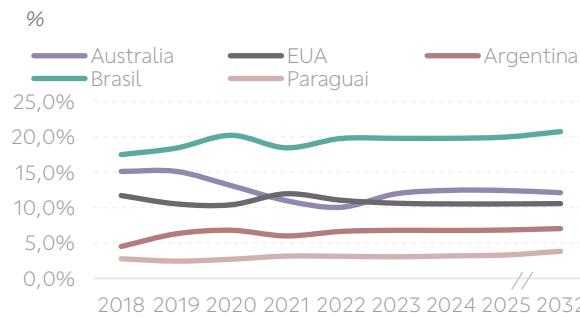
No Brasil, o consumo doméstico de carne bovina deve ganhar força em 2024 na comparação com os últimos anos, em linha com a recuperação esperada da economia doméstica. No mercado externo, a China deve continuar como principal destino das exportações brasileiras da proteína – representou mais de 60% do total embarcado pelo país no acumulado de janeiro a outubro de 2023 – embora o crescimento esperado das importações chinesas de carne bovina para a próxima década seja bem mais modesto em relação ao crescimento médio dos últimos anos.

Fontes: USDA, OECD-FAO, Secex, BB Investimentos.

Produção de carne bovina

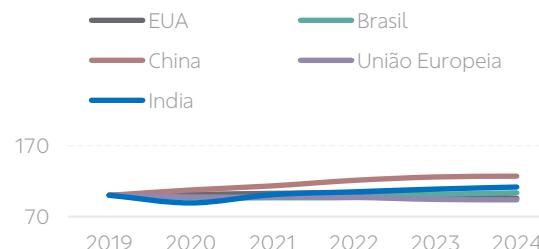


Participação nas exportações globais

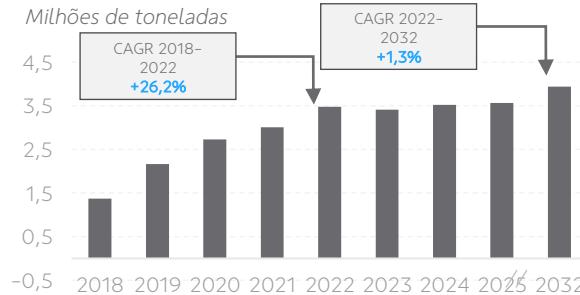


Variação do consumo doméstico

Base 100 – ano de 2019



Importações chinesas de carne bovina



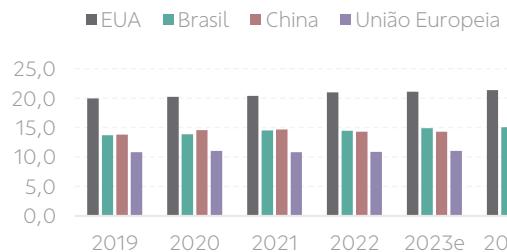
Alimentos e bebidas: proteínas

Carne de frango | A acomodação de custos com ração animal e a demanda resiliente por proteínas com preços mais acessíveis, diante do menor crescimento econômico global, devem sustentar o aumento da produção de carne de frango nos próximos anos. O Brasil assumiu o papel de liderança no comércio global da proteína.



Principais produtores

Em milhões de toneladas



Preços de commodities agrícolas

Milho – USD/bu. CBOT



Brasil na Liderança das exportações

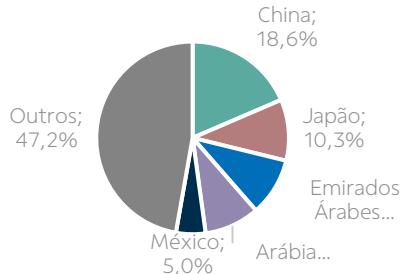
O Brasil se tornou o segundo maior produtor de carne de frango do mundo em 2022, de acordo com o USDA, e deve continuar sustentando esta posição nos próximos anos, apoiada pela forte demanda no mercado externo e pela queda nos custos com ração animal devido aos menores preços de commodities agrícolas, especialmente do milho.

A liderança do país como o maior exportador global da proteína também deve ser mantida, com a demanda beneficiada pelo aumento da procura por proteínas com preços mais acessíveis em razão do menor crescimento econômico global esperado. Além disso, os casos confirmados de Influenza Aviária no país em 2023 se limitaram a aves silvestres e de criação doméstica, sem impactos e restrições junto aos seus parceiros comerciais.

Diferentemente da carne bovina, as exportações brasileiras de carne de frango são mais pulverizadas entre diversos países, apesar de a China também figurar como o principal destino, considerando os dados acumulados no ano até outubro.

Destinos das exportações brasileiras

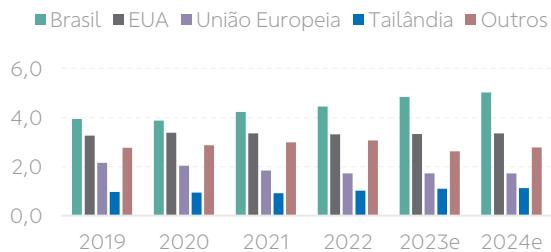
Acumulado de janeiro a outubro de 2023



Fonte: USDA, Bloomberg, SECEX, BB Investimentos.

Principais exportadores

Em milhões de toneladas



Alimentos e bebidas: proteínas

Embora os fundamentos sejam favoráveis às companhias brasileiras no mercado global de proteínas, as perspectivas de um menor crescimento econômico global prejudicam estimativas otimistas em relação ao consumo de proteínas em 2024. Contudo, as transações recentes têm colocado holofotes nas particularidades de cada companhia.



Movimentações relevantes no setor



Minerva e **Marfrig** celebraram acordo para negociação de 16 plantas de abate na América do Sul, sendo a maior parte delas (11) no Brasil.

A Minerva pagará **R\$ 7,5 bilhões** ao todo pela aquisição e se tornará o principal *player* totalmente focado em carne bovina do continente. O fechamento da operação está previsto para ocorrer no 1S24 e a imediata elevação do endividamento da companhia foi preponderante na reação do mercado, com as ações BEEF3 acumulando queda de ~34% desde o anúncio da transação¹.

A Marfrig manterá as unidades industriais (10 no total) na região, **privilegiando os negócios de maior valor agregado**, como a fabricação de produtos processados. A companhia utilizou os recursos recebidos antecipadamente (**R\$ 1,5 bilhão**) por esta transação para comprar ações da **BRF** no mercado e, com isso, atingiu **47,5%** de participação na companhia no final de outubro.



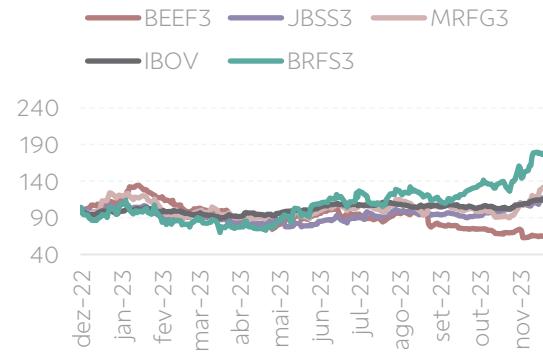
JBS em processo de listagem nos EUA

A JBS iniciou o processo de listagem de suas ações na Bolsa de Valores de Nova York (NYSE) com o objetivo principal de **ampliar a percepção de valor atribuída pelos investidores com a de seus pares internacionais no mercado de proteínas**. Nos últimos trimestres, suas principais vantagens competitivas, como a diversificação geográfica e seu tamanho e relevância no setor, não compensaram a deterioração dos resultados diante de uma combinação de tendências desfavoráveis em diversos negócios. No entanto, a percepção de risco-retorno se tornou **mais atrativa para JBSS3**.

Foco em reestruturação: desde que a **Marfrig** assumiu a administração da **BRF**, em abril de 2022, a companhia tem reiterado ao mercado o foco em seu **programa de eficiência**, com o objetivo de **melhorar indicadores operacionais** da BRF. Os resultados destas iniciativas somados à melhora no ambiente doméstico de consumo de alimentos processados no Brasil e à queda de custos com grãos permitiram a entrega de margens mais satisfatórias nos últimos trimestres, embora ainda aquém do potencial esperado para a empresa líder de mercado nas categorias em que atua no Brasil. O grande receio do mercado nos últimos anos, no entanto, se concentra no **elevado endividamento da empresa**. Parte deste risco foi atenuado após a oferta pública primária concluída em jul/23, com a injeção de **R\$ 5,4 bilhões** de recursos novos na empresa.

Performance vs. IBOV

Base 100



¹ Em 28/08/2023 | Fontes: Companhias, BB Investimentos.

Seleção Proteínas: JBS

Bom equilíbrio entre a percepção de valor da empresa e os riscos associados à sua tese de investimentos favorece a JBS neste momento. O processo de listagem nos EUA pode melhorar a comparabilidade da companhia com seus pares internacionais e expandir seus múltiplos atuais.



Tese de Investimentos

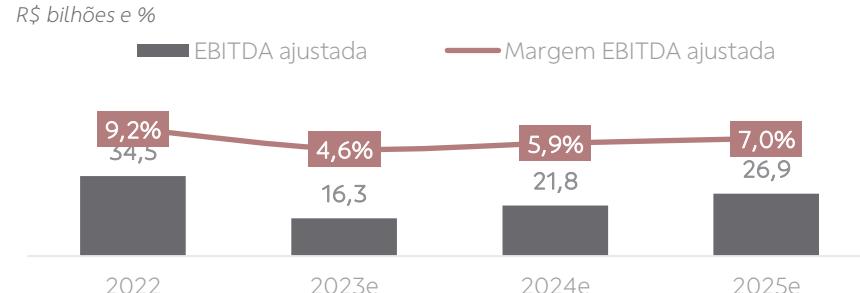
Mesmo considerando a expectativa de margens ainda bastante comprimidas para a unidade de bovinos nos EUA para o próximo ano, em razão do aumento do custo de gado na região, enxergamos um cenário mais benigno para os demais segmentos em que a empresa atua, tornando a relação de risco-retorno mais atrativa para a maior produtora de proteínas do mundo. Destacamos como principais fatores que devem corroborar com este cenário: (i) a queda de preços de insumos, especialmente milho e farelo de soja, que se refletem em melhores margens para os negócios de aves e suínos; (ii) a redução na oferta de carne de frango no mercado exportação, se traduzindo em recuperação de preços da proteína; e (iii) a queda de preços do gado no Brasil, contribuindo para melhores margens para o negócio de bovinos no país. Ainda, vale lembrar que a empresa está em processo de listagem de suas ações nos EUA (que deve ser concluída no 1S24), o que pode destravar valor para a companhia perante seus pares internacionais, além de submeter a JBS às rigorosas regras de governança estabelecidas pela SEC (agência reguladora do mercado financeiro nos EUA).

Riscos

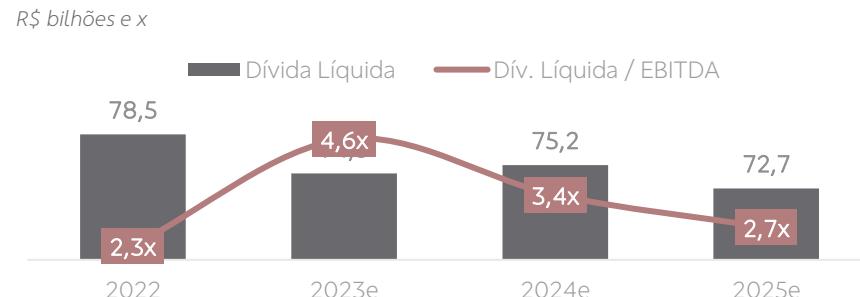
(i) Indisponibilidade de gado ou outras matérias-primas, bem como de mão-de-obra, nas localidades onde a empresa atua; (ii) persistência do cenário inflacionário global, com impacto negativo no consumo de proteínas; (iii) questões sanitárias e/ou embargos a exportações; (iv) apreciação do real frente ao dólar em magnitude maior do que as nossas projeções apontam; e (v) eventos societários ou relacionados à governança que possam afetar a atratividade do papel.

Fontes: JBS, BB Investimentos.

EBITDA ajustado e Margem EBITDA ajustada



Dívida Líquida/EBITDA Ajustado



Alimentos e Bebidas: geral

A Ambev e a M Dias Branco, empresas líderes de mercado nos segmentos em que atuam, fizeram valer seu poder de precificação em tempos de inflação elevada de custos com insumos. Agora, diante da acomodação de preços de commodities, o caminho ficou livre para a recuperação de margens.



Cenário e perspectivas

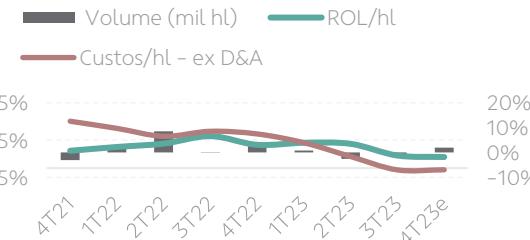
Após sucessivos períodos de inflação de custos elevada, a queda nos preços de commodities foi o grande impulsionador da recuperação de margens das empresas de alimentos e bebidas, como a **M Dias Branco** e a **Ambev**.

Ambras surfaram bem em tempos de inflação alta e queda de poder de compra do consumidor devido aos reajustes consistentes no preço médio de venda, em razão da liderança e poder de precificação que possuem, além da execução comercial eficiente, privilegiando os produtos de maior valor agregado no mix de vendas. Prova disso foi a performance mais tímida de volumes da Ambev, em linha com a fraqueza da indústria de bebidas, especialmente no primeiro semestre, mas que foi compensada pelo aumento da receita/hl.

Enxergamos nas teses de **MDIA3** e **ABEV3**: qualidade nos balanços, baixa alavancagem financeira e perspectivas favoráveis, em meio a um cenário de queda de custos, e continuidade de recuperação de margens. Entretanto, as possíveis alterações de benefícios fiscais e tributários que tramitam no governo podem impactar de maneira significativa as expectativas de lucros dessas empresas, cuja magnitude ainda não é quantificável.

Ambev – Cerveja Brasil (Var. % a/a)

Volume – eixo direito



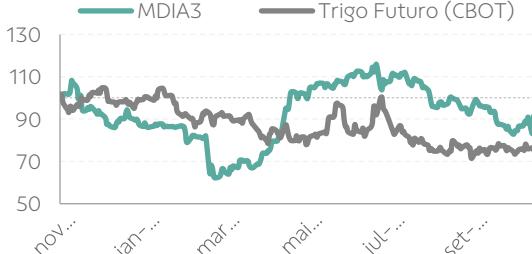
Produção de bebidas

Base 100 – Média de 2022



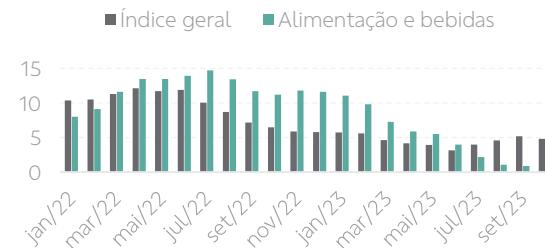
MDIA3 vs. Preço do trigo

Base 100



Inflação de alimentos e bebidas

Var. % acumulada em 12 meses



Fontes: IBGE, Ambev, Bloomberg, BB Investimentos.



Setor Elétrico

Dezembro 2023

Por Rafael Dias, CNPI-P

menu

Setor Elétrico

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB 2024: TRPL4.



Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2024 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	EV/EBITDA 2024e	EV/EBITDA Média 5 anos	P/VP 2024e	P/VP Média 5 anos
AES BRASIL	AESB3	11,33	14,00	23,6%	Compra	6.838,2	7.291,7	7,7	5,6	1,5	2,6
ALUPAR	ALUP11	29,48	36,35	23,3%	Compra	8.974,6	8.043,9	7,3	8,9	1,2	1,1
AUREN ENERGIA	AURE3	15,15	n/a	-	-	15.010,0	2.643,2	9,9	9,7	1,1	1,1
CEMIG	CMIG4	11,07	n/a	-	-	27.092,6	7.615,3	5,2	6,5	1,0	0,9
COPEL	CPLE6	9,56	n/a	-	-	27.760,4	9.318,9	7,4	5,5	1,2	0,7
ENGIE	EGIE3	43,37	n/a	-	-	35.623,4	15.121,2	7,9	8,0	4,2	3,8
ELETROBRAS	ELET6	45,82	n/a	-	-	95.916,7	33.410,9	5,7	6,1	0,9	0,7
ENERGISA	ENGI3	17,38	n/a	-	-	24.710,0	22.329,9	6,7	5,6	3,0	3,1
EQUATORIAL	EQTL3	34,22	n/a	-	-	39.101,0	32.764,6	7,8	9,3	1,9	2,2
NEOENERGIA	NEOE3	20,40	24,10	18,1%	Compra	24.530,8	36.394,0	6,2	6,8	0,8	0,9
TAESA	TAEE11	35,97	39,00	8,4%	Neutra	12.393,1	7.062,7	9,8	11,2	1,9	1,5
ISA CTEEP	TRPL4	25,30	32,50	28,5%	Compra	18.524,3	6.756,6	7,6	8,2	0,9	1,0

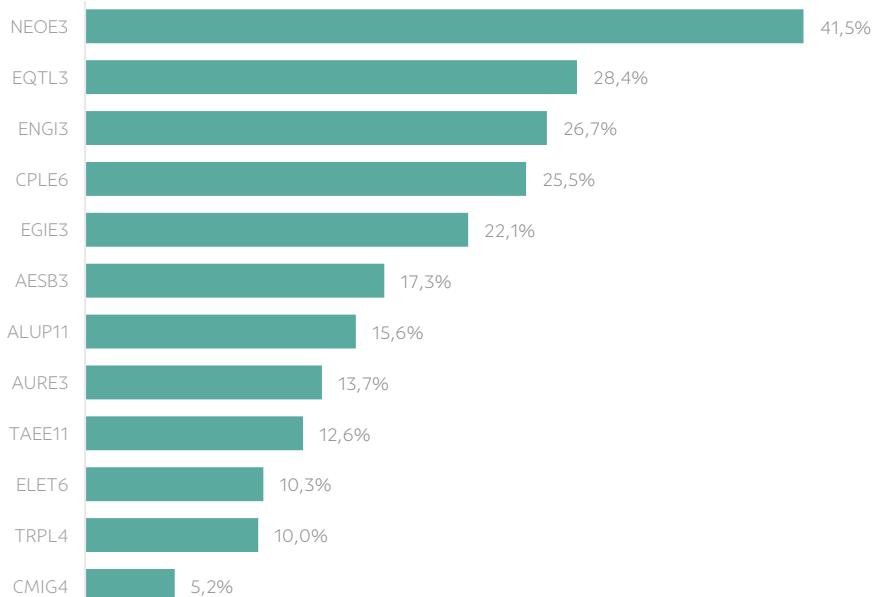
Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 07/12/2023)

Setor Elétrico



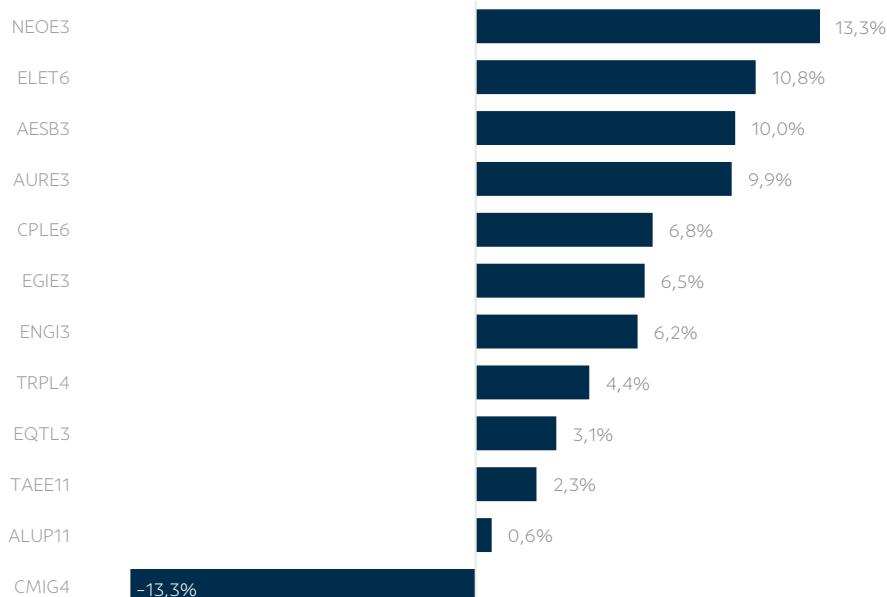
Performance em 2023

%



Performance 1 mês

%



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 07/12/2023)

Setor Elétrico: demanda

Após volatilidade no período pandemia e pós pandemia, o crescimento modesto de 2022 foi substituído por altas mais robustas de consumo em 2023, impulsionado nos últimos meses do ano pelas ondas de calor.



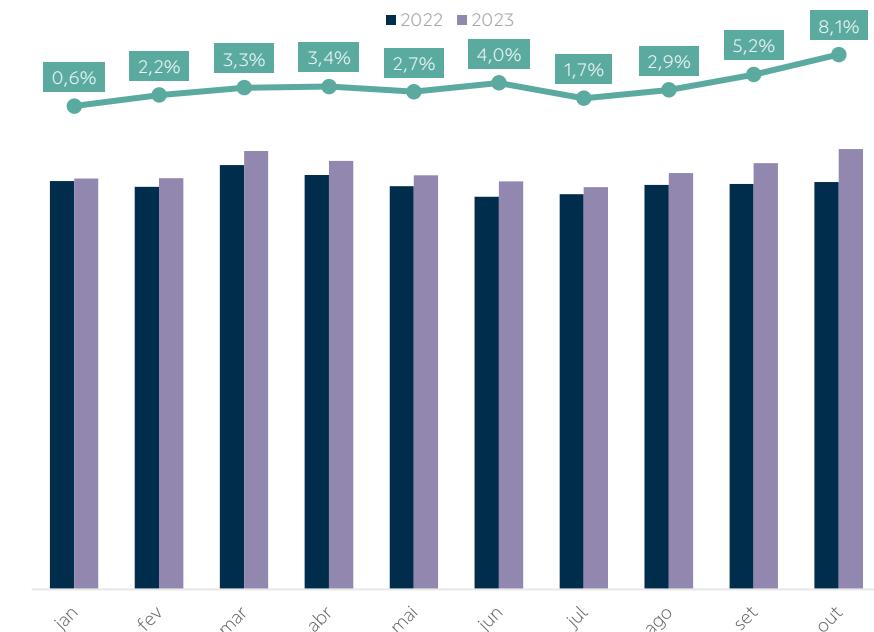
Consumo anual e variação sobre ano anterior

GWh e %



Consumo mensal e variação sobre mesmo mês de 2022

GWh e %



Fonte: EPE (Empresa de Pesquisa Energética), BB Investimentos.

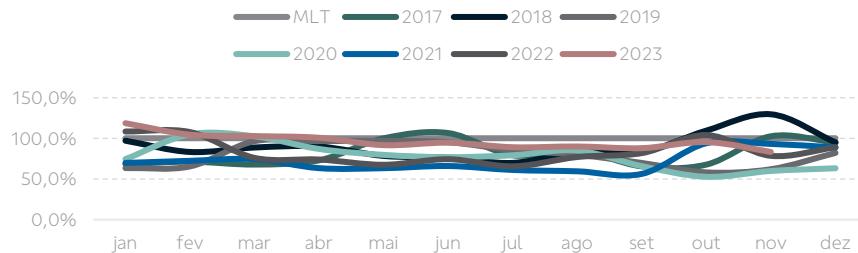
Setor Elétrico: oferta

Hidrologia favorável em 2022 e 2023 mantiveram reservatórios em alta e preços de energia spot nas mínimas, com o melhor GSF desde 2019. No entanto, o El Niño forte a partir de julho traz tendência diversa para 2024.



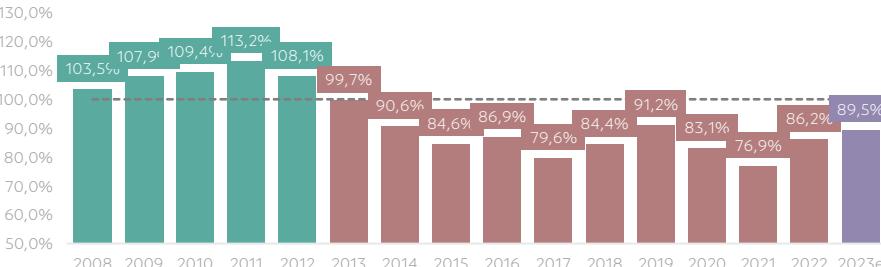
Energia natural afluente (Sudeste/Centro-oeste)

% da Média de Longo Prazo



Rebaixamento hidrológico (GSF)

% da garantia física



Fonte: ONS (Operador Nacional do Sistema), BB Investimentos.

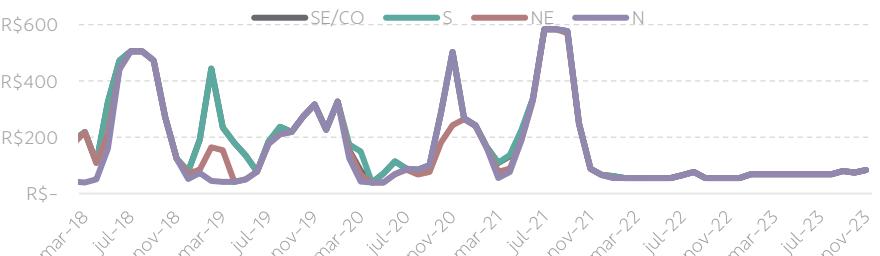
Energia armazenada nos reservatórios de hidrelétricas

% da capacidade total (Sudeste e Centro-Oeste)



Preço spot (PLD)

R\$ por MWh



Setor Elétrico: perspectivas

El Niño pode impactar preço e consumo em 2024, mas grande oferta de energia descotizada e de renováveis com subsídios deve manter preços para recontratação no médio prazo sob pressão. Oportunidade de expansão na Transmissão continua. Renovação de concessões de Distribuição deve concentrar o foco regulatório.



Geração

_Sobreoferta atual pode ser amenizada com impacto do El Niño, resultando em altas temperaturas e consequente impacto na demanda, com aumento do consumo e, possivelmente, com redução de reservatórios e afluência nas regiões Norte e Nordeste, do lado da oferta.

_Porém, a oferta decorrente da descotização da energia da Eletrobras, que precisa recontrá-la no mercado livre ao longo dos próximos 4 anos, e dos novos projetos de renováveis que contam com subsídios nas tarifas fio não devem aliviar a pressão sobre os preços de médio prazo, ainda impactando as geradoras que precisam recontratar venda de energia em contratos de médio e longo prazo.

Transmissão

_Um leilão ainda em dezembro de 2023 e dois outros esperados para 2024 oferecem oportunidades adicionais de expansão no segmento. O leilão de dezembro de 2023, agendado para 15/12, oferece 3 grandes lotes de corrente contínua que somam R\$ 4,3 bilhões em investimento, enquanto o primeiro lote de 2024, já agendado para 28 de março, ofertará 15 lotes com investimentos estimados em R\$ 18,2 bilhões, ambos com prazo médio de construção de ~5 anos;

_Oportunidades de M&A também estão no radar, tanto em função de reestruturações societárias de grandes operadoras do setor elétrico tradicionais quanto em função de fundos de investimento estruturados para desenvolver ativos e vende-los após maturação.

Distribuição

_O principal assunto regulatório relacionado ao segmento de Distribuição em 2024 deve ser a conclusão da definição de critérios para a renovação de 21 concessões que vencem entre 2025 e 2031, completando os 30 anos a partir das privatizações ocorridas entre 1995 e 2001.

_Entre as companhias listadas na B3:

- (I) a EDP possui duas concessões vencendo em 2025 e 2028;
- (II) a Light tem sua concessão vencendo em junho de 2026;
- (III) a Neoenergia possui quatro vencendo, sendo 2 em 2027, 1 em 2028 e 1 em 2030;
- (IV) a Energisa possui cinco (3 em 2027, 1 em 2030 e 1 em 2031);
- (V) a CPFL possui três (2 em 2027 e 1 em 2028) e;
- (VI) a Equatorial possui duas (em 2028 e 2030).

Seleção Setor Elétrico: ISA Cteep

Forte expansão, retomada de indenização RBSE mais forte com perspectiva de maiores dividendos em 2024 comparado a 2022 e 2023, provável inclusão no Ibovespa, principal índice da B3, bond proxy em ano de queda de taxa de juros, valuation descontado frente à ameaça de venda de ações pela Eletrobras.



Tese de Investimento

Companhia em fase de expansão, mas com alavancagem em patamar confortável favorecida (i) pela forte geração de caixa característica do segmento de transmissão de energia elétrica e (ii) pelo recebimento de indenização por ativos antigos não depreciados no período da concessão antiga. O ciclo atual de RAP (receita anual permitida) iniciada em julho, contabilizada a partir do resultado do 3T23, trouxe o reajuste de 3,9% referente ao IPCA acumulado em 12 meses e a volta de uma parcela da indenização da RBSE já citada, que havia sido suspensa no ciclo de RAP anterior. Esses fatos adicionarão ~R\$ 1,2 bilhão de receita bruta à companhia nos próximos 12 meses, em comparação aos últimos 12 meses;

A Cteep também tem se destacado no ambiente competitivo do segmento, que se dá nos leilões de transmissão, tendo conquistado 3 lotes dos 9 ofertados no último leilão realizado no dia 30/06/2023. O retorno via dividendos tende a retomar ao patamar de ~10% ao ano, após ter caído para ~6% no último ano devido à redução do recebimento da indenização da RBSE no período.

As ações apresentaram forte volatilidade nos últimos meses, em dissonância com a previsibilidade de suas operações e fluxo de caixa, devido à intenção da Eletrobras de vender as ações que possui da companhia, o que pressionou os papéis em outubro, porém após suspensão e reavaliação dessa possibilidade conselho de administração, permitiu forte valorização das ações em novembro.

Riscos

Os riscos referem-se a (i) construção dos novos projetos que podem sofrer atrasos ou sobrecustos; (ii) discussões judiciais e regulatórias sobre os valores e cronograma de recebimento da indenização da RBSE e (iii) eventual realização de oferta de venda de ações da companhia pela Eletrobras podendo pressionar o preço da ação pontualmente.

Fonte: ISA Cteep, BB Investimentos.

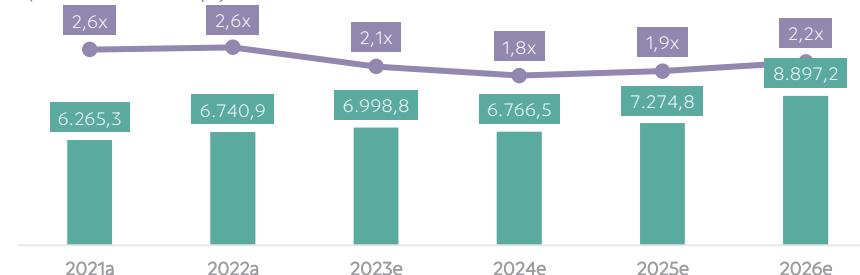
Receita, EBITDA e margem EBITDA

R\$ milhões e %



Endividamento líquido e alavancagem (dív. líquida/EBITDA)

R\$ milhões e vezes (X)





BB INVESTIMENTOS

Saneamento

Dezembro 2023

Por Rafael Dias, CNPI-P

menu

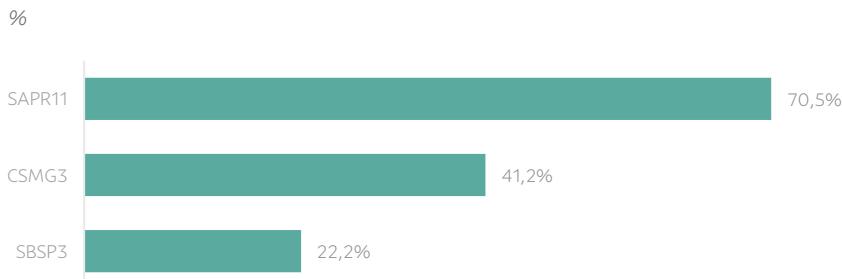
Saneamento

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB 2024: SBSP3.

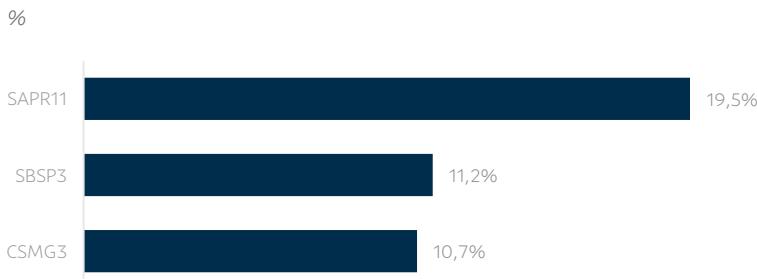


Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2024 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	EV/EBITDA 2024e	EV/EBITDA Média 5 anos	P/VP 2024e	P/VP Média 5 anos
CIA SANEAMENTO MG	CSMG3	20,08	25,30	26,0%	Compra	7.582,2	3.051,8	4,1	4,7	1,0	0,8
CIA DE SANEAMENTO PA	SAPR11	28,00	27,50	-1,8%	Neutra	8.346,9	3.875,3	4,9	4,8	0,8	0,9
CIA SANEAMENTO DE SP	SBSP3	67,94	76,50	12,6%	Compra	46.048,1	15.413,3	6,1	6,1	1,6	1,3

Performance em 2023



Performance 1 mês



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 07/12/2023)

Saneamento

Após diversas PPPs licitadas desde o novo marco regulatório do Saneamento de 2020 e com a privatização da Corsan concluída em 2023, são esperados avanços relacionados às companhias listadas do setor para 2024.

Sabesp

O Governo do estado de São Paulo, controlador da Sabesp, iniciou o ano de 2023 indicando André Salcedo, ex-diretor do BNDES, para assumir a presidência da companhia e confirmou a contratação da consultoria para modelagem de proposta de privatização em 10/4 com o IFC (*International Finance Corporation*), ligada ao Banco Mundial. A proposta do IFC trouxe benefícios como a adição e antecipação de investimentos para universalização do saneamento no Estado (estimados em R\$ 56 bilhões) e a redução de tarifas com parte dos recursos gerados no processo. O Conselho Diretor do Programa Estadual de Desestatização de São Paulo (CDPED) aprovou as recomendações e concordou com o modelo de privatização via oferta de ações. A meta de universalização será antecipada de 2033 para 2029 nos contratos assinados com as URAEs (Unidades Regionais de Serviços de Abastecimento de Água e Esgotamento). E o Município de São Paulo, concedente do principal contrato de serviços da Sabesp, aderiu em 16/8 à URAE1.

Em setembro, o Governo de São Paulo encaminhou aos municípios atendidos pela Sabesp, proposta de novo contrato de concessão antecipando o prazo de universalização de 2033 para 2029 e prorrogando os vencimentos dos contratos para 2060, bem como detalhando os investimentos a serem realizados em cada município, enquanto o CDPED autorizou o encaminhamento de projeto de lei de desestatização à ALESP e a Sabesp a selecionar o sindicado de bancos coordenadores da oferta. O projeto de lei foi protocolado junto à ALESP no dia 17/10, com pedido de urgência, permitindo sua tramitação em 45 dias, com conclusão prevista ainda em 2023. Houve aprovação pelas comissões de constituição, justiça e de finanças no final de novembro e a discussão em plenário se iniciou no dia 4 de dezembro, dependendo de 48 votos dos 94 deputados para aprovação. **A intenção e expectativa do Governo de São Paulo é finalizar a privatização da companhia no primeiro semestre de 2024.**

Copasa

O Governo de MG protocolou em 21/8 junto à ALMG, PEC que simplifica processo de venda de estatais, retomando a necessidade de quórum simples para aprovação de lei que autoriza alteração de estrutura societária ou cisão de sociedade de economia mista e de empresa pública (ante a necessidade atual de 3/5) e desobriga o Estado a realizar consulta à população (referendo) para realizar desestatizações.

No entanto, em uma negociação entre o governador, o presidente do Senado Federal e interlocutores da União relacionado ao endividamento do Governo de MG (~R\$ 170 bilhões) que há tempos tem limitado a gestão do poder executivo estadual, surgiu a possibilidade de abatimento parcial da dívida do estado pela transferência de sua participação no capital das estatais Cemig, Copasa e Codemig (capital fechado). Essa possibilidade **substituiu a expectativa de privatização pela potencial federalização da Copasa.**

Fonte: Sabesp, Copasa, BB Investimentos.

Saneamento

O BNDES já vinha estruturando PPPs de saneamento antes mesmo do novo marco regulatório e prepara agora novo ciclo que deve incluir resíduos sólidos, parceria com a Caixa e impulso do novo PAC.



PPPs, licitações e Sanepar

A privatização da Corsan foi realizada no dia 20 de dezembro, tendo como vencedor um consórcio formado pela Aegea, Perfin e Kinea, com lance único de R\$ 4,1 bilhões, representando pequeno ágio de 1,15% sobre o lance mínimo e expectativa de R\$ 12 bilhões em investimentos ao longo dos próximos 10 anos em esgotamento sanitário nas áreas de concessão da empresa. O processo foi totalmente concluído em meados de 2023.

Caixa e BNDES vão estruturar projetos de tratamento de resíduos sólidos visando o fim dos lixões, com investimentos previstos de R\$ 5,6 bilhões ao longo dos próximos anos. O auxílio à estruturação e ao financiamento será concedido para consórcios que concentrem municípios somando ao menos 150 mil habitantes na região Norte e 200 mil habitantes nas demais regiões. A primeira convocação envolve nove consórcios que agregam 109 municípios de cinco estados que somam 2,8 milhões de habitantes.

Após auxiliar a realização de 12 leilões de PPPs de saneamento nos últimos anos, que mobilizou ~R\$ 93 bilhões entre investimentos (~R\$ 61 bi) e outorgas, o BNDES prepara novo ciclo de licitações para o setor, em diversos estados e com potencial de contratar mais ~R\$ 60 bilhões em novos investimentos.

Aegea venceu no dia 14/7, em parceria com Perfin e Kinea, licitação de PPP da Sanepar, com investimentos previstos de R\$ 1,2 bilhão em 16 cidades do Paraná visando a universalização do esgotamento sanitário (90% de atendimento) até 2033. Foi a sétima conquista da Aegea em 13 leilões regionais realizados desde a aprovação do Novo Marco do Saneamento, sendo este o segundo com estes parceiros que também venceram a disputa pela privatização da Corsan. A oferta vencedora apresentou 30,65% de desconto sobre o valor de referência de R\$ 4,60 por metro cúbico de esgoto medido, ficando em R\$ 3,19 por m³. Não há pagamento de bônus de outorga inicial. O governo do Paraná pretende realizar mais dois leilões de PPPs de saneamento até o fim da atual gestão, visando antecipar a universalização prevista do marco legal de saneamento no Estado de 2033 para 2027.

A Sanepar comunicou que houve a 7ª Assembleia das Microregiões (MRAEs 1, 2 e 3) do Paraná, no dia 30/11, para tratar de atualização e aprimoramento dos planos regionais de saneamento, do pedido da Sanepar para atribuição de prestação direta (adequação e regularização) em 25 municípios que representam 5% da receita da cia uniformizando o prazo de vencimento para 05/06/2048, e prazos e datas para composição do Conselho Participativo das MRAEs.

Fonte: ANA, Sanepar, BB Investimentos.

Seleção Saneamento: Sabesp

Após comprovar sua resiliência na pandemia, notamos avanços em ganho de eficiência e bons frutos advindos de revisões tarifárias. Avanço no processo de privatização gera boas expectativas na visão dos minoritários.



Tese de investimento

_A Sabesp que já havia demonstrado resiliência durante a pandemia e melhorias operacionais no pós pandemia, favorecida também pela revisão tarifária ordinária de 2022, e contou com novos impulsos em 2023, com iniciativas de ganho de eficiência da nova gestão, com destaque para o PDVI que reduzirá os custos com pessoal em ~15% a partir de julho de 2024, quando os desligamentos serão concluídos. Houve ainda uma revisão tarifária extraordinária em abril de 2023, a conquista de novos contratos e avanço em investimentos.

_Com isso estimamos que o retorno sobre capital investido da companhia supere seu custo médio de capital a partir de 2026, justificando uma avaliação acima do valor de sua base de ativos regulatórios, o que ainda pode ser potencializado pela extensão dos contratos de prestação de serviços nos municípios que aderiram às unidades regionais de saneamento, em discussão.

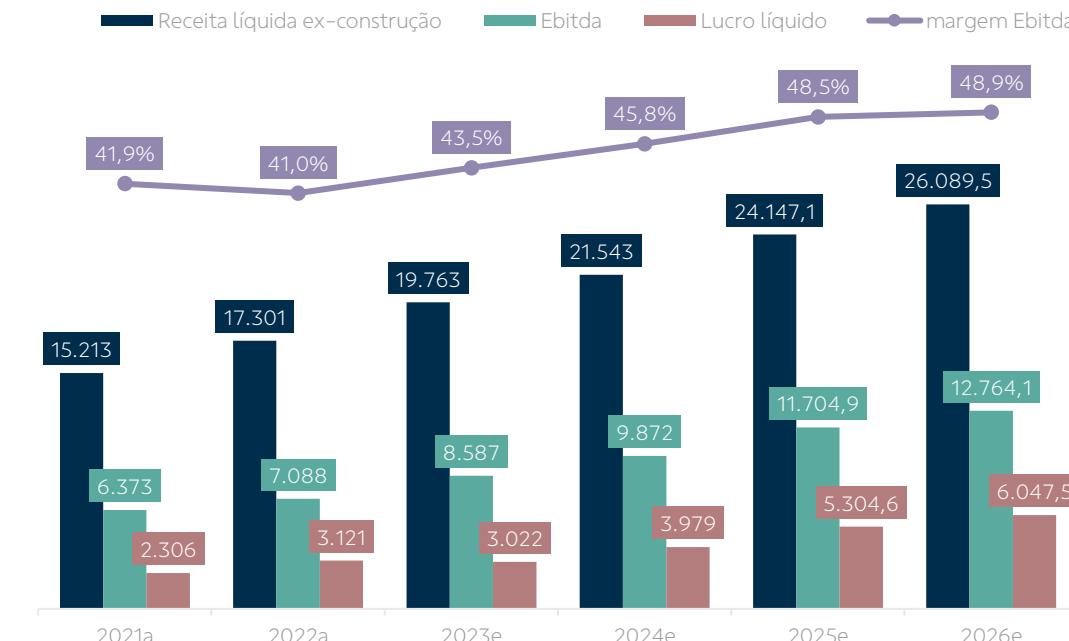
_O processo de privatização tem avançado dentro do cronograma estabelecido, sendo a aprovação legislativa esperada para dezembro de 2023 e a conclusão no 1S2024.

Riscos

_Os riscos referem-se aos processos e metodologias de revisão tarifária, incluindo possíveis alterações regulatórias, e ao desafio político da privatização que ainda pode trazer volatilidade às ações.

Projeções financeiras

R\$ milhões e %



Fonte: Sabesp e BB Investimentos



BB INVESTIMENTOS

Indústria, Transportes e Logística

Dezembro 2023

Por Luan Calimério, CFA

menu

Indústria, Transportes e Logística

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB 2024: WEGE3.



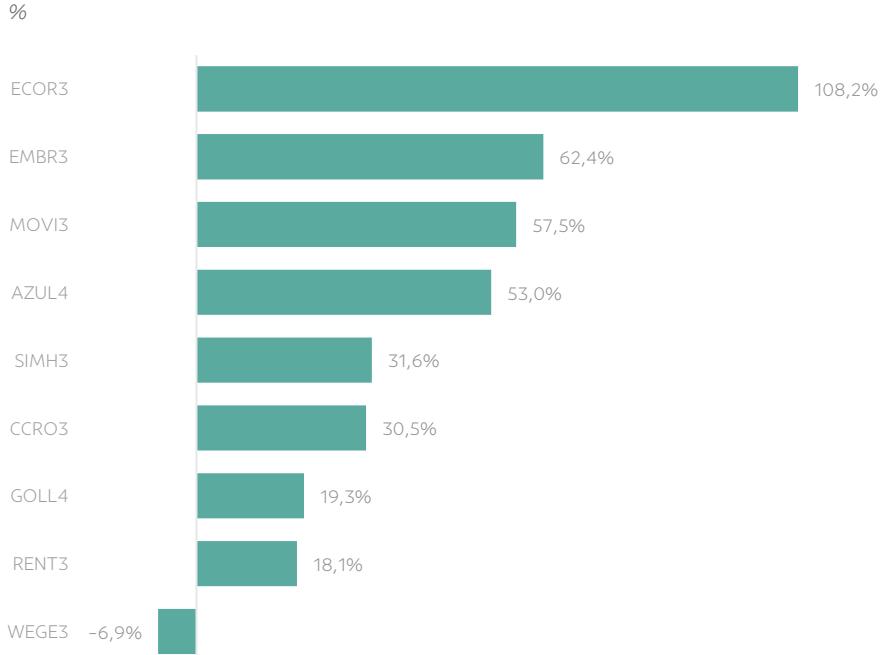
Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2024 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2024e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2024e	EV/EBITDA Média 5 anos
AZUL	AZUL4	16,85	18,90	12,2%	Neutra	5.591,1	21.817,9	14,7	22,5	4,8	7,6
CCR	CCRO3	13,90	20,60	48,2%	Compra	28.199,2	20.707,7	16,5	16,1	6,5	6,5
ECORODOVIAS	ECOR3	9,17	10,10	10,1%	Neutra	6.378,4	9.992,3	8,3	15,5	5,4	6,1
EMBRAER	EMBR3	23,24	26,87	15,6%	Compra	16.970,0	4.137,2	7,4	69,3	6,9	9,4
GOL	GOLL4	8,76	11,10	26,7%	Compra	3.613,7	22.599,4	5,9	18,2	4,6	7,4
MOVIDA	MOVI3	11,87	15,50	30,6%	Compra	4.253,4	10.896,4	10,6	11,2	4,8	6,7
LOCALIZA	RENT3	61,49	80,60	31,1%	Compra	64.660,8	27.697,3	17,1	24,5	7,6	14,4
SIMPAR	SIMH3	8,87	9,60	8,2%	Compra	7.344,5	26.922,5	4,9	8,5	4,4	5,5
WEG	WEGE3	35,36	40,00	13,1%	Compra	145.772,9	- 985,8	26,6	37,0	18,9	28,3

Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 07/12/2023)

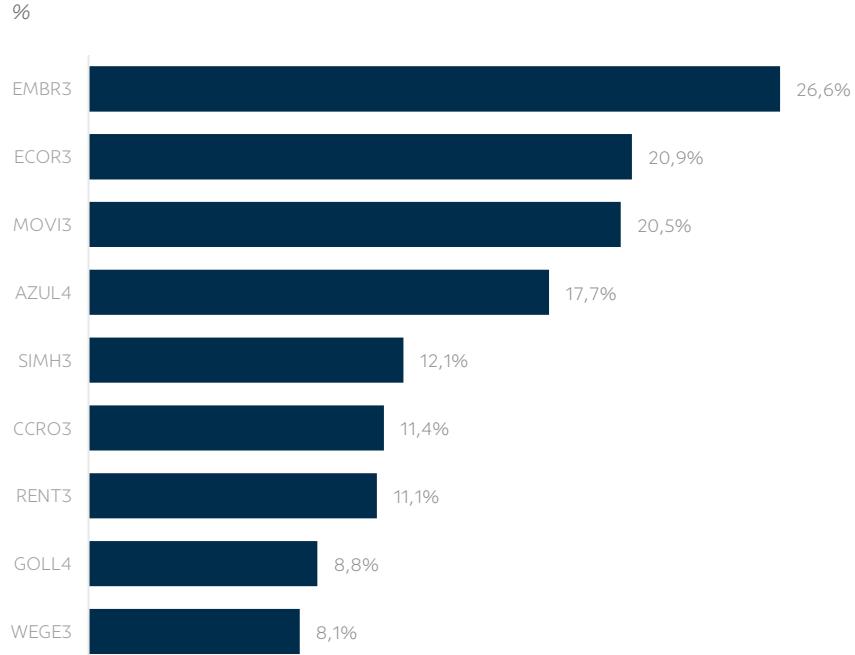
Indústria, Transportes e Logística



Performance em 2023



Performance 1 mês



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 07/12/2023)

Transportes e Logística

Apesar de certo avanço regulatório observado nos últimos anos, especialmente no setor ferroviário, o Brasil ainda segue sendo um dos países com maior custo logístico do mundo e com gargalos importantes em sua estrutura.



Panorama

No Brasil, proporcionais ao tamanho do país são as oportunidades no setor de transportes. Ganhos de eficiência, diversificação de modais e avanços tecnológicos e regulatórios são alguns dos espaços que podem ser preenchidos nos próximos anos.

Hoje, as operações de média e longa distância são a principal causa do alto custo logístico brasileiro, além da distribuição urbana, sendo os principais vilões: restrições de circulação nas cidades, seguros inerentes às operações, processos burocráticos e gastos com segurança de veículos e cargas.

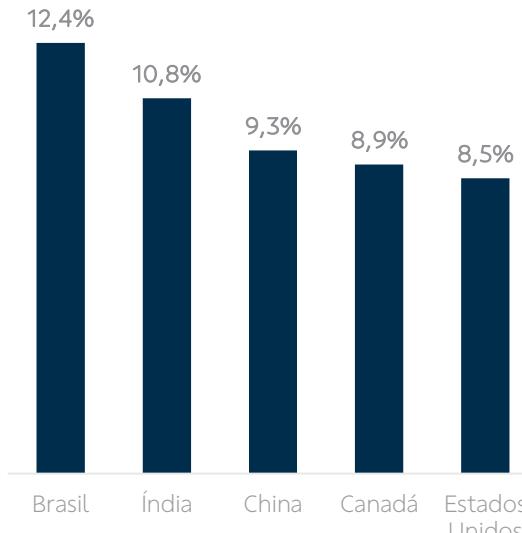
O panorama modal logístico por aqui, composto por 61% rodoviário, contra 20,7% ferroviário, 13,6% aquaviário e 4,6% outros, ajuda a explicar essa dinâmica

Esse cenário se traduz em importante gargalo no setor e seus custos equivalem a aproximadamente 12,4% do PIB (segundo dados de 2022). É o pior ambiente entre as 20 maiores economias do mundo e representa mais da metade dos 19,5% do PIB chamados de "custo Brasil". **Nesse sentido, acreditamos que o setor tem espaço vasto para crescer e se desenvolver no longo prazo.**

Fonte: Fundação Dom Cabral, CNT, ABDIB, BB Investimentos.

Custos logísticos por país

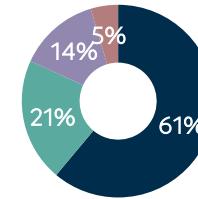
% sobre faturamento bruto das empresas



Matriz de transportes no Brasil

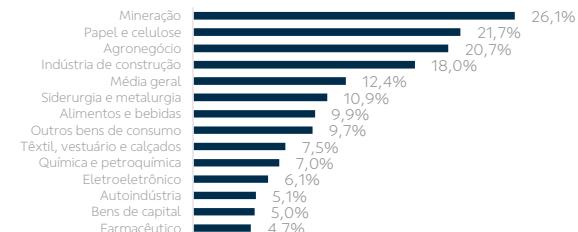
Por modal

- Rodoviário
- Ferroviário
- Aquaviário
- Outros



Custos logísticos por setor no Brasil

% sobre faturamento bruto das empresas



Transportes e Logística: novo PAC

Sector de transportes é um dos principais eixos do novo PAC, com expectativa de atrair R\$ 349 bilhões em investimentos.



O novo Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), anunciado em agosto deste ano, prevê R\$ 1,7 trilhão em investimentos, sendo R\$ 1,4 trilhão até 2026, e foi dividido em nove eixos, sendo os mais relevantes: Transição e Segurança Energética; Cidades Sustentáveis e Resilientes; e Transporte Eficiente e Sustentável.

Diferente das outras duas fases anteriores, dessa vez o programa prevê menor participação do setor público, embora este ainda seja relevante, com estimativa de R\$ 371 bilhões em investimentos vindos da União, R\$ 343 bilhões de empresas estatais e R\$ 612 bilhões do setor privado.

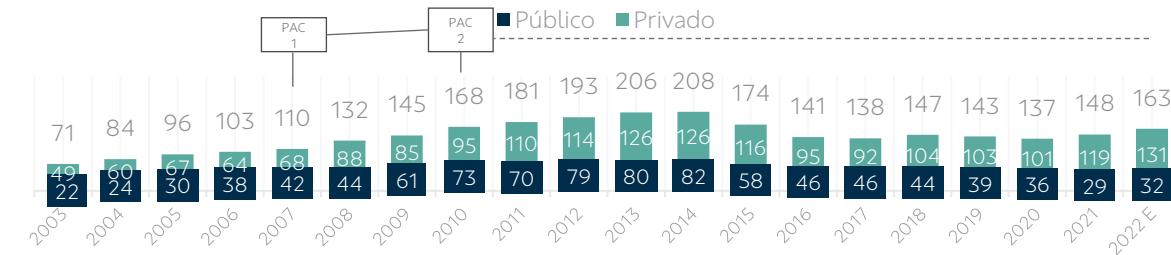
Dos R\$ 349 bilhões esperados para o eixo de transportes, o modal rodoviário é o que concentra a maior parte dos recursos, com R\$ 185,8 bilhões previstos para novos e já existentes projetos.

Temos boas expectativas para os possíveis avanços que o novo programa pode propiciar para o setor. Entretanto, os participantes devem monitorar os riscos de execução e capacidade de alavancagem, sobretudo em projetos com taxa de retorno mais estreita por conta da competição.

Fonte: ABDIB, Casa Civil, BB Investimentos.

Investimento em infraestrutura

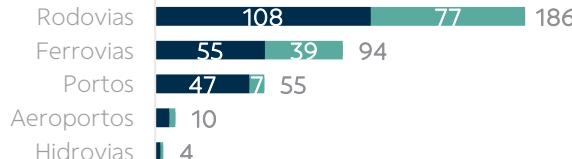
R\$ bilhões



Eixo transportes – novo PAC

R\$ bilhões

■ Até 2026 ■ Pós 2026



Destinação de recursos – rodovias

R\$ bilhões



Transportes e Logística: rodovias

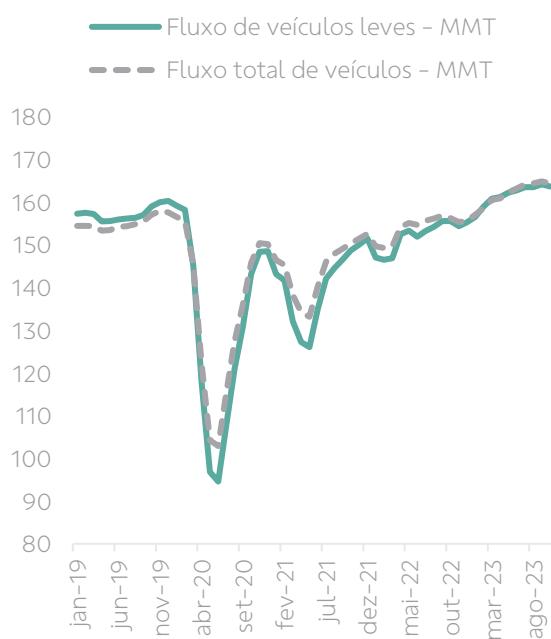
Dando sequência à tendência de recuperação observada desde o final da pandemia, 2023 foi um ano positivo para as rodovias brasileiras, com crescimento de ~5,0% do fluxo total de veículos nos últimos 12 meses¹.



Fluxo de veículos leves



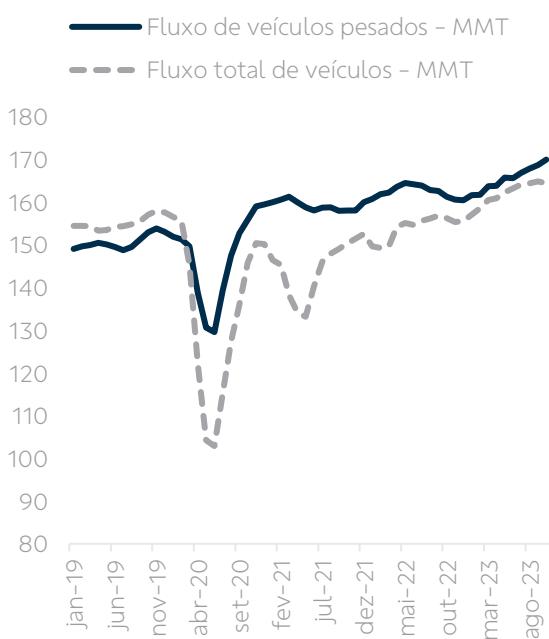
Índice ABCR – Média móvel trimestral (MMT)



Fluxo de veículos pesados



Índice ABCR – Média móvel trimestral (MMT)



O fluxo de veículos nas estradas brasileiras vem se recuperando continuamente após a crise do coronavírus. Em 2023, essa tendência foi acentuada e puxada principalmente pelo fluxo de veículos pesados, que atingiu sua máxima histórica em outubro. O patamar é 13% acima do nível pré-pandemia (fev/20).

O fluxo de veículos nas rodovias pedagiadas é uma espécie de termômetro para a economia, especialmente para indicadores como atividade econômica, volume de produção, consumo da população, investimento, renda disponível e emprego. Fluxo de veículos leves (carros, motocicletas e caminhonetes) tem maior sensibilidade a poder de compra e consumo, enquanto fluxo de veículos pesados (caminhões, ônibus e tratores) tem maior resposta à produção (inclusive, agrícola).

Portanto, para 2024, estamos construtivos com o setor e esperamos continuidade da tendência observada até aqui, porém com crescimento marginalmente menor, dada a desaceleração esperada no segmento agro, e com maior equilíbrio entre veículos leves e pesados.

Fonte: Associação Brasileira de Concessionárias de Rodovias (ABCR), BB Investimentos. (1) Referência: outubro de 2023.

Transportes e Logística: aéreo

O setor aéreo no Brasil segue em tendência de recuperação após a pandemia de Covid-19, com 2023 atingindo possivelmente o maior patamar de passageiros transportados desde 2019.



Recuperação de passageiros, mas desaceleração de cargas

Apesar de ainda não ter atingido os níveis pré-pandemia, 2023 deve ser o terceiro ano consecutivo de recuperação do setor aéreo no Brasil e deve fechar com o maior número de passageiros transportados desde 2019, considerando a demanda tanto no mercado doméstico quanto no internacional. Algumas mudanças observadas após a pandemia, como a redução das viagens de negócios e o aumento das viagens de lazer, continuam se mostrando verdadeiras.

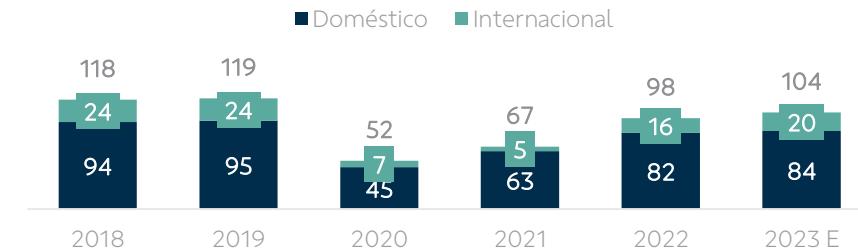
Entretanto, a dinâmica do transporte de cargas, que vinha sendo impulsionada pelo avanço no comércio eletrônico, suportada principalmente pelo transporte de cargas internacional, e que havia atingido sua máxima histórica em 2022, parece ter perdido força em 2023, o que adiciona uma camada de cautela às expectativas de crescimento para este segmento nos próximos anos, mesmo com o interesse ainda presente do mercado de investir no transporte aéreo de cargas para reduzir o tempo de entrega, atender regiões mais remotas e reduzir riscos relacionados à segurança.

Para 2024, esperamos crescimento marginal do setor, com oferta e demanda resilientes (apoias principalmente no transporte de passageiros) tanto no mercado doméstico quanto no internacional, tendo como cenário base: i) manutenção do atual patamar de tarifas; e ii) manutenção do atual nível de aproveitamento das aeronaves (+80% RPK/ASK); mas com pressões relacionadas a salários, preço de combustíveis e despesas de leasing ainda bastante presentes.

Fonte: ANAC, ABEAR, ILOS, BB Investimentos.

Passageiros transportados

Milhões



Volume transportado de cargas

Milhões de toneladas



Transportes e Logística: locação de veículos

No Brasil, considerando automóveis e veículos comerciais leves, aproximadamente 1 em cada 3 emplacamentos já é destinado ao setor de locação.



Ainda há espaço para crescer?

O setor de locação de veículos no Brasil deve terminar o ano de 2023 com frota recorde, segundo dados da Associação Brasileira das Locadoras de Automóveis (ABLA). A estimativa é que 1,56 milhão de veículos, entre automóveis e comerciais leves, estejam nos balanços das companhias ao final do ano. Esse é o maior patamar da história do setor, que vem se recuperando fortemente após o período da pandemia, apoiado em, mas não somente: (i) mudança cultural do consumidor pessoa física, que tem aumentado a demanda tanto por aluguéis de curto prazo (dedicados mais ao turismo) quanto por aluguéis de longo prazo, chamados “carro por assinatura” (dedicados mais à prestação de serviços de transporte e ao uso cotidiano); (ii) aumento gradual das taxas de ocupação das frotas; e (iii) ganhos de eficiência relacionados à velocidade de implementação e desativação dos veículos.

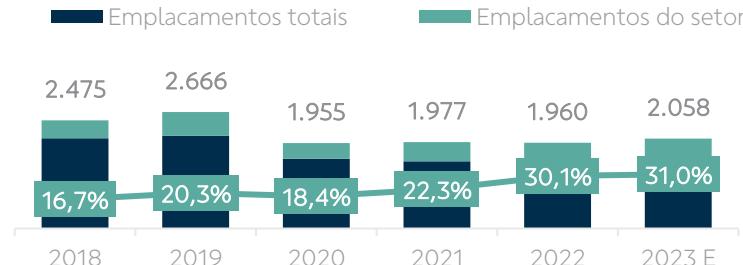
Além disso, o segmento de Gestão e Terceirização de Frotas (GTF), que tem alavancado os resultados recentes das locadoras, deve ser a principal avenida de crescimento do setor nos próximos anos, em nossa opinião, com oportunidades relevantes de ganho de escala e de penetração. No Brasil, apenas 20% das empresas privadas, aproximadamente, possuem frotas terceirizadas, enquanto em mercados mais maduros, como na Europa, este número é próximo a 60%.

Para 2024, somos otimistas e esperamos continuidade no bom desempenho operacional das locadoras, com demanda resiliente suportando o segmento RAC e com crescimento do segmento GTF, além de alívio nos resultados financeiros à medida em que o ciclo de corte de juros no Brasil evolua.

Fonte: ABLA, Datamonitor, ANFAVEA, Fenabrade, BB Investimentos.

Automóveis e comerciais leves

Mil



Caminhões

Mil



Indústria

Expectativa de tendência lateralizada no curto prazo não sugere grandes drivers para o setor em 2024.



Panorama

Em 2023, o setor industrial demonstrou continuidade da tendência observada desde meados de 2021: um compasso mais lento, ou até de redução, no ritmo de produção industrial, tanto em mercados emergentes quanto em mercados desenvolvidos.

Principais indicadores do setor corroboram a expectativa de uma atividade ainda morna para 2024, sem grandes avanços de demanda e com um ambiente de investimentos ainda sensível às apertadas condições macroeconômicas.

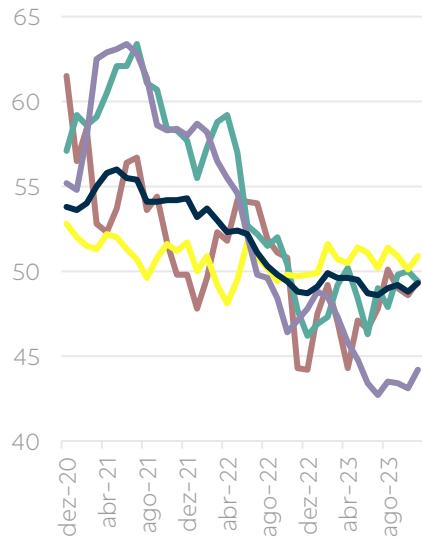
Entretanto, apesar da perspectiva top down não ser a mais favorável, acreditamos que é neste contexto em que a nossa empresa selecionada para compor a Seleção BB 2024, a WEG, pode se destacar. Apresentaremos nossa tese à frente.

Fonte: Bloomberg, IBGE. *Base: média 2022 = 100

PMI

Purchasing Managers' Index

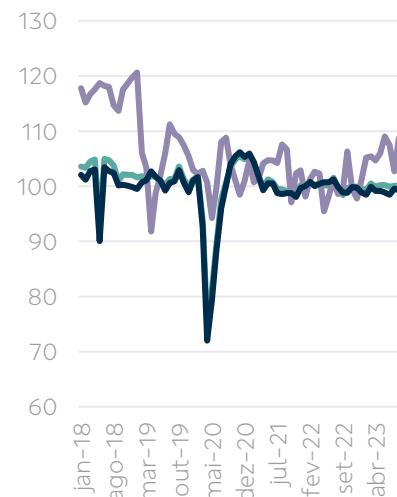
Brasil
Emergentes
EUA
Zona do Euro



Produção industrial - Brasil

Por seção. Base fixa com ajuste sazonal*

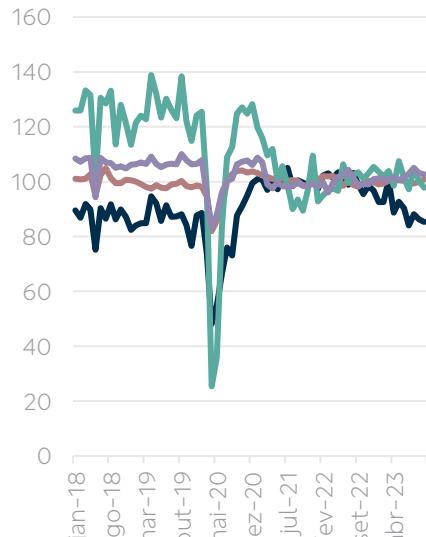
Indústria geral
Indústrias extractivas



Produção industrial - Brasil

Por categoria. Base fixa c/ ajuste sazonal*

Bens de capital



Seleção Indústria: WEG

A companhia possui diversas vantagens competitivas, que lhe conferem perfil defensivo contra os principais riscos à frente e que, ao mesmo tempo, lhe dão condições de capturar eventuais boas oportunidades em um cenário mais benigno.



Tese de Investimentos

_A WEG apresenta importantes vantagens competitivas, tais quais, mas não somente: (i) verticalização da sua capacidade produtiva, que lhe confere maior flexibilidade de produção e estrutura de custos; (ii) expansão modular, que minimiza a ociosidade da capacidade de produção, maximiza o retorno sobre o capital e reduz os riscos de demanda; (iii) diversificação, tanto no portfólio de produtos quanto na localização geográfica das plantas industriais, permitindo maior proximidade e customização junto aos clientes.

_Além disso, o setor de atuação da WEG se sustenta em tendências seculares, com posicionamento e protagonismo na transformação da matriz energética via equipamentos de fontes de energia limpa, eletrificação da frota, rede inteligente e armazenamento de energia, entre outras.

_A WEG segue consistente com seu planejamento de crescimento por meio de suas operações e novos investimentos nas fábricas do Brasil, México, Índia, China e EUA, tanto orgânica quanto inorganicamente; aumentando sua participação global e penetrando em novos mercados, como Argélia e norte da África.

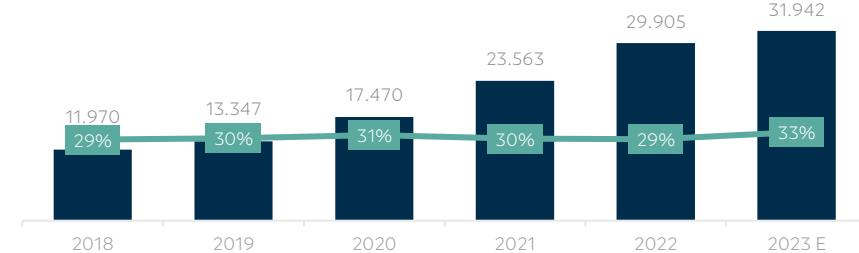
Riscos

(i) Alta no preço das commodities metálicas com impacto nas margens operacionais, (ii) ruptura na cadeia global de suprimentos e (iii) variação cambial.

Fonte: WEG, BB Investimentos.

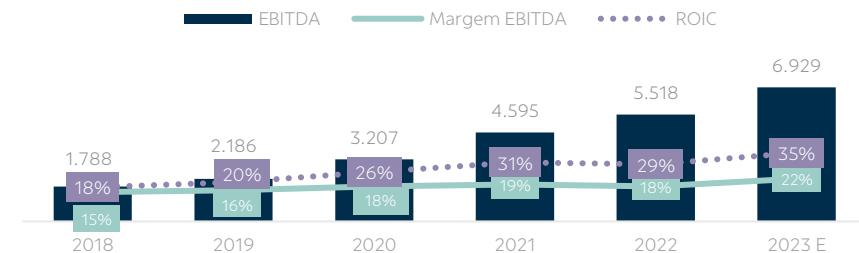
Receita operacional líquida e margem bruta

R\$ milhões e %



EBITDA, margem EBITDA e ROIC

R\$ milhões e %





Varejo e Shoppings

Dezembro 2023

Por Georgia Jorge, CNPI-P



menu

Varejo e Shoppings

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB 2024: GMAT3, LJQQ3 e MGLU3.



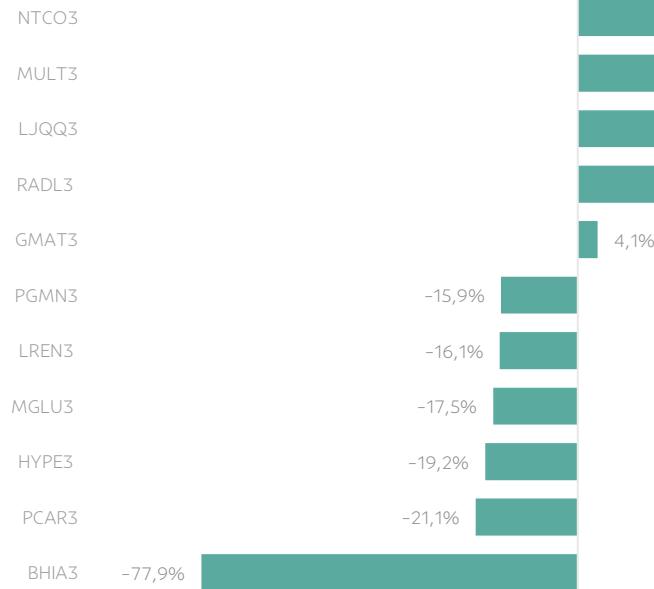
Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2024 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2024e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2024e	EV/EBITDA Média 5 anos
Varejo											
GRUPO CASAS BAHIA	BHIA3	0,53	1,40	164,2%	Venda	1.212,3	11.058,0	n/a	31,6	1,6	6,8
GRUPO MATEUS	GMAT3	6,58	8,00	21,6%	Neutra	14.272,4	1.371,2	9,4	12,4	6,3	8,6
HYPERA	HYPE3	35,72	45,90	28,5%	Compra	22.530,8	6.866,0	11,6	13,1	9,4	11,9
LOJAS QUERO QUERO	LJQQ3	5,44	5,60	2,9%	Neutra	1.041,3	454,1	37,0	38,7	6,1	7,2
LOJAS RENNER	LREN3	16,62	16,80	1,1%	Neutra	15.835,5	1.811,8	13,3	21,7	7,1	12,5
MAGAZINE LUIZA	MGLU3	2,26	3,70	63,7%	Compra	14.577,7	8.077,9	64,8	206,9	6,7	32,4
NATURA	NTCO3	17,38	18,20	4,7%	Compra	23.368,4	10.831,6	23,8	63,2	6,1	11,4
PAO DE AÇÚCAR	PCAR3	4,08	5,60	37,3%	Neutra	1.145,4	6.149,0	n/a	6,4	4,7	4,8
PAGUE MENOS	PGMN3	3,44	4,60	33,7%	Compra	1.923,5	3.639,6	15,9	17,1	5,1	7,5
RAIA DROGASIL	RADL3	28,24	28,90	2,3%	Compra	48.705,5	5.624,4	32,5	38,5	14,1	17,4
Shoppings											
MULTIPLAN	MULT3	27,59	30,80	11,6%	Compra	16.532,9	3.086,2	16,2	21,8	11,1	14,5

Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 07/12/2023)



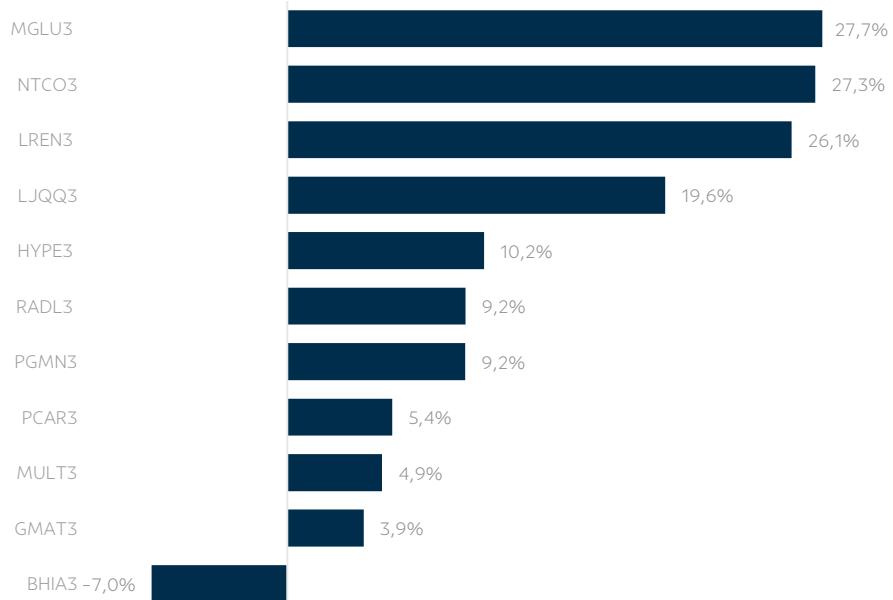
Performance em 2023

%



Performance 1 mês

%



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 07/12/2023)

Varejo

Um cenário menos propício ao consumo, combinado com a abertura das curvas longas de juros, culminou em mais um ano de fraco desempenho para as ações do setor varejista.



Após três anos consecutivos de performance inferior à do Ibovespa, nossas expectativas para o desempenho das empresas do setor de consumo em 2023 na bolsa eram conservadoras. Nossa visão mais cautelosa teve como base a percepção de que o ciclo de aperto monetário no Brasil e no exterior pressionaria o desempenho das ações mais cíclicas e ligadas ao mercado doméstico, seja por conta da elevação da taxa de desconto, seja por revisões baixistas de receita e lucro diante da contração da atividade de consumo ao longo do ano. Quando avaliamos o desempenho de vendas por segmentos, observamos que o setor de bens não duráveis – Supermercados e Drogarias – puxou o crescimento das vendas do varejo restrito, que até setembro acumulavam alta de 1,8%, enquanto os segmentos mais dependentes de crédito – Outros Bens de Uso Doméstico, Vestuário, Material de Construção, Móveis e Eletrodomésticos – tiveram de fato desempenhos fracos, diante da contração do crédito, elevação da inadimplência e mudança de regras na cobrança do Difal (diferencial de alíquota do ICMS), este último logo no início do ano.

Ao compararmos o desempenho operacional das companhias varejistas cobertas pelo BB-BI, 60% apresentou retração de EBITDA em relação ao ano anterior, refletindo a queda das vendas e a respectiva perda de alavancagem operacional em 2023. Das companhias que tiveram crescimento de EBITDA, 75% pertence aos segmentos de bens não duráveis, mais resilientes aos ciclos econômicos de contração e os primeiros a responder positivamente à recuperação da renda. Nesse cenário, as ações do setor de consumo tiveram um desempenho majoritariamente abaixo do Ibovespa, com exceção dos meses de maio e junho, quando observamos o início da redução das expectativas do mercado para o IPCA e o recuo acentuado nos juros futuros, o que trouxe reflexo positivo no índice de Consumo. Mais recentemente, a percepção pelo mercado de que o ciclo de alta da taxa de juros americana teria chegado ao fim ocasionou um maior apetite a risco em âmbito global, com reflexo positivo na bolsa brasileira, cujo aumento de fluxo para ações de setores cíclicos, como o consumo, acabou ocasionando um forte movimento de valorização, apesar de ainda acumular desempenho inferior ao do Ibovespa no ano.

Fonte: IBGE, BB Investimentos.

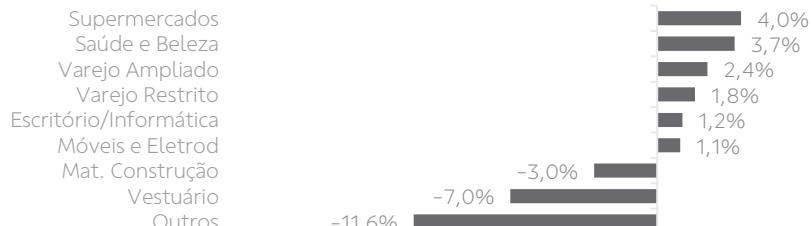
Variação do volume de vendas em 2023 – varejo restrito

% m/m até setembro



Variação acumulada de vendas em 2023 – dados por setor

% a/a até setembro

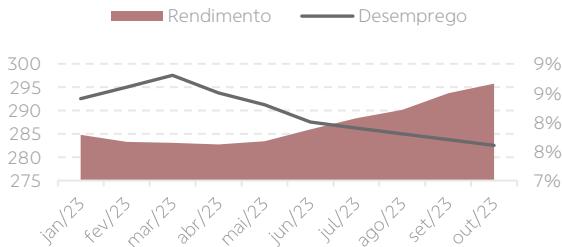


Apesar da melhoria na renda real do consumidor, influenciada pela redução do desemprego e da inflação, a taxa de juros e a inadimplência elevadas pesaram sobre a concessão de crédito em 2023.



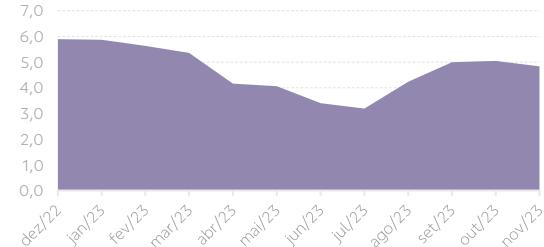
Massa rendimentos e tx. desemprego

R\$ bi e %



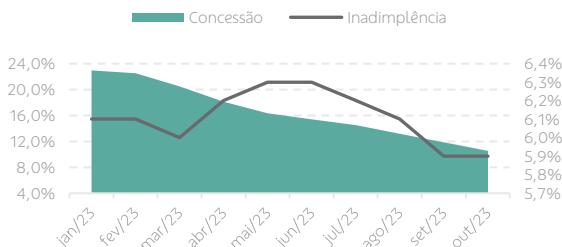
IPCA-15 – Índice geral acumulado 12 m

% a/a



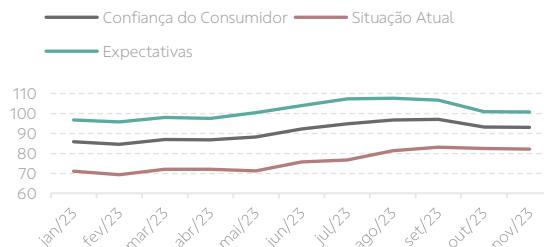
Concessão crédito¹ e inadimplência PF

% a/a acumulado 12 meses e %



Confiança do consumidor

Pontos



Fonte: IBGE, Bacen, FGV Ibre, BB Investimentos. ¹ Recursos Livres à Pessoa Física.

Nos gráficos ao lado, destacamos os principais drivers que impulsionam o consumo no Brasil. Do lado do **emprego**, observamos gradual melhora da massa de rendimento real (+7,8% em outubro desde o início do ano), favorecida pela redução da inflação. Além disso, houve queda da taxa de desemprego em 0,3 p.p. no mesmo período.

Do lado da **inflação**, constatamos a queda de 106 bps no IPCA-15 acumulado em 12 meses, ante o observado ao final de 2022. Com isso, em novembro, a inflação atingiu 4,84%. Essa redução da inflação se concentrou, em grande medida, nos segmentos de Alimentos e Bebidas, Vestuário, Transportes e Artigos de Residência. Vale pontuar que as projeções de mercado para 2024, após atingirem um pico de 4,18% em abril deste ano, apontam agora uma inflação de 3,91%.

Na frente de **crédito**, a desaceleração na concessão de recursos livres à pessoa física em 2023 (-13,1 p.p. em outubro ante dez/22), ocasionada pela manutenção da taxa de juros e da inadimplência em patamares elevados, e começou a mostrar arrefecimento neste 2S23.

Por fim, quanto à **confiança do consumidor**, pontuamos que o índice atingiu o pico em setembro (97 pts), amparado principalmente pela melhoria da percepção com a situação atual (+12,3 pts. ante dez/22), mas com uma leve acomodação do índice desde então.

Varejo

Apesar de as varejistas ainda negociarem a múltiplos inferiores à média histórica, a perspectiva de melhoria no cenário de crédito e de redução das taxas de desconto têm permitido a redução desse desconto observado.

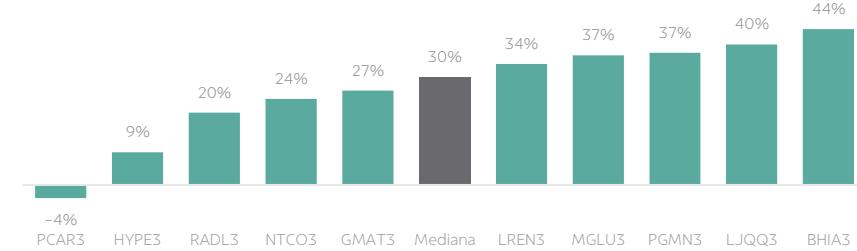


Análise de múltiplos¹

Companhia	EV/EBITDA (média 2a)	EV/EBITDA 24E	Desconto (%)	P/L (média 2a)	P/L 24E	Descont o (%)
Raia Drogasil	15,8	15,1	-5%	32,6	32,4	-1%
Quero-Quero	6,2	6,3	3%	40,2	36,4	-9%
Grupo Pão de Açúcar	4,7	4,9	5%	31,9	105,2	230%
Pague Menos	9,3	8,6	-7%	13,7	16,2	18%
Grupo Mateus	7,6	7,3	-4%	10,0	9,6	-4%
Hypera	10,6	9,6	-9%	13,1	11,7	-11%
Grupo Natura&Co	7,5	6,5	-12%	112,5	24,8	-78%
Lojas Renner	8,4	7,5	-11%	15,4	13,4	-13%
Casas Bahia	6,2	4,7	-24%	90,2	90,2	0%
Magazine Luiza	13,0	7,8	-40%	512,5	68,5	-87%

Crescimento de EBITDA 2024e²

% a/a



Apesar de as varejistas ainda estarem negociando a múltiplos EV/EBITDA inferiores à média dos últimos 2 anos, houve uma redução de 28% do desconto frente ao observado ao final de 2022 na média, o que pode sinalizar o início de um processo de recomposição de posições em companhias cíclicas, como é o caso das varejistas. Nesse contexto, que também decorre da perspectiva de continuidade do ciclo de afrouxamento monetário no Brasil e início desse ciclo nos Estados Unidos ao longo de 2024, optamos por uma abordagem menos conservadora, indicando companhias que tem potencial para capturar essa melhoria das condições de crédito na recuperação das vendas, além da própria valorização ocasionada por uma taxa de desconto menor. Vale pontuar que, apesar de vislumbrarmos outras companhias também em condições de capturar a melhora do ambiente de crédito, vemos relações risco-retorno desequilibradas, com um alto risco de execução em estratégias de *turnaround* em algumas empresas.

Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. ¹Múltiplos considerando preço de 07/12/2023; ²Conforme projeções do BB Investimentos.

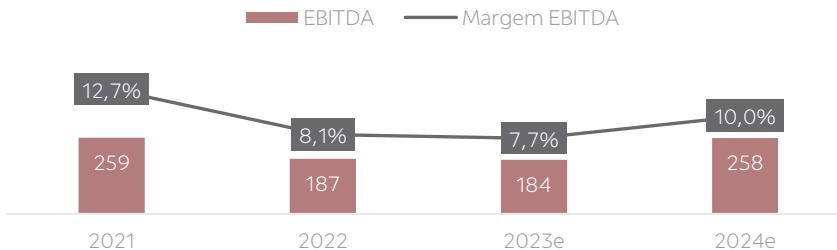
Seleção Varejo: Lojas Quero-Quero

Boa execução estratégica com foco de atuação em pequenas e médias cidades.



EBITDA e Margem EBITDA

R\$ milhões e %



Dívida Líquida e Dívida Líquida/EBITDA

R\$ milhões e vezes



Fonte: Lojas Quero-Quero, BB Investimentos.

Tese de Investimento

A Lojas Quero-Quero é uma companhia que atua na venda de material de construção, majoritariamente, complementado pela comercialização de móveis e eletrodomésticos. Além do varejo, a companhia oferta produtos e serviços financeiros, que podem ser utilizados dentro e fora de suas lojas. Sua atuação é concentrada na região Sul do Brasil, mas vem expandindo suas operações para os estados do Mato Grosso do Sul e São Paulo.

Além de uma atuação de nicho e mais regional, a estratégia da Lojas Quero-Quero está embasada na abertura de lojas concentrada em pequenas e médias cidades, e na exploração do modelo de venda “figital”, caracterizado pela oferta de produtos não disponíveis em lojas físicas.

A melhoria das condições de crédito e a redução da inadimplência esperadas para 2024 devem favorecer a operação da Lojas Quero-Quero, que possui um modelo de negócio aderente ao varejo de cidades pequenas, sustentado por todo o conhecimento que a empresa adquiriu desde a sua fundação e pela estrutura logística e escala, com mais de 540 lojas em operação.

Riscos

- (i) Retomada da concessão de crédito mais lenta do que o projetado; (ii) piora da renda da população na região Sul por conta de quebras de safra no agronegócio; (iii) manutenção da taxa Selic em patamar mais elevado do que o projetado pelo mercado; e (iv) incapacidade de elevar a penetração dos produtos e serviços financeiros.

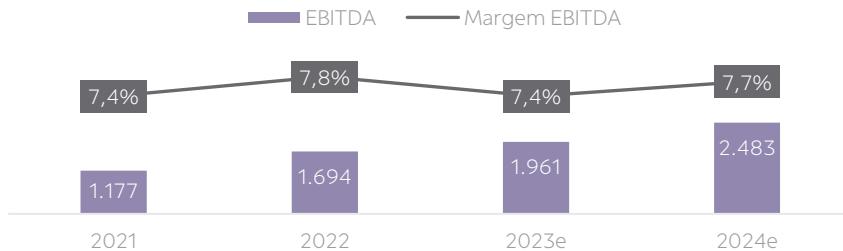
Seleção Varejo: Grupo Mateus

Forte crescimento de receita combinado com rentabilidade.



EBITDA e Margem EBITDA

R\$ milhões e %



Dívida Líquida e Dívida Líquida/EBITDA

R\$ milhões e vezes



Fonte: Grupo Mateus, BB Investimentos.

Tese de Investimento

O Grupo Mateus é uma companhia que atua no varejo alimentar através de lojas de diferentes formatos (proximidade, supermercado, atacarejo e atacado), com foco nas regiões Norte e Nordeste.

A estratégia da companhia consiste na expansão orgânica focada, principalmente, em lojas no formato atacarejo e na região Nordeste, ainda pouco adensada pelo Grupo e onde é possível ganho de alavancagem operacional advinda desse adensamento.

O Grupo Mateus tem conseguido se destacar de seus pares com a entrega consistente de resultados operacionais positivos.

Recentemente, as ações GMAT3 sofreram desvalorização por conta da provável mudança nas regras relacionadas à exclusão das subvenções para investimento da base de cálculo do IR e CSLL (MP 1.185/23). Entendemos, contudo, que o nível de desconto que o papel segue sendo negociado já contempla a piora do resultado por conta das novas regras relacionadas à subvenção para investimento e que a melhora das condições macroeconômicas ao longo de 2024 podem impulsionar o desempenho da ação.

Riscos

- (i) Acirramento da concorrência, impactando o plano de expansão orgânica e vendas mesmas lojas; (ii) elevação da inflação alimentar impactando a cesta de compras do consumidor; e (iii) piora das condições relacionadas à subvenção para investimento.

Seleção Varejo: Magazine Luiza

Além de ser referência no consumo de bens duráveis com boa execução operacional, a Magazine Luiza deve ser favorecida em 2024 pela continuidade do ciclo de redução da taxa de juros.



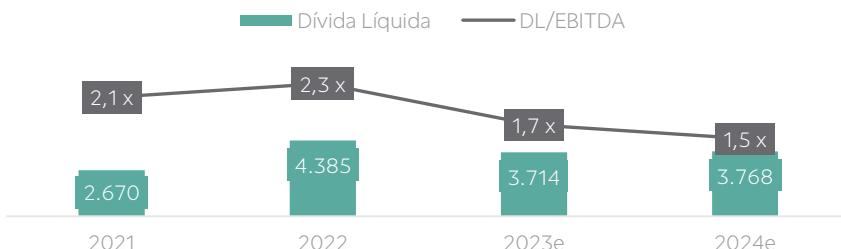
EBITDA e Margem EBITDA

R\$ milhões e %



Dívida Líquida e Dívida Líquida/EBITDA

R\$ milhões e vezes



Fonte: Magazine Luiza, BB Investimentos.

Tese de Investimento

A Magazine Luiza tem envidado esforços para monetizar sua operação e aumentar suas margens operacionais, em um momento de forte pressão sobre os resultados em função de um cenário menos propício para o consumo de bens duráveis. Para tanto, a companhia empunhou-se em simplificar sua estrutura e impulsionar sua plataforma de marketplace, reduzindo o tíquete médio das vendas.

Em nossa visão, a melhoria do cenário de concessão de crédito e inadimplência deve impulsionar a venda de bens duráveis, que passou por uma ressaca nos últimos anos após o boom de consumo durante a pandemia. Com isso, esperamos que a Magazine Luiza reporte crescimento de receita e ganho de alavancagem operacional ao longo de 2024, favorecendo a valorização das ações da companhia, as quais também se beneficiarão da redução da taxa de desconto e do fechamento da curva longa de juros.

Vale pontuar também que, em 2023, as companhias varejistas foram impactadas negativamente pela cobrança do Difal (diferencial de alíquota do ICMS), com a necessidade de repasse desse custo aos consumidores ao longo do ano, o que impactou a margem bruta no 1S23. Essa pressão, contudo, deixa de impactar os resultados em 2024, haja vista o repasse ser concluído ainda neste ano.

Riscos

- (i) Piora nas expectativas de inflação pelo mercado, impactando a dinâmica de afrouxamento monetário pelo Banco Central; (ii) acirramento da concorrência com plataformas de marketplace; e (iii) menor ímpeto de consumo por bens duráveis do que o projetado.

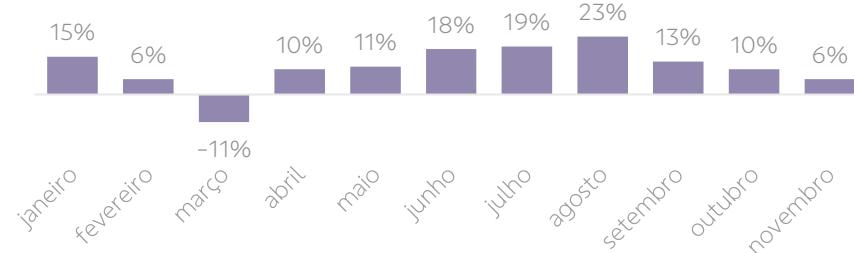
Shoppings

Forte performance operacional e financeira em 2023 sustentou a valorização dos papéis ao longo do ano.



Fluxo de visitas em shopping em 2023

% a/a



Motivação dos frequentadores para ir ao shopping



43%
Compras



31%
Lazer



21%
Alimentação



5%
Serviços

Assim como para o setor de varejo, nossa visão para o setor de shoppings em 2023 era negativa, diante da expectativa de que as condições macroeconômicas deveriam pesar sobre o ímpeto de consumo das famílias ao longo deste ano.

Contudo, apesar das companhias de varejo terem sofrido com as condições macro, com cerca de 60% delas mostrando retração de resultado operacional (EBITDA), as companhias de shopping centers tiveram uma performance oposta. Das três companhias de capital aberto do setor (Alos, Iguatemi e Multiplan), todas devem reportar crescimento de EBITDA em 2023. Isso porque, apesar da parcela de consumo nas vendas totais dos shopping centers ainda ser expressiva, cerca de 60% dos frequentadores estão em busca de lazer, alimentação e serviços, reduzindo significativamente a correlação entre consumo das famílias e o resultado dos shoppings.

A boa performance econômico-financeira refletiu no desempenho das ações ao longo do ano, com as três companhias apresentando performance superior à do Ibovespa no período.

Nossa percepção para 2024 é a de que o segmento de shoppings seguirá reportando resultados positivos – apesar do crescimento esperado de EBITDA ser inferior ao observado em 2023 – mas já embutido no preço corrente, razão pela qual optamos por não incluir o segmento na Seleção BB.

Fonte: FX Data Intelligence, F360º, Harmo, 4Intelligence, SBVC, Abrasce e BB Investimentos.



Imobiliário

Dezembro 2023

Por André Oliveira, CNPI-P

menu

Imobiliário

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB 2024: CYRE3 e DIRR3.



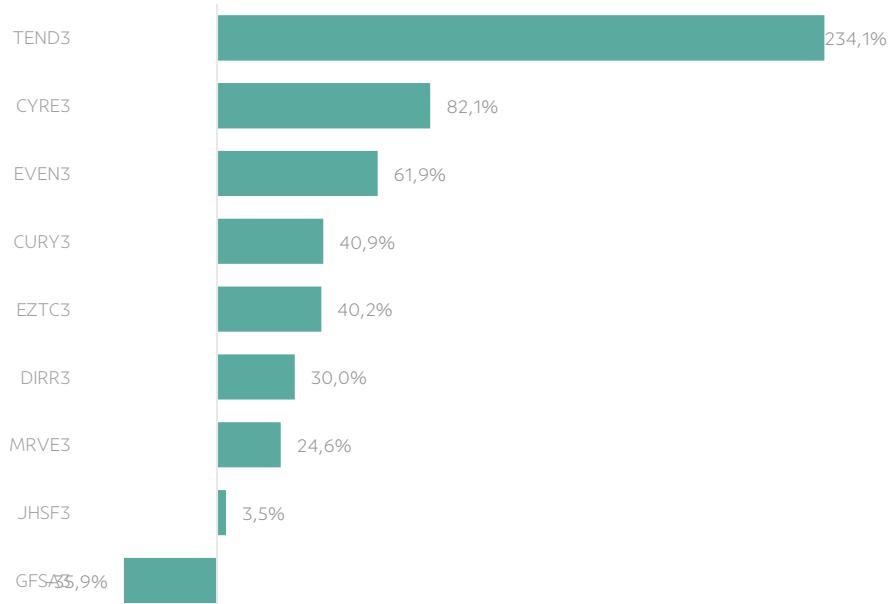
Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2024 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2024e	P/L Média 5 anos	P/VP 2024e	P/VP Média 5 anos
CYRELA	CYRE3	23,00	29,00	26,1%	Compra	8.970,2	444,5	8,4	10,9	1,1	1,2
CURY	CURY3	16,57	n/a	-	-	4.824,7	-308,4	7,8	6,1	5,2	4,1
DIRECIONAL	DIRR3	19,85	26,90	35,5%	Compra	3.452,7	233,6	6,9	7,8	1,8	1,3
EVEN	EVEN3	7,15	n/a	-	-	1.450,0	-191,6	7,2	9,6	0,7	0,9
EZ TEC	EZTC3	18,61	n/a	-	-	4.072,8	-230,1	10,3	13,4	0,9	1,4
GAFISA	GFSAS3	6,35	n/a	-	-	391,6	1.458,0	n/a	155,3	0,2	0,5
JHSF	JHSF3	4,75	7,50	57,9%	Compra	3.220,0	2.781,7	4,9	10,5	0,6	0,8
MRV	MRVE3	9,47	17,50	84,8%	Compra	5.226,3	4.537,2	9,2	9,3	0,7	1,1
TENDA	TEND3	14,10	17,00	20,6%	Compra	1.755,3	807,5	n/a	13,5	2,0	1,4

Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 07/12/2023)



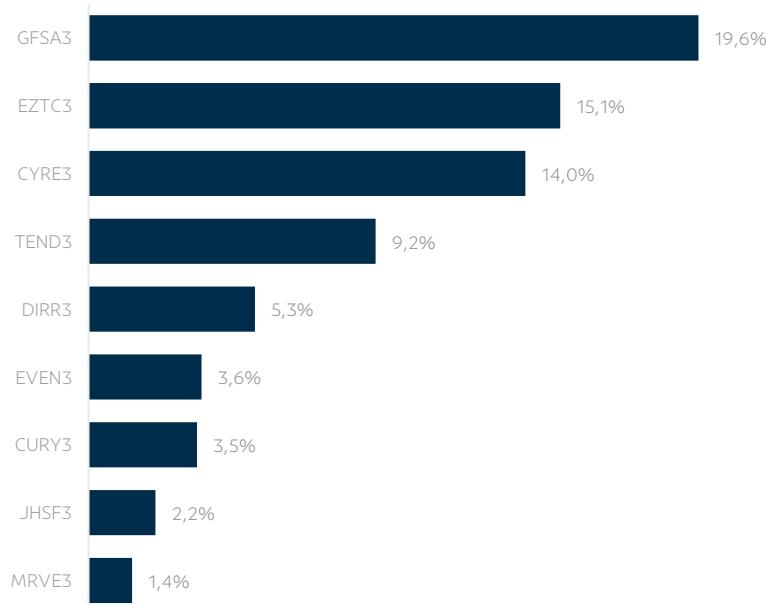
Performance em 2023

%



Performance 1 mês

%



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 07/12/2023)

Imobiliário: incorporadoras

A acessibilidade do consumidor se fortalece em meio a um ambiente macro mais favorável e aos ajustes no programa habitacional, e pode ganhar ainda mais fôlego com queda de juros dos financiamentos em 2024.



Como esperávamos, os custos com materiais, que assombraram as companhias nos últimos anos, ficaram mais estáveis em 2023, enquanto o aperto monetário apresentou efeito positivo na inflação, dando espaço para o início do ciclo de cortes de juros. Apesar disso, o ano começou com incertezas a respeito da âncora fiscal e das expectativas do anúncio de mudanças no Minha Casa Minha Vida (MCMV) por parte do novo governo, passando para o campo otimista apenas a partir de março, como reflexo da combinação de notícias positivas no mercado interno com os efeitos da crise bancária nos EUA e Europa, que acirrou as discussões sobre a dinâmica de atividade, retraiendo as curvas de juros globais. Adicionalmente, em meados de 2023, o setor ainda teve impulsos positivos oriundos do MCMV, que adicionou maior poder de compra para a população, e da intensificação das discussões do Plano Diretor de SP, que deve melhorar a dinâmica para aquisição de novos terrenos e mudar o perfil construtivo da cidade.

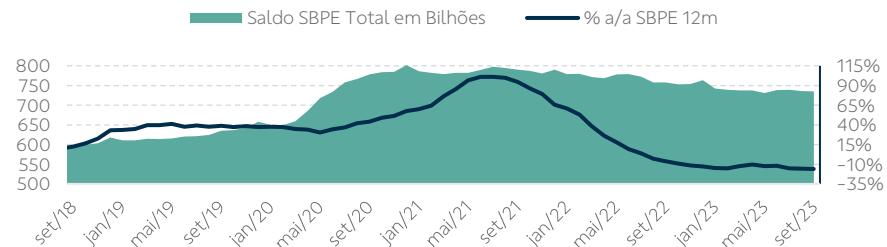
Os dados de inflação suportaram o início de cortes de juros em agosto, mas cujos efeitos foram limitados na sequência em razão da piora do quadro externo e das discussões em torno da aprovação da reforma tributária. Em um olhar micro, com a Selic ainda elevada, o saldo de poupança seguiu pressionado, refletindo em menor captação e na necessidade de investimentos mais onerosos para compor o Funding SBPE, com reflexo nas taxas de juros de financiamento, que se elevaram, reduzindo o poder de compra de parte da população. Por outro lado, os lançamentos e as contratações para habitação popular (MCMV) seguiram tracionando, principalmente em razão de um ambiente macro mais positivo.

Para 2024, acreditamos que essa dinâmica permanecerá. No geral, as companhias de médio e alto padrão devem seguir lançamentos e vendas no 1S24, refletindo a dificuldade de repasse de preços em razão de um mercado endereçável mais restrito e de custos com mão-de-obra ainda elevados, mas acelerando as operações à medida que o ciclo de cortes de juros se intensifique. Para as companhias que atuam no segmento econômico, os processos industrializados com projetos padronizados e a demanda mais resiliente devem seguir tracionando lançamentos e vendas com evolução do preço médio negociado, o que deve trazer incremento de rentabilidade dos projetos.

Fonte: Abecip, FGTS, BB Investimentos | *Dados mais recentes

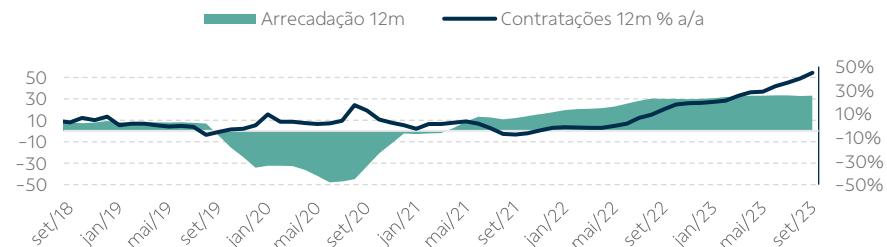
Funding e contratações SBPE

Em R\$ bilhões e %



Arrecadação e contratações FGTS

Em R\$ bilhões e %



Imobiliário: incorporadoras

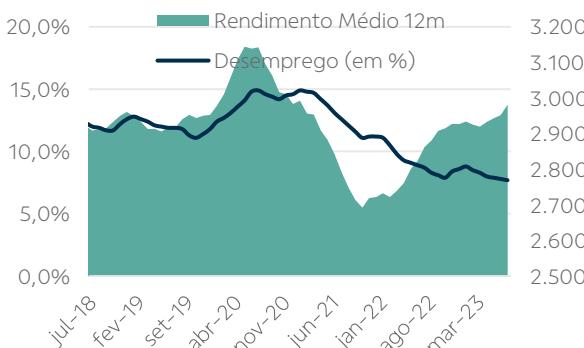
Queda na taxa de desocupação combinada com o avanço do rendimento médio e a perspectiva de continuidade do ciclo de cortes de juros devem contribuir para maior apetite dos consumidores.



Emprego

R\$ e %

Amparado pelo desempenho positivo da atividade econômica ao longo de 2023, a taxa de desocupação recuou para 7,7% no dado mais recente, menor patamar desde fevereiro de 2015, bem como o rendimento médio avançou 3,5% ante o mesmo período de 2022. A recuperação do mercado de trabalho é fundamental para manter a demanda por imóveis e sua manutenção em níveis favoráveis deve contribuir positivamente para o setor.

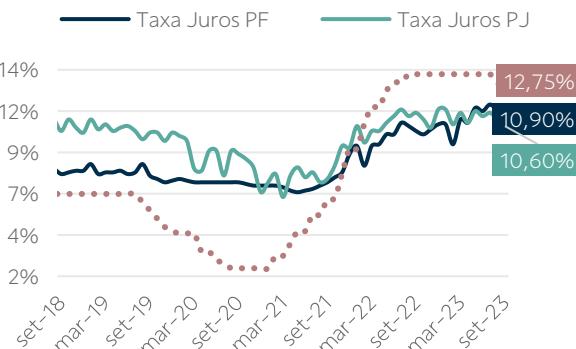


Fonte: IBGE, Bacen, FGV Ibre, BB Investimentos.

Taxas de Juros

%

Após o aperto monetário iniciado em meados de 2021, com estabilidade em setembro de 2022 em 13,75% a.a., as taxas de financiamento imobiliário para PF e PJ acompanharam o movimento e permaneceram acima de 10% nesses dois últimos anos. No entanto, após cortes recentes na Selic, as taxas PF e PJ apresentaram inflexão pelo segundo mês seguido em setembro, indicando um cenário mais favorável à medida que o ciclo de expansão esperado para 2024 se concretize e, dessa forma, traga maior apetite para compra da casa própria.



INCC-M (Índice Nacional de Custo da Construção)

% acumulado 12m

Após os impactos da disfunção na cadeia produtiva durante a pandemia, o INCC-M chegou a superar 17% em um ano, principalmente em razão dos custos de materiais, que atingiram mais de 25% em 12 meses, refletindo na retração da rentabilidade para todo o setor. Apesar da recente elevação do custo de mão-de-obra, o indicador de materiais ficou próximo da estabilidade a/a, deixando INCC-M em 3,3% em 12 meses, no último dado disponível, considerado nível satisfatório para manutenção de rentabilidade por parte das construtoras.



Imobiliário: incorporadoras

Com o Programa Minha Casa Minha Vida renovado, a Direcional segue como preferida para 2024 e, nesse ano, acompanhada de Cyrela, que apresentou um 2023 resiliente e deve surfar a queda de juros no próximo ano.



Preço por Valor Patrimonial

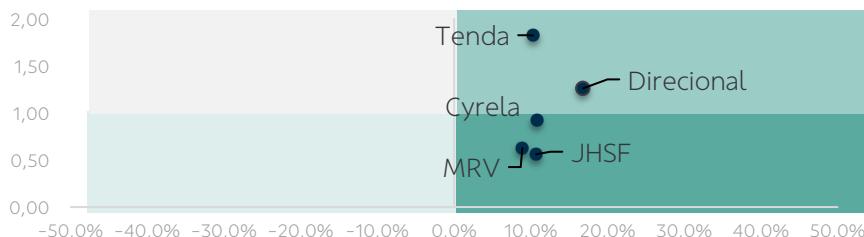
Por valor patrimonial por ação

■ 08/12/2023 ■ Média 2Y ■ Média 5Y



ROE 24e vs. P/VP¹

ROE na horizontal e P/VP atual na vertical



Fonte: Econometrica, Companhias, BB Investimentos. ¹P/BV com data base em 07/12/2023

Embora os drivers setoriais estejam bastante positivos, entendemos que ainda existem incertezas quanto ao cenário externo, com possíveis reflexos nas companhias na bolsa. Já no ambiente doméstico, o foco recai sobre os desafios fiscais e inflacionários, mas com menor pressão que a observada em 2023, o que deve trazer impactos positivos para as companhias do setor, principalmente as que atuam com Médio e Alto Padrão, que se beneficiam quando os juros de financiamentos se encontram em patamares mais baixos. Dessa forma, escolhemos a Cyrela para representar o segmento MAP (médio e alto padrão).

A CYRE3 tem apresentado certa resiliência na bolsa apesar do cenário desafiador dos últimos anos, mesmo considerando a correlação negativa com a curva longa de juros, e segue sendo negociada com um desconto de aproximadamente 25% em relação a sua média de Preço por Valor Patrimonial dos últimos 5 anos.

No segmento econômico, a escolha foi pela Direcional que, embora negocie com ágio sobre seu P/VP médio dos últimos 5 anos, entendemos que o patamar é justificado pela entrega sequencial de bons resultados. A companhia está muito bem posicionada dentro do programa Minha Casa Minha Vida, com quase 90% dos empreendimentos enquadrados, mas já mostrou eficiência em operar na média renda com a marca Riva e, por isso, comprova nossa tese de resiliência em diversos cenários. Dessa forma, esperamos aceleração dos lançamentos e vendas em 2024, equilibrando entre ajustes de preços e velocidade de venda, o que deve retornar um ROE acima de 16% em 2024.

A Tenda e a MRV já deram sinais de recuperação de rentabilidade em suas operações no Brasil. No entanto, os fatores de risco que nos impedem de incorporá-las em nossas recomendações para 2024 são: (i) a Tenda tem grande exposição ao faixa 1 do Minha Casa Minha Vida e, diante das discussões da remuneração do FGTS, entendemos que em um cenário mais pessimista as faixas mais baixas do programa sofreriam maior impacto, fruto de redução ou fim dos subsídios, além de taxas mais elevadas para uma parte da população já com acessibilidade deteriorada; (ii) a MRV possui exposição nos EUA com a Resia, bastante importante para os resultados, mas que depende muito da queda de juros americana – que ainda não está contratada – para renovar atratividade e conseguir reciclar os projetos.

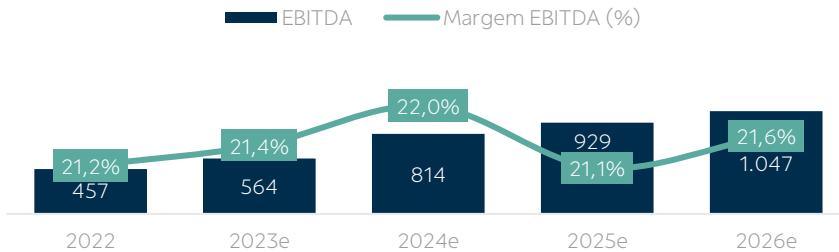
Seleção Incorporadoras: Direcional

A tese da Direcional é caracterizada pelo seu bom posicionamento dentro do programa habitacional (MCMV), além de regionalmente estar em praças de forte demanda.



EBITDA e Margem EBITDA

R\$ milhões e %



Dívida Líquida e Dívida Líquida/Patrimônio Líquido

R\$ milhões e %



Fonte: Direcional e BB Investimentos.

Tese de Investimento

A tese da Direcional consiste no desenvolvimento de empreendimentos para baixa e média renda, com bom posicionamento dentro do programa Minha Casa Minha Vida, e em regiões que possuem forte demanda e poucos concorrentes, como Manaus e Brasília, por exemplo.

A companhia vem acumulando recordes nos últimos trimestres, com evolução no volume de lançamentos e vendas, ao mesmo tempo em que segue realizando os ajustes do preço médio negociado, o que tem se refletido em bom nível de rentabilidade, se consolidando em posição de destaque entre as construtoras de baixa renda. Vale destacar que os ajustes do Minha Casa Minha Vida possibilitaram aumento do poder de compra da população e enquadramento de 90% dos empreendimentos do seu portfólio que, em conjunto com um ambiente mais favorável de desemprego e renda, devem amparar bons resultados à frente.

Além disso, diante de um cenário de custos estáveis em conjunto com um processo construtivo padronizado e industrializado, uma operação estabilizada sem desvios de custos e um endividamento controlado, a companhia ainda deve se beneficiar do follow-on realizado em julho para acelerar sua expansão nas regiões de liderança em que atua e que possuem margens mais elevadas, refletindo em uma margem EBITDA de 22% e ROE acima de 16% em 2024, considerado bastante positivo em nossa visão.

Riscos

- (i) Falta de disponibilidade de crédito no programa habitacional; (ii) custos de construção mais altos do que o esperado; (iii) atraso na aprovação dos projetos; (iv) maiores taxas de juros, reduzindo o apetite por financiamentos imobiliários; (v) ritmo menor que o esperado de vendas de estoque; e (v) novos entrantes em regiões de atual predomínio.

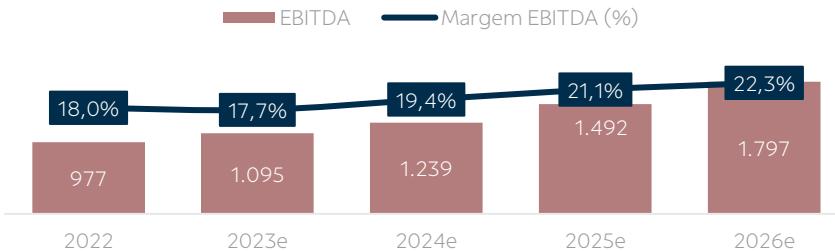
Seleção Incorporadoras: Cyrela

A Cyrela possui um posicionamento diversificado, mas focado no cliente média e alta renda, que deve ganhar apetite para aquisição de imóveis em 2024.



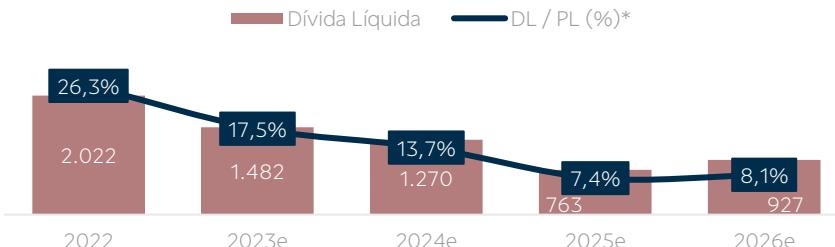
EBITDA e Margem EBITDA

R\$ milhões e %



Dívida Líquida e Dívida Líquida/Patrimônio Líquido

R\$ milhões e %



Fonte: Cyrela e BB Investimentos.

Tese de Investimento

A Cyrela possui um modelo de negócios voltado para o público média e alta renda, com projetos exclusivos localizados em regiões premium, principalmente, em São Paulo e Rio de Janeiro. Além disso, adotou uma estratégia de diversificação nos últimos anos em razão de um cenário mais restrito de juros, passando a se posicionar também no segmento econômico, que conta com benefícios do programa habitacional.

Diante desse cenário, a Cyrela optou por reduzir o número de lançamentos em 2023, mas mantendo a exclusividade dos projetos, o que facilitou o repasse de preços sem perder a força nas vendas, refletindo em uma folga nos estoques da companhia e na manutenção da rentabilidade dos projetos.

Para 2024, refletindo um ambiente de custos mais estáveis, a intensificação do ciclo de cortes de juros e melhora da dinâmica em razão do novo Plano Diretor de SP, esperamos que a Cyrela apresente a combinação perfeita de aumento de volume de operações lançadas e vendidas com incremento de margens, impulsionadas ainda pelo resultado financeiro positivo derivado da baixa alavancagem da companhia.

Riscos

(i) Ritmo menor que o esperado de vendas de estoque; (ii) maiores taxas de juros e persistência da inflação em patamares elevados; (iii) maiores despesas com provisões para contingências e distratos; e (iv) aumento da concorrência após ajustes do Plano Diretor de SP.



Saúde

Dezembro 2023

Por **Melina Constantino, CNPI-P**
William Bertan, CNPI

menu

Saúde

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB 2024: n/a.



Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2024 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2024e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2024e	EV/EBITDA Média 5 anos
DASA	DASA3	9,40	n/a	-	-	7.046,2	10.803,2	26,3	44,7	5,8	8,0
FLEURY	FLRY3	17,40	n/a	-	-	9.482,8	2.247,0	14,1	18,0	6,2	9,4
HAPVIDA	HAPV3	4,28	n/a	-	-	32.796,7	8.203,1	22,5	37,8	9,8	19,2
ONCOCLINICAS	ONCO3	11,35	n/a	-	-	5.976,4	2.369,2	15,4	17,6	7,2	7,5
REDE D'OR SAO LUIZ	RDOR3	26,30	34,00	29,3%	Compra	60.300,0	6.899,1	21,0	34,5	9,6	16,1

Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 07/12/2023)



Performance em 2023

%

ONCO3

88,2%

FLRY3

19,6%

RDOR3

-10,4%

HAPV3

-15,7%

DASA3

-1,5%

Performance 1 mês

%

ONCO3

11,7%

RDOR3

6,8%

FLRY3

6,4%

HAPV3

-0,9%

DASA3

-10,4%

Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 07/12/2023)

Saúde

O contexto desfavorável das operadoras de saúde afetou os planos de investimentos e as perspectivas em geral para o setor de saúde suplementar. A melhora no cenário doméstico em 2024 pode tornar mais atrativa a relação de risco-retorno para empresas líderes do setor.

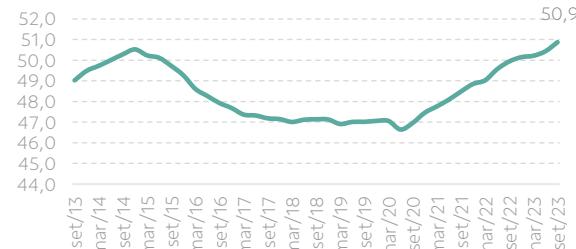
Os dados da ANS mostram um crescimento consistente de beneficiários de planos de saúde de assistência médica desde junho de 2020, atingindo em setembro o maior número da série histórica, em 50,9 milhões. A sinistralidade média do mercado apresentou crescimento ininterrupto desde o segundo trimestre de 2021, em linha com a retomada de procedimentos eletivos após o pico da pandemia de Covid-19, e apesar de ter mostrado sinais de arrefecimento desde o 4T22, não há uma tendência clara de recuperação a níveis próximos dos patamares pré-pandemia, o que mantém os desafios em relação à rentabilidade do setor no curto e médio prazos.

Dante do contexto desfavorável para as operadoras de saúde e dos efeitos nocivos de uma taxa de juros elevada, a Rede D'Or, líder do mercado no segmento hospitalar, promoveu mudanças em seu plano de expansão orgânica, postergando a inauguração de leitos para 2025 em diante.

No entanto, considerando (i) a redução da taxa de juros e a melhora do cenário doméstico para empresas diretamente relacionada aos indicadores de emprego e renda, (ii) a fragmentação do mercado hospitalar, que gera oportunidades para empresas consolidadoras de mercado e (iii) os fundamentos de longo prazo de envelhecimento da população e aumento de gastos com saúde suplementar, enxergamos uma visão prospectiva mais favorável para o setor a partir de 2024.

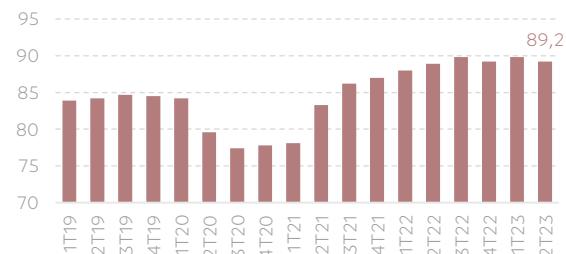
Beneficiários de planos de saúde

Milhões, somente médico-hospitalares

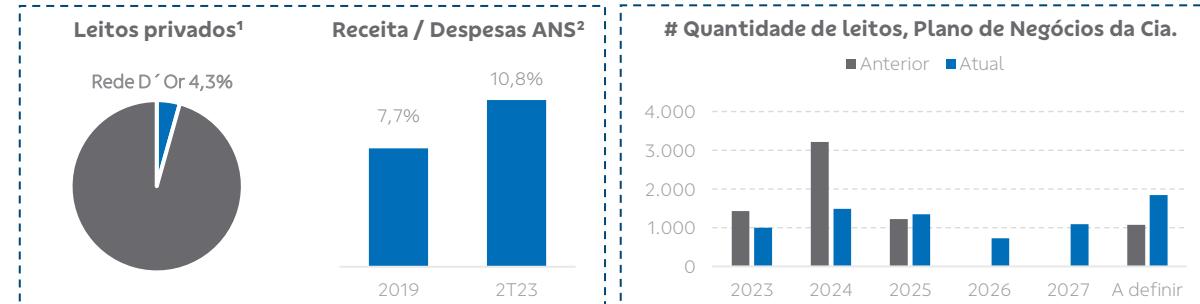


Sinistralidade Média

%, acumulado 12 meses, operadoras médico hospitalares



Rede D'Or: participação de mercado e projetos de expansão orgânica



¹ Em janeiro/2023, de acordo com a Federação Brasileira de Hospitais; ² Receita líquida da Rede D'Or / Despesas assistenciais totais das operadoras de saúde | Fontes: ANS, Federação Brasileira de Hospitais, Rede D'Or e BB Investimentos.





Fundos Imobiliários

Dezembro 2023

Por Richardi Ferreira, CNPI
Victor Penna, CNPI-P

menu

Fundos Imobiliários

IFIX | Continuidade do ciclo de cortes da Selic deve seguir favorecendo o mercado de fundos imobiliários.



2024: ainda há tempo para surfar a retomada

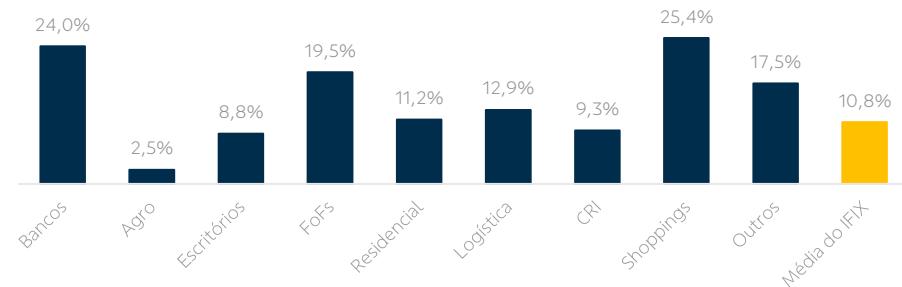
O mercado de fundos imobiliários deve encerrar o ano de 2023 com um desempenho bastante positivo e seguindo, de certa forma, a alta observada no Ibovespa. O principal impulsionador desse movimento foi o processo de redução dos juros que, embora tenha sido iniciado apenas em agosto, já vinha sendo precificado pelo mercado desde o início do ano.

Até o final de novembro, o IFIX (principal índice de fundos imobiliários da B3) acumulava uma alta de quase 11%, puxado pelo bom desempenho dos fundos de tijolo. Dentre os principais segmentos que integram a carteira teórica do índice, todos acumulam variação positiva no ano, com destaque para o segmento de shopping centers e varejo que, nos 11 primeiros meses de 2023, apresentam um retorno de 25%.

Para 2024, embora persistam incertezas quanto ao ciclo de cortes da Selic, tanto em relação à velocidade dos cortes, quanto ao nível terminal de juros, mantemos nossa visão otimista para o mercado de FIIs. Os juros futuros, principal variável que influencia esse mercado, devem seguir atrelados aos desdobramentos fiscais, principalmente, no âmbito doméstico. No cenário de curto prazo, no entanto, os juros devem seguir em tendência de queda, o que tende a ser favorável para os FIIs.

Retorno por Segmento

Variação acumulada em 2023¹



Juros Futuros x IFIX

Pts.



Fonte: Anbima, Economatica, Economatica. (1) acumulado até 30/11/2023.

Agronegócio: RZTR11 – Riza Terrax

O fundo tem como principal objetivo gerar retorno no longo prazo através do arrendamento e da compra e venda de propriedades agrícolas em 3 diferentes estratégias: *Sale & Leaseback*, *Buy to Lease* e *Land Equity*.



Patrimônio Líquido R\$ 1,11 Bi	Nº de Cotistas 92,9 mil
Liquidize Média¹ R\$ 2,36 Mi	Relação P/VP 1,02
Cota Patrimonial R\$ 100,11	Cota a Mercado R\$ 101,79
Segmento Agronegócio	Gestor Riza Asset

Desempenho da Cota

Período	Retorno	Div. Yld.
No mês	0,80%	1,37%
6 meses	20,51%	6,57%
12 meses	14,26%	11,32%
No ano	13,58%	10,25%

Últimas atualizações

[Último Relatório Gerencial](#)

[Bate Papo BB Investimentos | Riza](#)

[Outros Comunicados do Fundo](#)

RZTR11

O FII Riza Terrax tem como principal objetivo gerar retorno para os investidores no longo prazo através do arrendamento e da compra e venda de propriedades agrícolas em 3 diferentes estratégias:

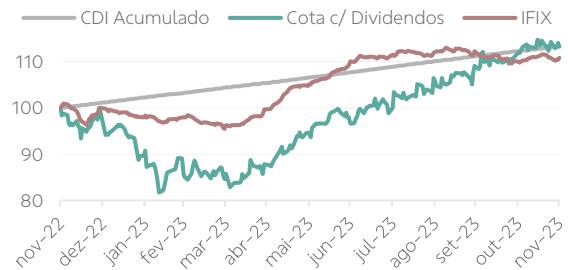
- **Sale & Leaseback** – o fundo adquire a terra e arrenda de volta para o mesmo vendedor;
- **Buy to Lease** – o fundo adquire uma propriedade de determinado produtor e arrenda a terra para um terceiro;
- **Land Equity** – o fundo adquire participação em uma propriedade buscando retorno com a valorização das terras no longo prazo.

Atualmente, o fundo detém investimentos em 14 propriedades rurais, que somam uma área de 48,5 mil hectares. Cerca de 47% está alocado na estratégia *Buy to Lease*. Outros 44% estão alocados na estratégia *Sale & Leaseback*. A estratégia de *Land Equity* responde por apenas 5% do PL, mas a gestão já sinalizou que deve concentrar esforços para aumentar esse percentual dado o maior potencial de retorno dessa estratégia.

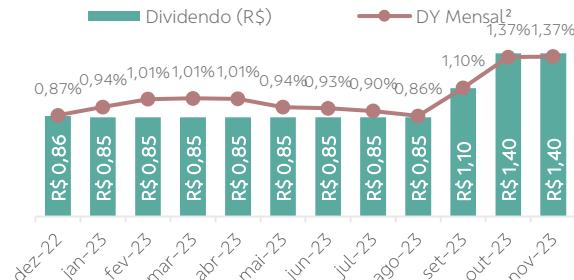
O yield médio dos contratos de arrendamento é de 12,6% a.a. e o prazo médio de vencimento destes é de 8 anos. Considerando que todas operações do fundo foram originadas a taxas pré-fixadas e levando-se em conta as perspectivas de queda nos juros para os próximos meses, vemos o RZTR11 como uma excelente opção dentro do segmento Agro.

Retorno da Cota (vs IFIX)

Base 100 (últimos 12 meses)



Rendimentos



Fonte: Econometrica (fechamento de 07/12/2023), BB Investimentos. ¹Média dos últimos 12 meses; ²Com base no valor da cota no início do período

Crédito Privado (Inflação): RECR11 – REC Recebíveis Imobiliários

O objetivo do Fundo é o investimento e a gestão ativa de ativos de renda fixa de natureza imobiliária, com preponderância em Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIIs).



Patrimônio Líquido R\$ 2,49 Bi	Nº de Cotistas 182,4 mil
Liquidez Média ¹ R\$ 4,81 Mi	Relação P/VP 0,88
Cota Patrimonial R\$ 94,24	Cota a Mercado R\$ 82,71
Segmento Crédito Privado	Gestor REC Gestão/BRL Trust

Período	Retorno	Div. Yld.
No mês	-1,61%	0,86%
6 meses	0,34%	5,70%
12 meses	8,37%	12,47%
No ano	6,01%	11,46%

Últimas atualizações

[Último Relatório Gerencial](#)

[Bate Papo BB Investimentos | REC Gestão](#)

[Outros Comunicados do Fundo](#)

RECR11

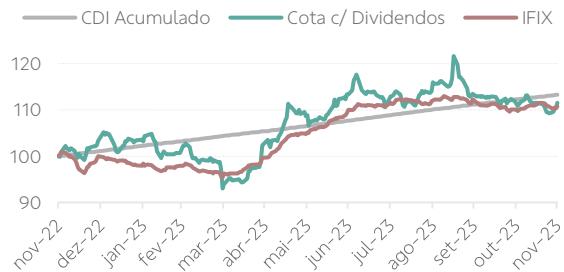
O objetivo do REC Recebíveis Imobiliários é o investimento e a gestão ativa de ativos de renda fixa de natureza imobiliária, com preponderância em Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIIs).

O fundo encerrou o último mês com 92% do PL investidos em ativos-alvo, sendo 91 operações de CRIIs (88% do PL) e 3 fundos imobiliários (4% do PL). A maior parte das operações de CRII (81% do PL) está indexada à inflação, com uma taxa média de IPCA + 8,0%. Outros 19% da carteira são indexados ao CDI, com uma taxa média de CDI + 4,15%. Há uma concentração da carteira nos segmentos de Incorporação (27%) e Loteamento (23%), cuja demanda acaba sendo mais influenciada à variação nas taxas de juros.

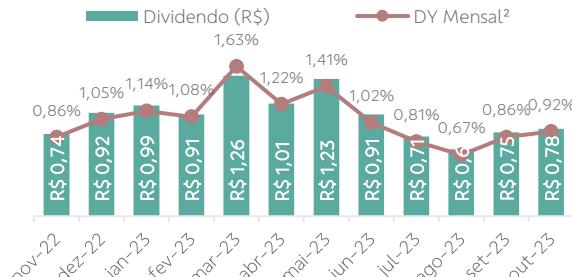
Ainda que haja uma preocupação em relação a uma eventual queda dos rendimentos em função do arrefecimento da inflação no curto prazo, entendemos que o fundo deve seguir pagando dividendos acima da média do mercado. Com essa perspectiva de recuperação dos dividendos e, dado seu patamar atual de desconto, entendemos que as cotas do RECR11 tendem a apresentar uma valorização ao longo dos próximos meses, abrindo assim uma boa oportunidade, tanto para renda, quanto para ganho de capital.

Retorno da Cota (vs IFIX)

Base 100 (últimos 12 meses)



Rendimentos



Fonte: Econometrica (fechamento de 07/12/2023), BB Investimentos. ¹Média dos últimos 12 meses; ² Com base no valor da cota no início do período

Crédito Privado (CDI/IPCA): HGCR11 – CSHG Rendimentos Imobiliários

O portfólio é dedicado ao investimento em ativos de renda fixa de natureza imobiliária, especialmente em Certificados de Recebíveis Imobiliários (“CRI”).



Patrimônio Líquido R\$ 1,55 Bi	Nº de Cotistas 104,4 mil
Liquidez Média ¹ R\$ 3,66 Mi	Relação P/VP 1,01
Cota Patrimonial R\$ 100,79	Cota a Mercado R\$ 102,10
Segmento Crédito Privado	Gestor Credit Suisse HG
Desempenho da Cota	

Período	Retorno	Div. Yld.
No mês	-2,85%	0,94%
6 meses	5,44%	6,49%
12 meses	14,05%	13,58%
No ano	12,98%	12,58%

Últimas atualizações

[Último Relatório Gerencial](#)
[Outros Comunicados do Fundo](#)

HGCR11

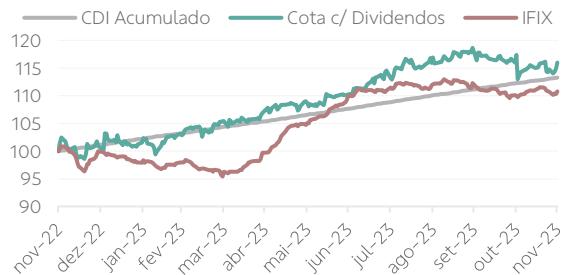
O Fundo tem por objeto o investimento em empreendimentos imobiliários por meio da aquisição, preponderantemente, de Certificados de Recebíveis Imobiliários (“CRI”), desde que atendam aos critérios definidos na Política de Investimentos do Fundo.

A carteira conta com 45 operações de CRI, sendo que 38,4% destas são indexadas ao CDI, com taxa média de CDI + 3,5%, e 61,4% indexada a índices de inflação, com taxa média de IPCA + 8,6%. Pouco mais de metade dessas operações está atrelada a empreendimentos localizados na cidade de São Paulo e Região Metropolitana. O portfólio de CRIs do fundo possui uma exposição concentrada nos segmentos de varejo (39%), logística (38%) e residencial (19%). Em geral, trata-se de uma carteira bastante diversificada, de baixo risco de crédito e na qual nenhum dos devedores responde por mais de 10% do PL. Apesar da posição relevante da carteira atrelada ao CDI, o fundo dispõe de mecanismos para sustentar um patamar de distribuição atrativo mesmo em um cenário de queda da Selic.

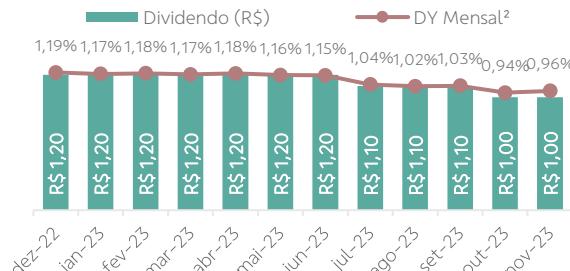
Nossa recomendação para fundo está em linha com o cenário macroeconômico que vem se desenhando para o ano de 2024, com a manutenção dos juros em patamares ainda elevados apesar do ciclo de afrouxamento monetário, o que tende a manter os *yields* em níveis ainda atrativos. Em nossa visão, uma boa alternativa para se posicionar nesse segmento é optar por FIIs com carteiras híbridas, ou seja, indexadas tanto em CDI quanto IPCA. Nesse sentido, o HGCR11 é uma das melhores alternativas do mercado neste momento.

Retorno da Cota (vs IFIX)

Base 100 (últimos 12 meses)



Rendimentos



Fonte: Econometrica (fechamento de 07/12/2023), BB Investimentos. ¹Média dos últimos 12 meses; ² Com base no valor da cota no início do período

Fundo de Fundos: XPSF11 – XP Selection

O objetivo do Fundo é a obtenção de renda e ganho de capital através da seleção e gestão ativa de um portfólio composto basicamente por cotas de outros FIIs e operações de CRIIs.



Patrimônio Líquido R\$ 367 Milhões	Nº de Cotistas 56,0 mil
Liquidez Média ¹ R\$ 557 Mil	Relação P/VP 0,94
Cota Patrimonial R\$ 8,48	Cota a Mercado R\$ 7,97
Segmento Fundo de Fundos	Gestor XP Vista Asset

Período	Retorno	Div. Yld.
No mês	0,57%	0,94%
6 meses	13,95%	6,16%
12 meses	23,44%	12,54%
No ano	17,01%	11,11%

Últimas atualizações

- [Último Relatório Gerencial](#)
- [Outros Comunicados do Fundo](#)

XPSF11

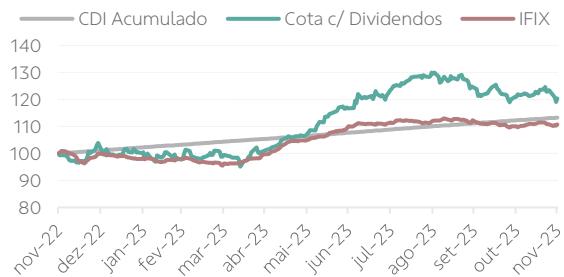
O XP Selection FoF de FII tem por objeto realizar investimentos imobiliários preponderantemente por meio da aquisição de Cotas de outros Fundos de Investimento Imobiliário. Além de Cotas de FIIs, o XP Selection pode investir em LCIs, CRIIs e outros títulos do mercado imobiliário.

Atualmente, 83% do PL do fundo está alocado em cotas de FIIs. O fundo possui também uma alocação tática de 13% em operações de CRI, sendo todas estas atreladas ao CDI (taxa média de CDI + 2,6%). Em relação à alocação da carteira de FIIs, os fundos de tijolo mantém uma proporção de 68%, contra 32% em fundos de papel. Em nossa visão, o fundo possui uma carteira bem equilibrada entre fundos de papel e fundos de tijolo. Essa composição, além de preservar certo potencial de valorização do portfólio, confere à cota um rendimento acima da média dos FoFs que integram a carteira teórica do IFIX.

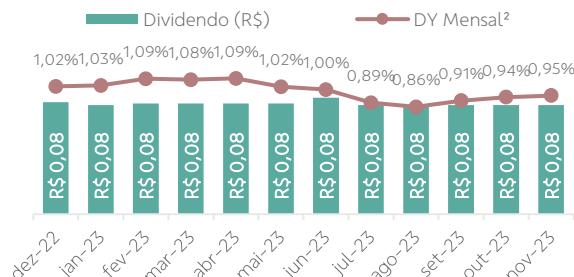
Os fundos de fundos apresentaram uma valorização bastante expressiva ao longo de 2023, seguindo o movimento de recuperação dos fundos de tijolo. O resultado dessa classe de fundos ainda segue bastante concentrado nos rendimentos mensais dos fundos investidos. A continuidade desse movimento de alta do mercado tende a incrementar o resultado dos FoFs com ganhos de capital provenientes do giro das carteiras o que, em nossa avaliação deve contribuir para elevar os dividendos dessa classe, em especial daqueles fundos com alocação mais relevante em fundos de tijolo, como é o caso do XPSF.

Retorno da Cota (vs IFIX)

Base 100 (últimos 12 meses)



Rendimentos



Fonte: Econometrica (fechamento de 07/12/2023), BB Investimentos. ¹Média dos últimos 12 meses; ²Com base no valor da cota no início do período

Lajes Corporativas: PVBI11 – VBI Prime Properties

O fundo tem como objetivo investir em imóveis corporativos de alto padrão e com excelente localização.



Patrimônio Líquido R\$ 1,32 Bi	Nº de Cotistas 128,0 mil
Liquidez Média ¹ R\$ 3,87 Mi	Relação P/VP 1,00
Cota Patrimonial R\$ 101,74	Cota a Mercado R\$ 101,50
Segmento Escritório Comercial	Gestor VBI Real Estate
Desempenho da Cota	

Período	Retorno	Div. Yld.
No mês	-0,82%	0,68%
6 meses	14,02%	4,32%
12 meses	20,76%	8,31%
No ano	16,86%	7,53%

Últimas atualizações

- [Último Relatório Gerencial](#)
- [Outros Comunicados do Fundo](#)

PVBI11

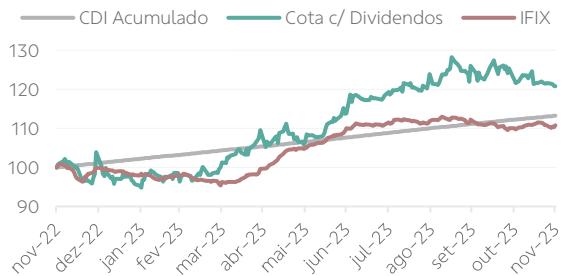
O Fundo tem como objetivo a obtenção de renda e ganho de capital através do investimento de, no mínimo, dois terços do seu patrimônio líquido, direta ou indiretamente, em imóveis do segmento corporativo ou comercial.

Atualmente, 91,4% do PL está alocado em 4 edifícios, todos localizados em São Paulo (SP), sendo 3 na região da Faria Lima e 1 nos Jardins, ou seja, bairros nobres e onde a taxa de vacância é bem inferior à média da cidade. O fundo vem seguindo uma estratégia que visa consolidar a sua participação em empreendimentos estratégicos, alinhados com as premissas de localização premium, com bons inquilinos e boas especificações técnicas. Essa estratégia tende a contribuir para a redução da dependência de receitas no edifício Park Tower que, atualmente, responde por 48% da receita mensal e encontra-se integralmente locado para a Prevent Senior (monoinquilino).

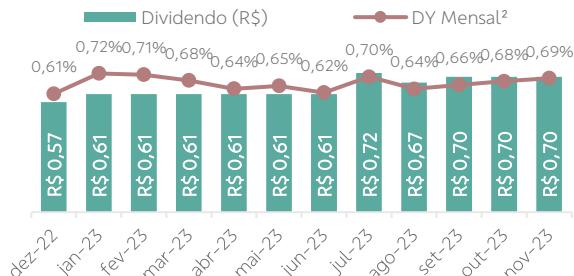
O segmento de escritórios foi, de longe, um dos mais afetados pela pandemia da Covid-19. A adoção do trabalho remoto levou muitas empresas a rescindirem ou a repactuarem contratos de locação, fazendo com que a taxa de vacância disparasse. Com a retomada das atividades presenciais, no entanto, o mercado corporativo vem se recuperando, mas de forma lenta e gradual. Na cidade de São Paulo, maior mercado do país, alguns bairros mais cobiçados, como as regiões da Faria Lima e JK, já estão bem à frente nesse processo de redução de vacância e recuperação dos preços de locação. Nessa linha, nossa indicação para esse segmento privilegia fundos com portfólio de excelente padrão e localização, como é o caso do PVBI.

Retorno da Cota (vs IFIX)

Base 100 (últimos 12 meses)



Rendimentos



Fonte: Econometrica (fechamento de 07/12/2023), BB Investimentos. ¹Média dos últimos 12 meses; ²Com base no valor da cota no início do período

Shopping Centers: HGBS11 – Hedge Brasil Shopping

O Hedge Brasil Shopping (HGBS11) é um dos fundos mais antigos e consolidados dentro do segmento de shopping centers.



Patrimônio Líquido R\$ 2,23 Bi	Nº de Cotistas 94,4 mil
Liquidez Média ¹ R\$ 5,68 Mi	Relação P/VP 1,01
Cota Patrimonial R\$ 222,75	Cota a Mercado R\$ 224,72
Segmento Shopping Center	Gestor Hedge Investments
Desempenho da Cota	

Período	Retorno	Div. Yld.
No mês	-0,84%	0,87%
6 meses	13,23%	5,02%
12 meses	29,38%	9,92%
No ano	28,69%	9,27%

Últimas atualizações

[Último Relatório Gerencial](#)

[Bate Papo BB Investimentos | Hedge](#)

[Outros Comunicados do Fundo](#)

HGBS11

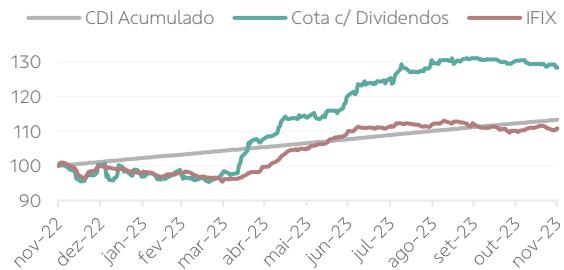
O HGBS11 tem como objetivo auferir rendimentos pela exploração comercial de participações em shoppings localizados em regiões com área de influência de, no mínimo, 500 mil habitantes e administrados por empresas especializadas, atuando de forma ativa na gestão da carteira.

O Fundo encerrou o último mês com investimentos em 17 shopping centers, distribuídos em 12 cidades e 5 estados, sendo 12 detidos de forma direta, 4 detidos por meio de cotas de outros FII's (HPDP11, FVPQ11, FLRP11 e ABCP11), e 1 detido parte de forma direta e parte em cotas de WPLZ11. Cerca de 91% da carteira de ativos do Fundo está alocada em Ativos Imobiliários e 9% em cotas de FII's, CRI's e outros ativos de renda fixa. Ao longo dos últimos meses, o fundo vendeu participação em alguns ativos e já acumula um lucro não recorrente de R\$ 7,29 por cota, que deve compor a base de distribuição pelo menos até dez/24. Em contrapartida, o HGBS está comprando participação em outros 3 ativos com recursos captados na 9ª emissão (R\$ 607 milhões). Embora o fundo esteja sendo negociado sem desconto em relação ao valor patrimonial, entendemos que o valor de avaliação dos seus ativos está defasado, de modo que enxergamos um potencial interessante de valorização.

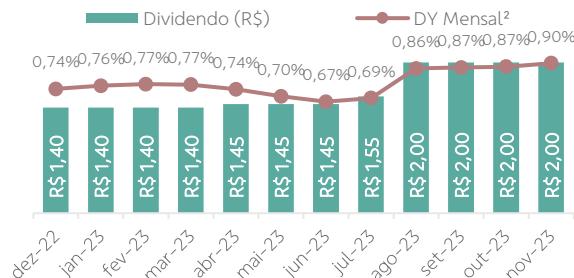
O segmento de shoppings voltou a ser destaque esse ano dentre os fundos de tijolo. Além da melhora consistente dos indicadores operacionais, essa classe de fundos liderou as emissões de novas cotas, bem como processos de aquisições, em 2023. Essa melhora operacional, acima do previsto, aliada à redução dos juros e do desemprego, deve ser traduzida em valorização para as cotas ao longo do próximo ano.

Retorno da Cota (vs IFIX)

Base 100 (últimos 12 meses)



Rendimentos



Fonte: Econometrica (fechamento de 07/12/2023), BB Investimentos. ¹Média dos últimos 12 meses; ²Com base no valor da cota no início do período

Disclaimer

Informações relevantes.



Este é um relatório público e foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. ("BB-BI"). As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não sejam incertas ou equivocadas, no momento de sua publicação, o BB-BI não garante que tais dados sejam totalmente isentos de distorções e não se compromete com a veracidade dessas informações. Todas as opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e derivam do julgamento de nossos analistas de valores mobiliários ("analistas"), podendo ser alteradas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança. Quaisquer divergências de dados neste relatório podem ser resultado de diferentes formas de cálculo e/ou ajustes.

Este material tem por finalidade apenas informar e servir como instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como material promocional, recomendação, oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É recomendada a leitura dos prospectos, regulamentos, editais e demais documentos descritivos dos ativos antes de investir, com especial atenção ao detalhamento do risco do investimento. Investimentos nos mercados financeiros e de capitais estão sujeitos a riscos de perda superior ao capital investido. A rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura. O BB-BI não garante o lucro e não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas nesse material. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 22 da Resolução CVM 20/2021, o BB-Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A ("Grupo") pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

3 - O Banco do Brasil S.A. detém indiretamente 5% ou mais, por meio de suas subsidiárias, de participação acionária no capital da Cielo S.A, companhia brasileira listada na bolsa de valores e que pode deter, direta ou indiretamente, participações societárias em outras empresas listadas cobertas pelo BB-Banco de Investimento S.A.

Disclaimer

Informações relevantes: analistas de valores mobiliários.



Declarações dos Analistas

O(s) analista(s) envolvido(s) na elaboração deste relatório declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 - Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para a(s) companhia(s) emissora(s) objeto do relatório de análise ou pessoas a ela(s) ligadas.

O(s) analista(s) declara(m), ainda, em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório:

Analistas	Itens					
	1	2	3	4	5	6
Carlos André Oliveira	X	X	X	-	-	-
Daniel Cobucci	X	X	-	-	X	-
Georgia Jorge	X	X	X	-	-	-
Luan Calimério	X	X	X	-	-	-
Mary Silva	X	X	X	-	-	-
Melina Constantino	X	X	X	-	-	-

Analistas	Itens					
	1	2	3	4	5	6
Rafael Dias	X	X	-	-	-	-
Rafael Reis	X	X	X	-	-	-
Richardi Ferreira	X	X	X	-	-	-
Victor Penna	X	X	X	-	-	-
Wesley Bernabé	X	X	X	-	-	-
William Bertan	X	X	X	-	-	-

Disclaimer

Informações relevantes: analistas de valores mobiliários.



3 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

4 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

5 – O(s) analista(s) tem vínculo com pessoa natural que trabalha para a(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

6 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, estão, direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação de valores mobiliários da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

RATING

"RATING" é uma opinião sobre os fundamentos econômico-financeiros e diversos riscos a que uma empresa, instituição financeira ou captação de recursos de terceiros, possa estar sujeita dentro de um contexto específico, que pode ser modificada conforme estes riscos se alterem. "O investidor não deve considerar em hipótese alguma o "RATING" como recomendação de investimento.

Disclaimer

Mercado de Capitais | Equipe de Research



Diretor BB-BI

Geraldo Morete Júnior

morete@bb.com.br

Gerentes da Equipe de Pesquisa

Victor Penna

victor.penna@bb.com.br

Wesley Bernabé, CFA

wesley.bernabe@bb.com.br

Renda Variável

Agronegócios, Alimentos e Bebidas

Mary Silva

mary.silva@bb.com.br

Melina Constantino

mconstantino@bb.com.br

Bancos e Serviços Financeiros

Rafael Reis

rafael.reis@bb.com.br

William Bertan

wiliambertan@bb.com.br

Saúde

Melina Constantino

mconstantino@bb.com.br

William Bertan

wiliambertan@bb.com.br

Imobiliário

André Oliveira

andre.oliveira@bb.com.br

Óleo e Gás

Daniel Cobucci

cobucci@bb.com.br

Sid. e Min, Papel e Celulose

Mary Silva

mary.silva@bb.com.br

Transporte e Logística

Luan Calimério, CFA

luan.calimerio@bb.com.br

Utilities

Rafael Dias

rafaeldias@bb.com.br

Varejo e Shoppings

Georgia Jorge

georgiadaj@bb.com.br

Fundos Imobiliários

Richardi Ferreira

richardi@bb.com.br

BB Securities - London

Managing Director – Tiago Alexandre Cruz

Henrique Catarino

Bruno Fantasia

Gianpaolo Rivas

Niklas Stenberg

Banco do Brasil Securities LLC - New York

Managing Director – Andre Hauí

Marco Aurélio de Sá

Leonardo Jafet