



Perspectivas 2023

Dezembro 2022

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

Sumário Executivo**3****Seleção BB 2023****4****Agronegócios, Alimentos e Bebidas****72****Seleção Fundos Imobiliários 2023****15****Setor Elétrico****85****Commodities****19****Saneamento****92****Macroeconomia****24****Transportes e Logística****96****Setor Financeiro****35****Varejo****105****Siderurgia e Mineração****51****Imobiliário****113****Papel e Celulose****59****Educação e Saúde****120****Petróleo e Gás****65****Fundos Imobiliários****126**

Sumário Executivo

Ajustes nos prêmios de risco sugerem que os *valuations* das companhias estão sob pressão. Vemos como mais provável que as expectativas de lucros sejam revistas para baixo, um desafio adicional para a Seleção BB 2023.



Ajustes nos prêmio de risco

___Qualidade e consistência nos resultados são as características elementares que embasam nossa Seleção de ações para 2023. Parece óbvio, mas durante a elaboração desse relatório, o Ibovespa entrou pela quarta vez em 2022 em campo negativo, derrubando todas as teses (inclusive a nossa) de que os níveis de precificação da virada do ano, juntamente com o patamar de múltiplos, ofereciam um suporte de *valuation*.

___O conflito Rússia-Ucrânia, já no primeiro trimestre, trouxe uma perspectiva completamente diferente para os mercados. A escalada de risco a partir da guerra, refletida na quebra de suprimento de bens essenciais, especialmente para a Europa, e pela disseminação da inflação nas economias, dada a alta consistente no preço das commodities, teve que ser assimilada pelos investidores.

___Em um primeiro momento, o fato de 40–45% da bolsa no Brasil operar em razão das cotações internacionais das matérias primas favoreceu o Ibovespa e fez com que essa parcela das companhias ganhasse relevância nos portfólios de

alocação global. Isso ajuda na compreensão do descolamento positivo que o país teve frente às principais bolsas globais.

___Recentemente, o quadro desenhado para a bolsa passa por um ajuste relevante nos prêmios de risco. Soma-se o fato de os efeitos extraordinários da alta das commodities no resultado das empresas terem se dissipado (ainda que parcialmente), e temos um cenário de deterioração das expectativas de resultado, o que, conseqüentemente, enfraquece o suporte de *valuation*.

___Nesse contexto, nossa expectativa de evolução consistente das receitas está sob pressão. O ambiente de arrefecimento da inflação não tem sido suficiente para descomprimir as margens, e o nível de juros sugere resultados financeiros mais apertados. Considerando que a expectativa do mercado indica que o comportamento da atividade em 2022 ainda não está contratado para 2023, iniciaremos o ano com uma abordagem que privilegia quem já entrega resultados consistentes, dado determinado nível de risco.

___Logo nas primeiras páginas, apresentamos um levantamento da média do indicador *earnings yield* projetado para os setores que compõem o Ibovespa em dispersão com a volatilidade de cada indústria. Depreende-se, a partir daí, ser muito mais arriscado apostar nos setores abaixo da linha hipotética de risco, cujo perfil de resultados tende a ser mais desafiado ao longo de 2023. Em tempos de Copa, seguiremos com os campeões em cada setor!

Sumário Ibovespa

Fechamento 16/12/2022

Preço	pts	102.855
Preço-alvo (Dez-2023)	pts	133.000
Potencial de Valorização	%	29,3%
Máximo (52 sem.)	pts	121.570
Mínimo (52 sem.)	pts	96.120
Variação em 2022 (%)	%	-1,88%

Fonte: Bloomberg, BB Investimentos.



 **BB INVESTIMENTOS**

Seleção BB 2023

Dezembro 2022

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

Seleção BB 2023

Após um 2022 extremamente volátil, o cenário para renda variável em 2023 é complexo. Apesar do desconto em múltiplos, a cena macro global ainda traz incertezas. Para as companhias listadas, o contexto segue desafiador para teses cíclicas. Commodities e bancos devem se sobressair.



Alvo do Ibovespa: 133 mil pontos

__ Nosso preço-alvo para o Ibovespa ao final de 2023 é de 133.000 pontos. Esse patamar advém das expectativas de lucros apuradas pelos nossos analistas via análise *bottom-up*, aplicado um prêmio de risco adicional relacionado ao cenário global que permeia as teses de investimento.

__ Enquanto o hemisfério norte luta para combater a inflação por meio do recrudescimento das políticas monetárias, o que pode levar a uma desaceleração mais profunda das economias, no Brasil, os desdobramentos no entorno do arcabouço fiscal seguem sendo monitorados pelos investidores. A curva de juro segue volátil, e conseqüentemente, as taxas de desconto adotadas em nossos modelos se elevaram.

__ A redução da percepção da risco pode trazer fluxo de estrangeiros para o Brasil.

__ Teses mais cíclicas seguem com uma visão mais negativa, dada a forte dependência do movimento dos juros, ao passo que as companhias produtoras de commodities e/ou com maior exposição ao ambiente externo são preferência em meio ao processo de reabertura da China e alguns desequilíbrios ainda observados na relação oferta e demanda.

Fonte: Bloomberg, BB Investimentos.

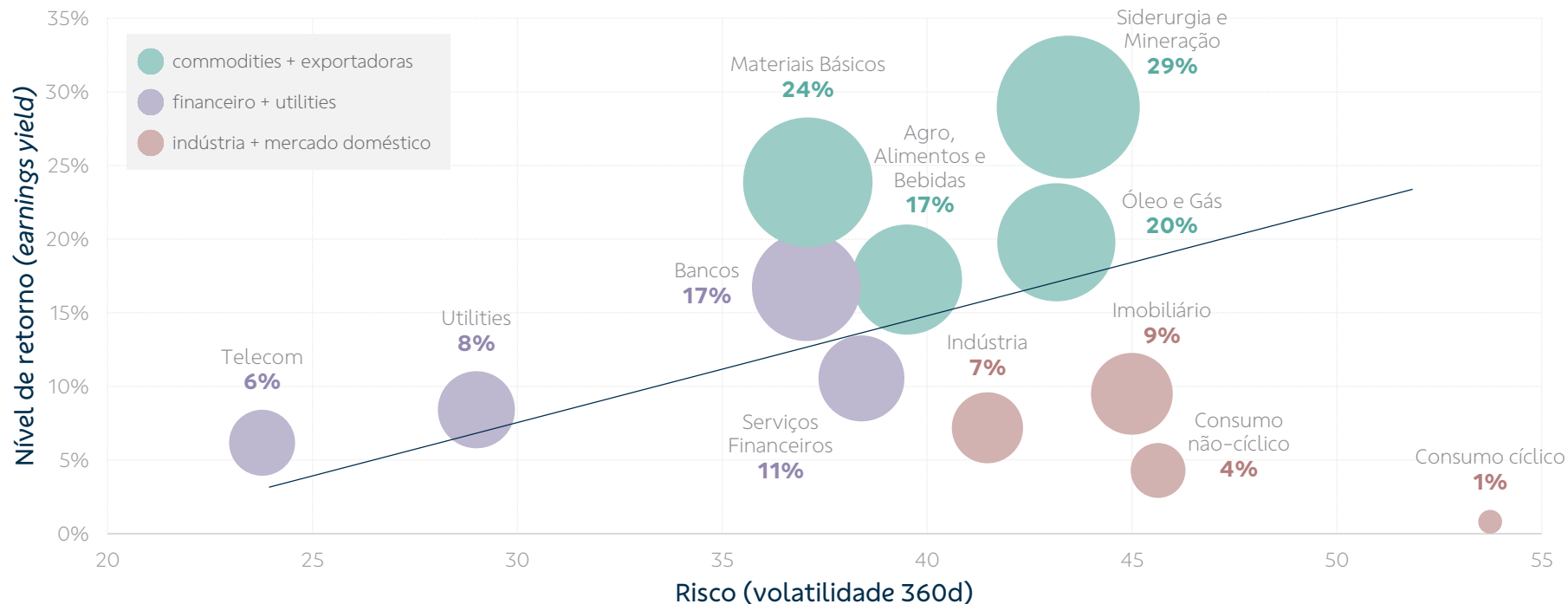
Ibovespa e preço-alvo BB Investimentos

Pontos



Matriz de risco e retorno setorial

Estimativas de resultados das companhias que compõem o Ibovespa apontam maiores retornos oriundos dos segmentos ligados às commodities e ao mercado externo. Bancos e utilities oferecem relação risco retorno satisfatória, em nossa visão.



Fonte: BB Investimentos.

Seleção BB 2022: Setor Financeiro

Cenário de juros tende a arrefecer crescimento do crédito e diminuir qualidade da carteira, mas recomposição de *spreads* é positiva para os bancos. Seguradoras devem apresentar um ano de estabilidade, enquanto mercado de bolsa no Brasil seguirá com volatilidade acentuada.



Bancos

Neutro



Seleção: Itaú, BTG e ABC Brasil

O ano de 2022 marcou, em nossa visão, o aumento do contraste entre os bancos que vivem um bom momento e os que se encontram em um contexto mais desafiador. Por conta disso, nossas seleções prezam pelo conservadorismo, apostando na continuidade de entregas de resultados sustentáveis em meio a uma atmosfera que inspira cautela, especialmente quanto ao ciclo de deterioração da inadimplência, que segue em curso, e do menor crescimento esperado para o crédito.

Fonte: BB Investimentos.

Seguros

Positivo



Seleção: n.a.

O setor de seguros, em geral, passou por um alívio em 2022, quando comparado a 2021, com a redução da sinistralidade e com a elevação dos prêmios. Os impactos causados pela pandemia e pelos fenômenos climáticos atípicos foram gradativamente se normalizando durante o ano. Para 2023, esperamos mais estabilidade e previsibilidade, com menor crescimento de prêmios e receitas, mas com a menor sinistralidade trazendo resultados mais sólidos.

Bolsa de valores

Neutro



Seleção: B3

O mercado de bolsa no Brasil passou por um momento desfavorável em 2022, com o temor acerca da inflação e com a subida dos juros nas principais economias do mundo impactando negativamente o fluxo direcionado para renda variável. No entanto, a B3 diversificou suas fontes de receita e realizou importantes investimentos que devem impulsionar seus resultados futuros. Para 2023, esperamos que a B3 volte a crescer, na esteira do maior fluxo na bolsa e de seus novos negócios.

Meios de pagamento

Negativo



Seleção: n.a.

O mercado de aquisição e meios de pagamento traduz um ambiente de forte pressão competitiva e ameaça de disrupção. 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 2023 é que este cenário permaneça e, por isso, não indicamos papéis desse setor para a Seleção BB.

Seleção BB 2022: hard commodities

A expectativa de desaceleração econômica global, especialmente na China, traz incertezas com relação ao nível de demanda de materiais básicos no próximo ano, enquanto a indústria de óleo e gás pode seguir beneficiada pelos elevados preços de petróleo, com crescimento na produção e reduções nos custos de extração.



Mineração

Neutro



Seleção: **Vale**

A desaceleração do crescimento econômico global e as incertezas com relação à demanda na China devem continuar trazendo alta volatilidade às cotações de minério de ferro em 2023. Além disso, os custos de produção devem seguir elevados. Mesmo assim, acreditamos que a Vale ainda deverá apresentar margens atrativas, dada sua elevada competitividade e portfólio com produtos de maior qualidade e alto teor de ferro. Oferta apertada de metais básicos deve impulsionar desempenho do segmento, que também se beneficia do momento de transição energética global.

Siderurgia

Neutro



Seleção: **Gerdau**

O tamanho da desaceleração dos EUA e Europa, e a reabertura da China, com os respectivos estímulos em cada região, serão cruciais para a definição da trajetória de demanda e preço do aço, que por enquanto está bastante incerta.

No Brasil, esperamos que o consumo interno de aço siga em níveis normalizados, mas, a depender da dificuldade no repasse de custos aos preços e do patamar dos preços internacionais, as margens das siderúrgicas poderão ser pressionadas.

Papel e Celulose

Neutro



Seleção: **n.a.**

Acreditamos que os desafios relacionados à oferta global de celulose – manutenções em plantas, problemas logísticos, atrasos em inaugurações de novas operações – serão gradualmente contornados, e diante do potencial arrefecimento da demanda e da entrada de novas capacidades em operação, os preços da commodity passarão por uma correção.

No segmento de papéis, a expedição brasileira de papelão ondulado deverá continuar sendo favorecida pelas vendas via *e-commerce* e *delivery*, bem como pelas exportações de carnes e outros alimentos.

Óleo e Gás

Positivo



Seleção: **Vibra**

Para 2023, esperamos que o setor siga beneficiado pelos elevados preços de petróleo, com crescimento na produção e margens maiores com as reduções nos custos de extração.

As empresas independentes devem continuar ganhando relevância no mercado de capitais, consolidando um papel relevante nos campos maduros.

O setor de distribuição de combustíveis deve manter a gradual recuperação do volume de vendas, e a Vibra deve seguir melhor posicionada no setor.

Fonte: BB Investimentos.

Seleção BB 2022: soft commodities

A produção de grãos na safra 2022/23 deve registrar novo recorde, mantendo o Brasil entre os protagonistas nas exportações. Elevações nos preços do açúcar seguem limitadas, enquanto a competitividade do etanol permanece atrelada às expectativas sobre o término dos incentivos tributários à gasolina.



Agronegócios

Positivo



Seleção: **SLC Agrícola**

A SLC é diversificada geograficamente, em diversos estados brasileiros, o que mitiga riscos climáticos adversos, e tem entregado produtividade acima da média do mercado, principalmente na soja. Além disso, a expectativa de preços elevados de commodities em 2023 e sua bem sucedida estratégia de *hedge* cambial e de commodities, e de antecipação de vendas e de compras de insumos, devem continuar se traduzindo em boa rentabilidade para a companhia.

Fonte: BB Investimentos.

Alimentos (Proteínas)

Positivo



Seleção: **Minerva**

Apesar da esperada desaceleração da global, a demanda por proteína animal deverá continuar aquecida em 2023, com potencial por parte da China (independente do cenário de reabertura), o que poderá manter as exportações brasileiras aquecidas. A melhora do ciclo bovino na América do Sul deverá contribuir para as margens operacionais dos frigoríficos da região, especialmente da Minerva, líder das exportações sul-americanas.

Alimentos e Bebidas

Neutro



Seleção: **n.a.**

Em geral, o esfriamento do consumo no mercado doméstico pode se manter no curto prazo, motivo pelo qual preferimos manter a cautela nas recomendações das empresas do segmento. Entendemos que os méritos da boa gestão e dos resultados que agradaram os investidores ao longo de 2022 já foram precificados, independente da continuidade da pressão de preços elevados de commodities sobre as margens.

Açúcar e Etanol

Neutro



Seleção: **n.a.**

A expectativa de melhores condições climáticas para 2023 está contrabalanceada por uma perspectiva de superavit na produção global de açúcar, o que deve limitar os preços, enquanto a paridade do etanol segue prejudicada devido à redução de tributos na gasolina. A reversão da redução de tributos e uma menor pressão de custos agrícolas poderiam representar gatilhos para uma melhor performance do setor, que seguiremos acompanhando.

Seleção BB 2022: Infraestrutura

Calendário de concessões deve desacelerar em 2023 com a taxa de juros em patamar elevado, após dois anos de muita intensidade. Expectativa de privatizações em saneamento segue no radar.



Energia Elétrica

Neutro



Seleção: **AES Brasil**

As geradoras ainda conseguem alguma expansão via mercado livre frente a demanda fraca, e as hidrelétricas se beneficiam pela recuperação da hidrologia. Transmissoras em fase final de ciclo de expansão, com expectativa de início de novo ciclo com grandes leilões em 2023. As Distribuidoras têm apresentado diferentes dinâmicas de consumo e inadimplência, também beneficiadas por menor custo de geração termelétrica dada a melhora da hidrologia.

Saneamento

Neutro



Seleção: **Copasa**

Recuperação de volumes e da inadimplência, após pico da pandemia, reafirma resiliência do setor. Últimas revisões tarifárias trouxeram algum avanço na regulação tarifária, mas parâmetros aguardados de divulgação pela ANA (Agência Nacional de Águas) não avançam. Após licitações de várias concessões de serviços públicos de saneamento para iniciativa privada nos últimos dois anos, aumenta expectativa para primeiras privatizações.

Industria e Transportes

Neutro



Seleção: **WEG**

O cenário de manutenção de juros nos níveis atuais deve pressionar as margens e as expectativas de lucros das empresas de locação de veículos, concessionárias de transportes e companhias aéreas.

Para o segmento de indústrias, nossa recomendação é a WEG, que continuará capturando crescimento com a economia global focada nos investimentos para transição da matriz energética mundial.

Fonte: BB Investimentos.

Seleção BB 2022: Consumo

Estimativas atuais para o cenário doméstico nos inclina a uma abordagem mais conservadora em relação aos setores de Varejo e Shoppings.



Varejo

Negativo



Seleção: **RaiaDrogasil**

Diante das atuais estimativas em relação ao crescimento doméstico, bem como das perspectivas de manutenção da taxa de juros em patamar elevado, optamos por uma abordagem mais conservadora na indicação de empresas do setor de varejo, designando para compor nossa seleção uma companhia com menor expectativa de revisões baixistas de receita e lucro, que apresenta proteção (ainda que parcial) à inflação, com atuação em um segmento de consumo resiliente (medicamentos) e de maior exposição às classes sociais com renda mais elevada, usualmente menos suscetíveis aos impactos inflacionários e juros elevados.

Fonte: BB Investimentos.

Imobiliário (Construtoras)

Neutro



Seleção: **Direcional**

Apesar de perspectivas de taxa de juros permanecendo em patamares elevados em 2023, os custos mais estáveis aliados ao melhor nível de acessibilidade dos consumidores devem favorecer, principalmente, as incorporadoras do segmento econômico, que contam com menores taxas de financiamentos vindas do Programa Habitacional. Nesse sentido, optamos por escolher a Direcional para a Seleção BB 2023, diante do bom desempenho nos últimos anos, fruto da boa gestão de obras, posicionamento em regiões menos atendidas e grande presença dentro do Programa Habitacional.

Imobiliário (Shoppings)

Negativo



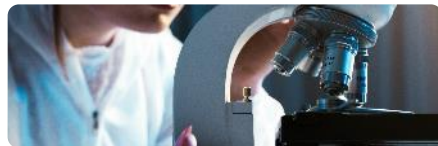
Seleção: **n.a.**

Apesar de as companhias do setor terem mostrado forte recuperação ao longo de 2022, dada a flexibilização total das medidas de combate ao Covid no país, acreditamos que o ímpeto de retomada pode perder forças em 2023 em reflexo à manutenção da taxa de juros em patamar mais elevado, com impacto no poder de compra do consumidor, o que pode refletir em revisões das estimativas lucro das companhias para baixo.

Por essa razão, optamos por não indicar nenhuma empresa do setor para compor nossa Seleção BB 2023.

Educação e Saúde

Neutro



Seleção: **n.a.**

A característica cíclica destes setores, diretamente correlacionados aos indicadores domésticos da economia, pesa contra, neste momento, no processo de seleção dos papéis mais atrativos para o próximo ano. A taxa Selic elevada e a expectativa de um crescimento mais modesto da economia brasileira em 2023 são fatores desfavoráveis e que têm ofuscado a melhora operacional e os fundamentos de longo prazo das empresas, mesmo sendo líderes em seus mercados de atuação e tendo superado os maiores impactos da pandemia em seus balanços.

Seleção BB 2023

Sumário das empresas selecionadas.







Empresa	Ticker	Último Fechamento ¹	Intervalo de Preço	Varição 1 ano	Preço-alvo Dez/2023	Potencial de Valorização	Valor de Mercado R\$ milhões
BANCO ABC BRASIL	ABCB4	18,21	14,8  23,2	34,5%	25,00	37,3%	4.142,0
AES BRASIL ENERGIA	AESB3	9,08	9,1  12,4	-43,9%	16,11	77,5%	5.551,1
B3 BRASIL BOLSA BALCAO	B3SA3	11,36	9,7  16,3	-39,0%	16,20	42,6%	70.077,5
MINERVA	BEEF3	12,36	8,8  16,4	40,5%	17,00	37,5%	7.457,4
BANCO BTG PACTUAL	BPAC11	20,55	18,0  30,0	-9,3%	34,00	65,4%	79.660,7
CIA SANEAMENTO MG	CSMG3	15,09	11,1  16,3	1,1%	22,00	45,8%	5.741,8
DIRECIONAL ENGENHARIA	DIRR3	13,65	9,1  18,4	14,2%	22,60	65,6%	2.152,5

Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (¹Fechamento em 16/12/2022)

Seleção BB 2023

Sumário das empresas selecionadas.



Empresa	Ticker	Último Fechamento ¹	Intervalo de Preço	Varição 1 ano	Preço-alvo Dez/2023	Potencial de Valorização	Valor de Mercado R\$ milhões
GERDAU	GGBR4	30,17	21,3  32,5	57,7%	34,00	12,7%	46.877,1
ITAU UNIBANCO	ITUB4	23,68	20,9  31,3	-2,2%	30,50	28,8%	216.685,3
RAIA DROGASIL	RADL3	21,90	17,8  27,2	-10,7%	28,10	28,3%	36.309,4
SLC AGRICOLA	SLCE3	45,98	33,8  57,8	97,2%	60,00	30,5%	9.801,2
VALE	VALE3	85,68	61,9  107,1	26,2%	92,00	7,4%	404.533,0
VIBRA ENERGIA	VBBR3	14,25	13,8  24,9	-28,0%	27,00	89,5%	16.787,7
WEG SA	WEGE3	37,40	22,8  42,4	1,5%	47,00	25,7%	160.001,8

Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (¹Fechamento em 16/12/2022)

Riscos

Ambiente global traz uma série de desafios para 2023, herdados de 2022, com o nível de escalada dos juros e da consequente desaceleração global no cerne da questão. No Brasil, ativos respondem aos ajustes nos prêmios de risco.



Eventos alternativos em relação ao nosso cenário base

Internos

Redução do ritmo da atividade econômica

Pressões inflacionárias persistentemente altas

Trajatória de juros acima do esperado pelo consenso de mercado

Recorrência de eventos de revisões negativas de lucro das companhias

Agravamento dos indicadores relacionados ao quadro fiscal

Externos

Aumento nas projeções de taxa de juros terminal nos EUA ao fim do ciclo de alta

Desaceleração econômica global acima do esperado (em especial o risco de recessão nos EUA)

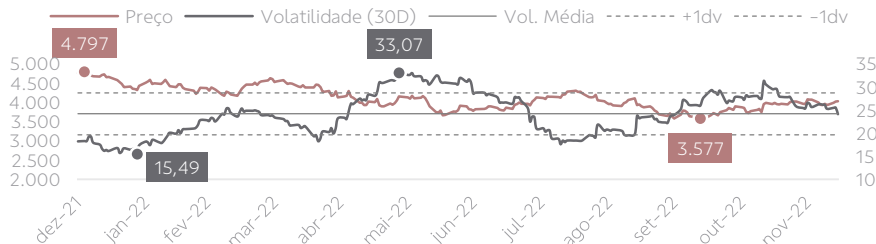
Permanência da China em políticas restritivas de combate à covid

Pressões inflacionárias persistentemente altas

Intensificação das tensões geopolíticas

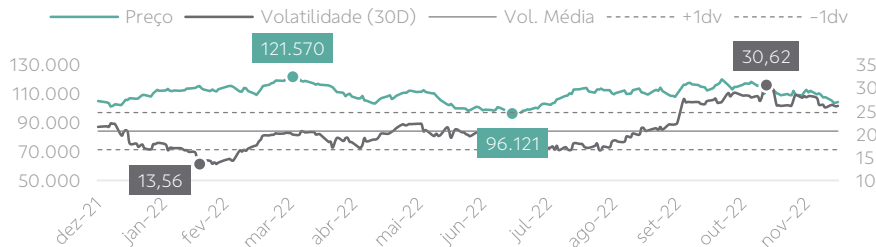
S&P

Eixo esquerdo (pontos), eixo direito (%)



Ibovespa

Eixo esquerdo (pontos), eixo direito (%)



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos.



 **BB INVESTIMENTOS**

Seleção Fundos Imobiliários 2023

Dezembro 2022

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

Seleção FIIs BB 2023

Fundos Imobiliários | Passado o movimento de deflação do IPCA e, diante da expectativa de manutenção de juros em patamares mais elevados, os fundos de Crédito Privado tendem a se consolidar ainda mais no mercado.



Crédito Privado – Inflação

Positivo



Seleção: RECR11

O movimento de deflação observado no IPCA entre os meses de julho e setembro acabou impactando negativamente o resultado dessa classe de fundos. Não obstante tratar-se de um movimento atípico e bastante influenciado pela redução de tributos sobre combustíveis, energia e telecomunicações, a queda nos rendimentos acabou levando a uma fuga de investidores. Para o próximo ano, no entanto, **a perspectiva é de que a inflação siga pressionada, o que tende a elevar o patamar de distribuição de dividendos em fundos mais indexados em IPCA favorecendo, assim, a recuperação das cotas no mercado secundário.**

Fonte: BB Investimentos.

Crédito Privado – CDI

Positivo



Seleção: KNCR11

Ainda que haja uma perspectiva de início do ciclo de cortes da Selic para o ano que vem, o mercado espera que essa queda ocorra de maneira lenta e gradual, considerando o cenário de inflação ainda superior à meta. Assim, **os juros devem seguir em um patamar superior a dois dígitos, o que tende a favorecer fundos de papel com maior exposição ao CDI.** Os fundos que investem em CRI, de maneira geral, já vem adotando uma estratégia de aumentar a participação de operações indexadas ao CDI na carteira. De fato, os juros no patamar de 13,75% são um grande atrativo para essa classe de fundos.

Galpões Logísticos

Positivo



Seleção: PATL11

Dentre os fundos de tijolo, o segmento de logístico foi, sem dúvida, o que mais se beneficiou do cenário que vem se consolidando desde o início da pandemia. O segmento de *e-commerce* acabou sendo bastante impulsionado e o mercado não estava preparado para atender o aumento da demanda, o que levou a uma **forte queda da vacância e a consequente elevação dos preços das locações.** Embora novos espaços e novos galpões tenham sido entregues ao longo dos últimos meses, **a perspectiva é de que o mercado siga aquecido,** principalmente em regiões mais próximas de grandes centros urbanos.

Lajes Corporativas

Neutro



Seleção: JSRE11

O segmento de escritórios foi, de longe, um dos mais afetados pela pandemia do 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 gradualmente.** Na cidade de São Paulo, maior mercado do país, alguns bairros mais cobiçados, como a região da Faria Lima, **já estão com taxa de vacância bem próximas de zero, o que vem impulsionando a alta dos preços de locação.**

Seleção FIIs BB 2023

Fundos Imobiliários | No curto prazo, os fundos de tijolo devem continuar apresentando volatilidade, mas seguindo em trajetória gradual de recuperação.



Shoppings Centers

Positivo



Seleção: n.a.

O segmento de shoppings foi o destaque do ano dentre os fundos de tijolo em função da rápida recuperação das vendas. Com a flexibilização total das medidas de restrição, o setor de consumo apresentou uma melhora sensível e isso tem favorecido a retomada das vendas dos shoppings centers que, no geral, já vem operando em patamares superiores aos níveis pré-pandemia. **As cotas dos principais fundos shopping, inclusive, já negociam bem próximos do valor patrimonial.** Em meio ao avanço do e-commerce, o setor tem se mostrado bastante resiliente e a expectativa é de que as vendas sigam em tendência de crescimento.

Fonte: BB Investimentos.

Residencial

Positivo



Seleção: MFII11

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) perspectiva de início do ciclo de cortes da Selic, e também pelos (iv) estímulos anunciados recentemente, como os ajustes nas faixas do programa Casa Verde Amarela e o aumento do prazo de financiamento com recursos do FGTS (agora para 35 anos) que, de certa forma, beneficiam os públicos de média e baixa renda.

Agronegócio

Positivo



Seleção: RZTR11

Trata-se de um dos segmentos que mais têm 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 novo instrumento, regulamentado ao final de 2021, os Fiagros, que têm uma estratégia bastante similar a dos fundos imobiliários. **Em 2022, as captações dos Fiagros superaram a casa dos R\$ 5 bilhões.** Já são mais 30 fundos dessa categoria listados na bolsa e o número de investidores não para de subir.

Fundo de Fundos

Neutro



Seleção: n.a.

Embora tenha apresentado alguma recuperação nos últimos meses, as cotas dos FoFs seguem com descontos expressivos. Com pouca margem para realização de ganhos de capital, **o resultado dessa classe de fundos tem vindo, basicamente, dos rendimentos mensais dos fundos investidos.** Como há uma concentração em fundos de tijolo, o *dividend yield* dos FoFs tem sido ligeiramente inferior à média do IFIX. No médio e longo prazo, com a expectativa de recuperação dos fundos de tijolo, essa classe de ativos tende a elevar o patamar de distribuição, o que deve contribuir para a recuperação das cotas.

Seleção FIIs BB 2023



Ativo	Segmento	Ticker	Taxa Adm + Gestão	IFIX (%)	Último Fechamento (R\$)	P/VPA	Vol. Médio Diário 3M R\$ mil	Retorno			Dividend Yield		
								Mês	6 meses	12 meses	Mês	6 meses	12 meses
Riza Terrax	Agronegócios	RZTR11	1,25%	1,25%	96,15	1,00	4.006	-4,43%	3,38%	12,22%	1,22%	7,54%	15,54%
JS Real Est	Escritórios	JSRE11	1,00%	1,36%	68,5	0,60	2.592	-4,76%	-10,43%	-2,56%	0,57%	3,78%	8,64%
Pátria Log	Logística	PATL11	0,93%	0,33%	70,03	0,71	728	-2,90%	-5,78%	10,27%	0,73%	4,49%	10,95%
Kinea Rend	Recebíveis	KNCR11	1,20%	4,04%	96,51	0,96	11.193	-2,61%	2,19%	7,30%	1,08%	6,71%	12,12%
REC Receb	Recebíveis	RECR11	0,50%	2,14%	84,9	0,89	5.641	-0,09%	-10,64%	-0,31%	0,86%	5,69%	13,84%
Mérito Desenv	Recebíveis	MFII11	2,00%	0,37%	92,15	0,93	330	-3,40%	3,49%	0,38%	1,14%	6,72%	11,22%



Commodities

Dezembro 2022



Commodities

Volatilidade dos preços de minério de ferro deve permanecer elevada em 2023, dadas as incertezas com relação ao crescimento da economia global, especialmente na China. Preços de celulose deverão passar por uma correção. A cotação do petróleo deve responder a uma oferta mais limitada e dúvidas sobre o rumo da demanda persistem.

Minério de ferro



Ao longo de 2022, os preços de minério de ferro oscilaram entre US\$ 80–160/t, acompanhando a demanda global puxada pela China nos primeiros meses do ano, mas que se acomodou no 2S22 devido aos impactos da política “Covid zero” adotada pelo país. Para 2023, as principais incertezas que permanecem no radar são com relação ao ritmo de crescimento da economia global e do consequente impacto na demanda pela commodity. Estimamos um preço médio de US\$ 90/t no ano, se estabilizando em US\$ 70/t a partir de 2025, com o maior equilíbrio entre oferta e demanda global.

Celulose



Em 2022, a oferta global foi bastante impactada por questões logísticas, paradas para manutenção em fábricas, entre outros, que levaram os preços a um patamar recorde dos últimos anos. Em 2023, o cenário macroeconômico adverso na Europa e EUA, e o ritmo mais lento do crescimento da economia na China trazem incertezas do lado da demanda. Assim, esperamos que, à medida que os problemas do lado da oferta sejam amenizados (logísticos, entre outros), a demanda nessas regiões arrefeça e novas plantas adicionem mais capacidade de produção, haverá uma correção nos preços de celulose.

Petróleo



Para 2023, projetamos preços de petróleo ao redor de US\$ 90/barril, dada a oferta limitada, em um contexto de manutenção da guerra na Ucrânia (e o recém imposto teto de preços aos produtos russos) e pela baixa capacidade ociosa por parte da OPEP+, além de menor capacidade de crescimento da produção em outros países. Assim, os preços da commodity devem responder mais às variações na demanda, com destaque para as dúvidas sobre a retomada da economia chinesa e à ocorrência/intensidade de uma recessão nos Estados Unidos.

Etanol



A safra 2022/23 deve fechar com uma redução de 7,4% a/a na produção de etanol, dado o maior direcionamento do mix produtivo de cana para o açúcar, de acordo com a UNICA. Tal declínio ocorre por uma menor demanda do biocombustível, que perdeu competitividade frente à gasolina, cujos tributos foram reduzidos em 2022. Para 2023, há dois cenários: a manutenção das condições, que deve manter um maior mix de açúcar, ou uma reversão das alterações tributárias, o que poderia representar um gatilho para retomada. Nossa expectativa é da segunda opção, o que se concretizado deve aumentar a competitividade do etanol frente à gasolina.

Fonte: Bloomberg, UNICA, BB Investimentos.

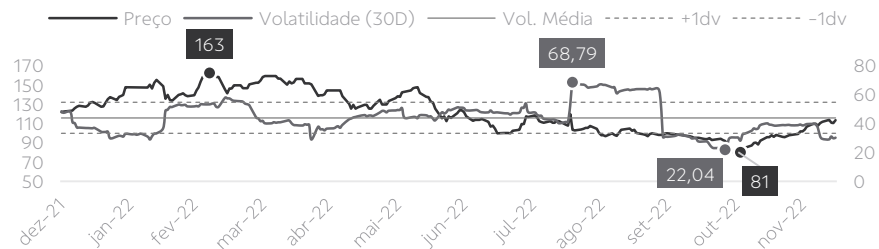
Commodities

Os preços de minério de ferro tiveram bastante volatilidade em 2022, oscilando entre US\$ 80/ton a mais de US\$ 160/ton, acompanhando principalmente a dinâmica da atividade siderúrgica na China ao longo do ano. O petróleo disparou com o início do conflito na Ucrânia, recuando ao longo do segundo semestre para uma média de US\$ 90.



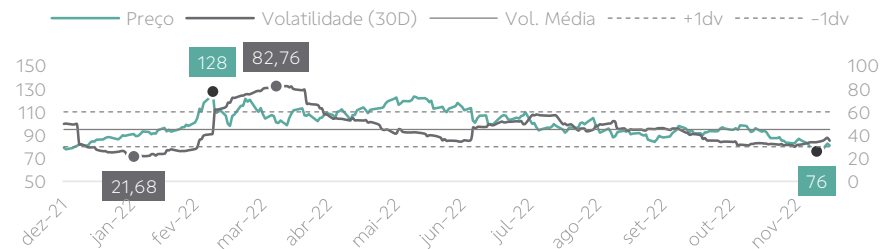
Minério de Ferro (62% Fe)

US\$/ton



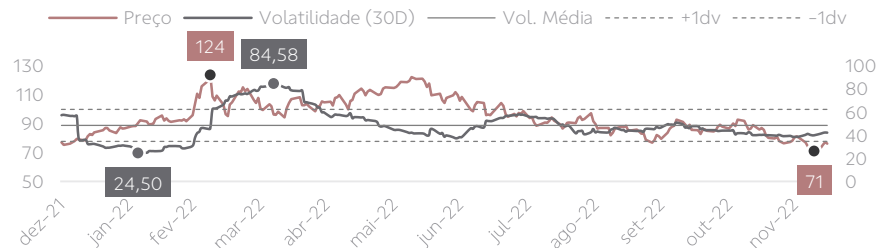
Petróleo (ICE Brent)

US\$/barril



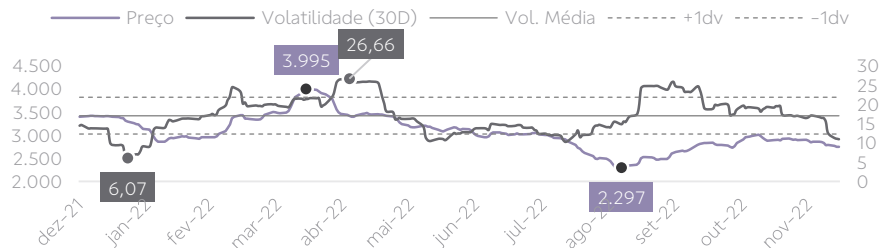
Petróleo (WTI)

US\$/barril



Etanol (hidratado)

R\$/m³



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos.

Commodities

Diante da expectativa de demanda global por alimentos resiliente em 2023 e da oferta limitada ou estoques apertados de algumas commodities, o Brasil deverá continuar de destacando entre os protagonistas na exportação de grãos e proteínas animais. Elevações nos preços do açúcar devem ser limitadas pelo superavit na próxima safra.



Milho



Em 2022, houve expressiva recuperação da produção de milho 2ª safra no Brasil após a quebra na safra anterior em razão das adversidades climáticas. Logo no primeiro semestre, a guerra entre Rússia e Ucrânia causou um choque de oferta do cereal no mercado global, já que a Ucrânia é um importante exportador do grão (4º maior) e, com isso, os preços dispararam no mercado internacional. No entanto, houve correção no início do segundo semestre, após acordo com a Rússia para viabilizar a exportação de milho pelos portos ucranianos, e também pela colheita de uma safra norte-americana satisfatória.

Soja



Diversos fatores têm sustentado os preços de soja em patamar mais elevado em relação à sua média histórica. Entre eles, destacamos: (i) a quebra de parte da safra brasileira na safra 2021/22; (ii) a guerra entre Rússia e Ucrânia, que impactou diversas *commodities* agrícolas; e (iii) a elevação do preço do petróleo, que influencia a competitividade do biodiesel produzido com óleo de soja. Desta forma, mesmo com a expectativa de um recorde de produtividade para a safra brasileira de 2022/23 – o que favorece a oferta – e as incertezas sobre a demanda chinesa pelo grão, o caráter resiliente do consumo de alimentos pode corroborar com os fatores altistas ainda vigentes.

Açúcar



No Brasil, a produção acumulada de açúcar na safra 2022/2023 deve atingir 40,3 milhões de toneladas, um aumento de 14,9% ante a safra anterior, com clima mais favorável e preços no mercado internacional favorecendo um mix mais açucareiro (UNICA). No cenário global, a maior produção de açúcar no Brasil deve compensar a redução na China e na União Europeia, colaborando para um superavit de cerca de 6 milhões de toneladas do adoçante, o que deve limitar o aumento nos preços. A produção global deve ser ligeiramente superior ao consumo, de acordo com a ISO. Assim, é provável que os preços se mantenham entre 18 e 20 centavos por libra.

Boi Gordo



Perspectivas favoráveis para o segmento de bovinos no Brasil e na América do Sul, diante da melhora do ciclo de gado na região, deve contribuir para o aumento da disponibilidade de animais para abate em 2023 e, consequentemente, para a queda no preço do boi – principal custos dos frigoríficos. Por outro lado, na América do Norte o cenário é oposto, com piora do ciclo pecuário, reduzindo a disponibilidade de animais para abate e elevando custos. Desta forma, o Brasil se mostra ainda mais competitivo, com potencial para aumentar sua participação no mercado global de exportação de carne bovina.

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

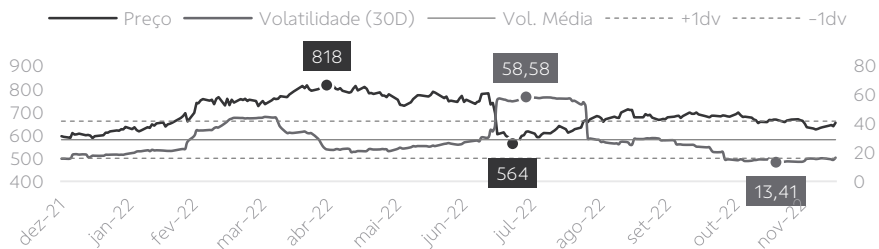
Commodities

A resiliência da demanda por alimentos, mesmo em um cenário de desaceleração das principais economias, pode sustentar preços de grãos em patamar mais elevado do que a média histórica. O Brasil deve manter seu protagonismo na agricultura e no mercado global de proteínas animais.



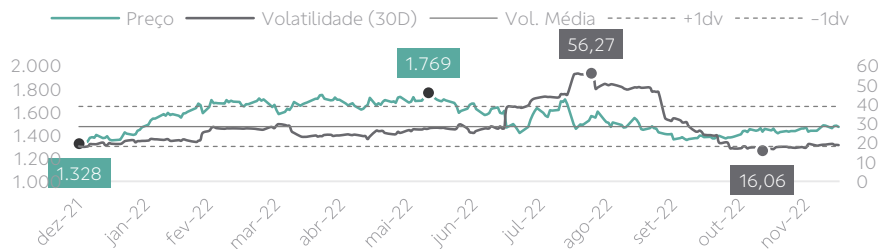
Milho

US\$ cents/bushel



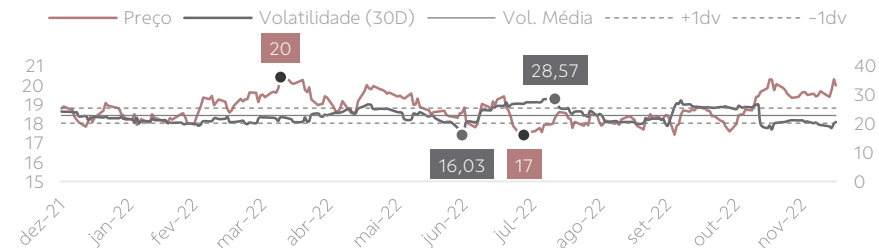
Soja

US\$ cents/bushel



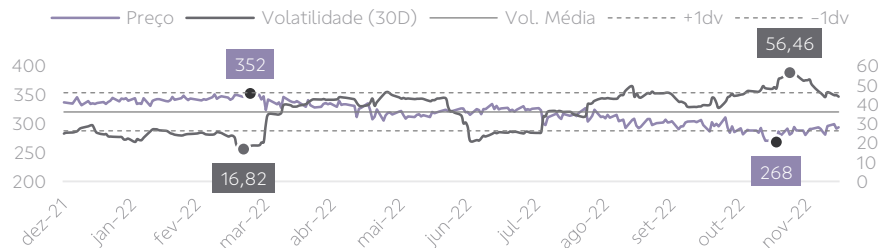
Açúcar

US\$ cents/pound



Gado

R\$/@



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos.



 **BB INVESTIMENTOS**

Macroeconomia

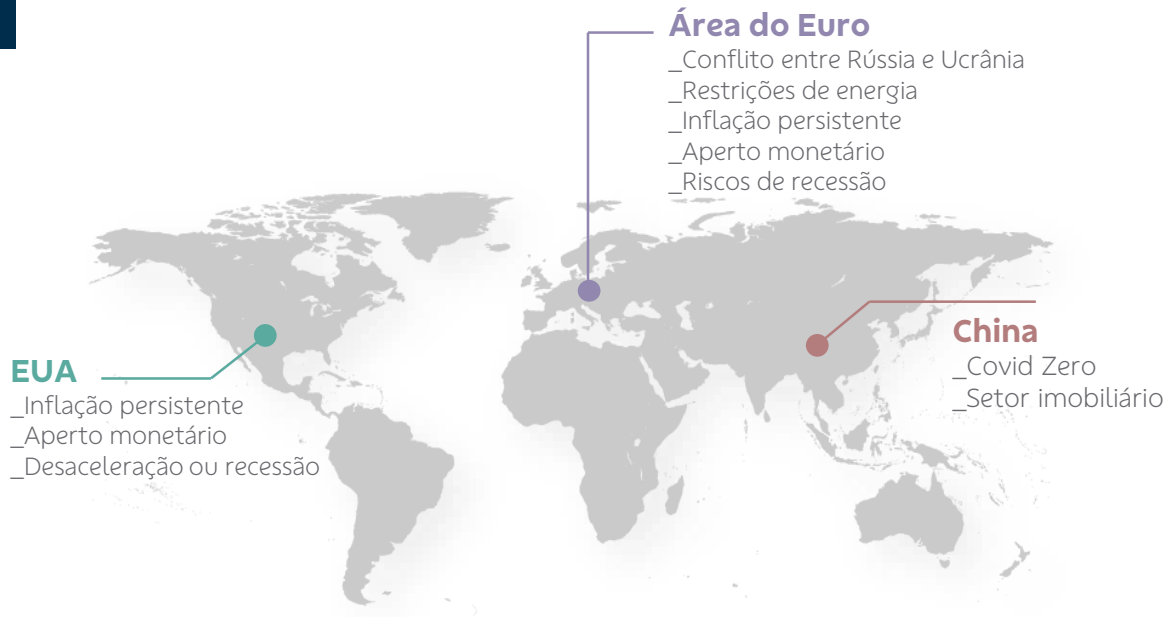
Dezembro 2022

Por **Marcelo Rebelo**

Economista-chefe do Banco do Brasil

Macroeconomia: panorama econômico global

Riscos associados às economias centrais ampliam desafios para economias emergentes em 2023.



__Nos **EUA**, a discussão central deve girar em torno da magnitude do aperto monetário necessário para que a inflação desacelere, processo que tem sido dificultado pelo mercado de trabalho aquecido.

__Na **Área do Euro**, ainda sob a indefinição dos desdobramentos do conflito entre Rússia e Ucrânia, a escassez de energia deve continuar impactando a dinâmica econômica, limitando a alta de juros no combate à inflação, que permanece elevada e incompatível com a meta.

__Na **China**, em que pese a premissa de dissipação da política de Covid Zero no decorrer do primeiro semestre, os riscos presentes no setor imobiliário são fatores que podem limitar o crescimento econômico do país no próximo ano.

__Com perspectivas 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 mais desafiador no decorrer de 2023. Adicionalmente, efeitos climáticos adversos, potenciais transformações disruptivas na esfera geopolítica e a transição energética são elementos adicionais de risco para o futuro da economia global.



Efeitos climáticos



Transição energética



Tensões geopolíticas

Fonte: BB/Assessoramento Econômico.

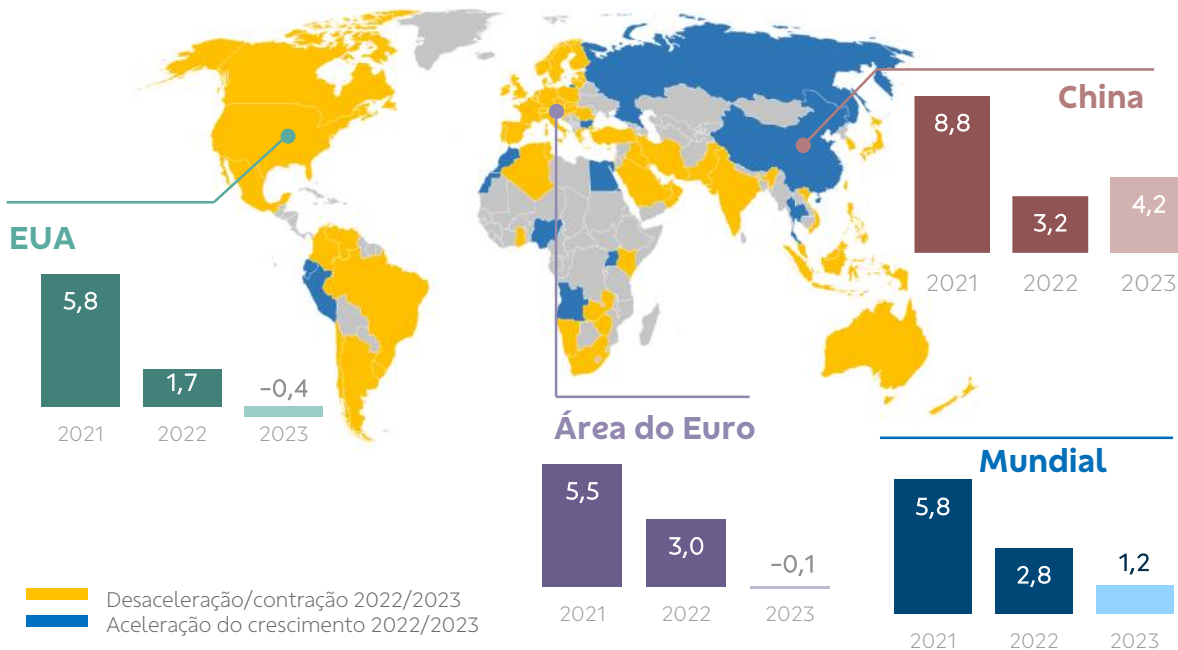
Macroeconomia: crescimento global

Incerteza elevada sobre a intensidade da desaceleração do crescimento mundial em 2023.



Produto Interno Bruto (PIB)

% a/a



Fonte: Oxford Economics, BB/Assessoramento Econômico.

Desaceleração ou recessão?

__A perspectiva de desaceleração do crescimento econômico tem ganhado espaço na agenda de discussões para 2023. Nos **EUA**, diante de um cenário inflacionário pressionado e dos juros em campo contracionista por tempo prolongado, o tamanho da desaceleração da atividade é um elemento chave a determinar a dinâmica global do próximo ano.

__Na **Europa**, devem se manter presentes as questões energéticas que vêm afetando a dinâmica produtiva da região. Adicionalmente, o ciclo de alta de juros que visa conter a alta dos preços é outro fator que afeta as perspectivas para o próximo ano, que já se encontram em campo negativo.

__Para a **China**, em que pese a expectativa de normalização das questões pandêmicas no segundo semestre do próximo ano (redução de intensidade na política de Covid Zero), a aceleração do crescimento econômico em 2023 deve ser moderada (4,2%, ante 3,2% esperado para 2022).

__Ao agregar os desafios individuais das principais nações, o que se espera para 2023 é um ambiente de importante desaceleração do crescimento, passando de 2,8% estimado para 2022 para apenas 1,2% em 2023, patamar inferior à média histórica recente.

Macroeconomia: inflação e juros

No combate à inflação, juros elevados devem seguir no cenário em 2023.



__Ainda que passado o pico da dinâmica inflacionária nos EUA, chama a atenção a resiliência dos preços, mesmo após um ajuste significativo dos juros feito pelo Banco Central Americano (FED) desde março de 2022. Para 2023, considerando o patamar contracionista que as condições financeiras atingiram e os sinais recentes do FED de moderação no ritmo de elevação dos juros com provável prolongamento do ciclo, projetamos que a alta dos *Fed Funds* avance até o patamar de 5,00% a.a., o que deve fazer com que a inflação perca tração no decorrer do próximo ano.

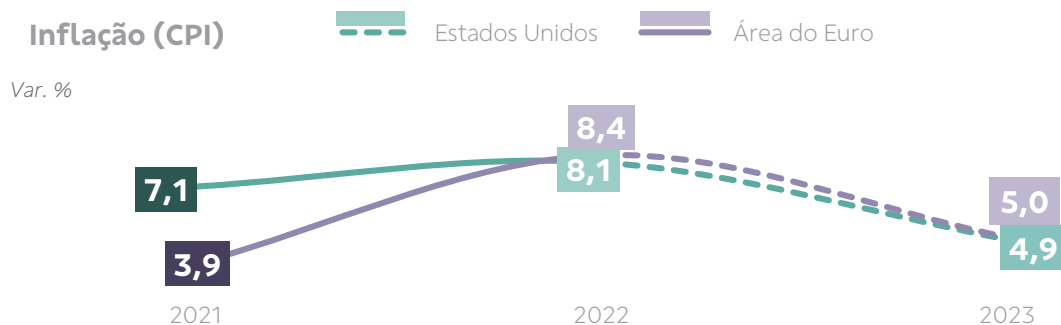
__Na Área do Euro, apesar da situação inflacionária apresentar semelhanças (patamar dos preços correntes distante da meta de 2,0% perseguida pela autoridade monetária), entendemos que o cenário para juros deve ser distinto dos EUA. Em virtude dos problemas já observados nos processos produtivos da região, não esperamos que o Banco Central Europeu avance no aperto monetário em 2023.

__Em resumo, apesar da política monetária restritiva adotada, avaliamos que patamares próximos ao centro da meta estabelecida (2,0% para ambos) não devem ser alcançados em 2023.

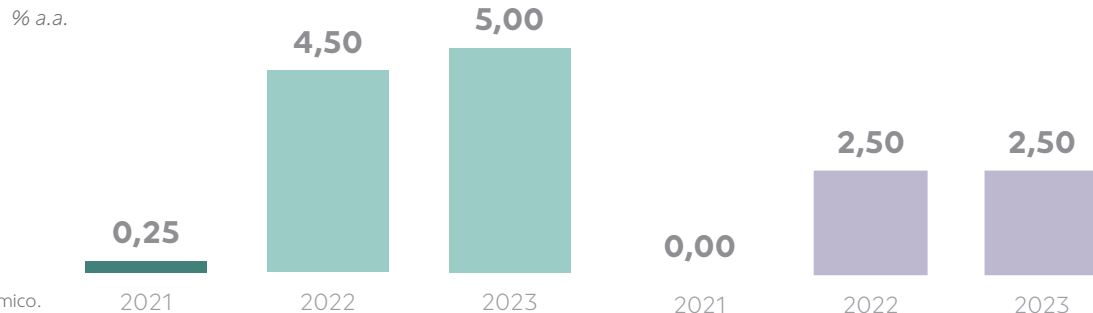
Fonte: FED e BCE. Projeção: Oxford Economics e BB/Assessoramento Econômico.

Inflação e taxa básica de juros

Inflação (CPI)



Taxa Básica de Juros



Macroeconomia: atividade econômica doméstica

Com PIB ao redor de 3,0% neste ano, crescimento de 2023 deve desacelerar para 0,8%.



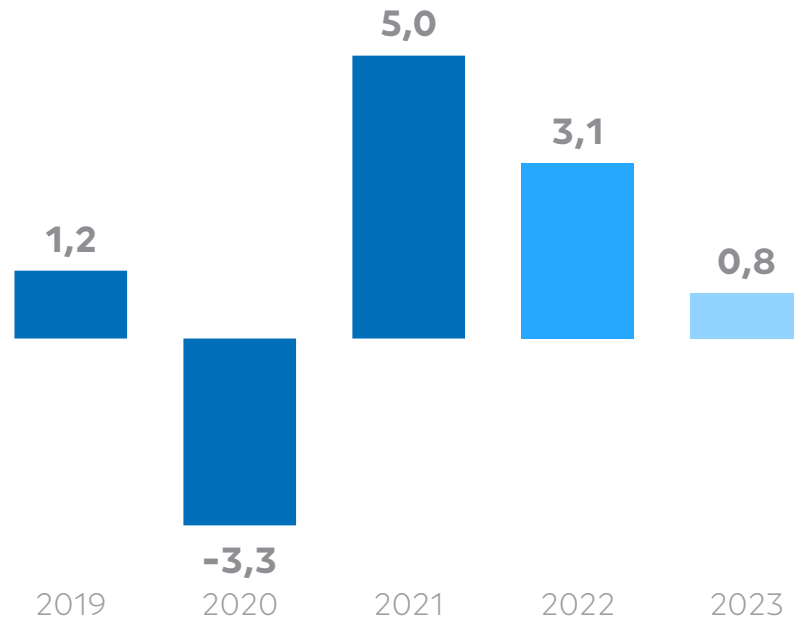
__No Brasil, o resultado do PIB do terceiro trimestre de 2022, divulgado na primeira semana de dezembro, apontou alta de 0,4%, abaixo das estimativas do mercado (0,6%). No entanto, cabe destacar a significativa revisão dos resultados dos trimestres anteriores, sobretudo o primeiro de 2022, que tem importância elevada na composição do resultado anual. Diante destas revisões, nossa expectativa para o ano é de avanço de 3,1% da atividade econômica.

__Para 2023, apesar do ambiente externo desafiador e de taxas de juros estruturalmente elevadas ao redor do mundo (incluindo a taxa básica de juros brasileira – Selic), **projetamos crescimento do PIB de 0,8%.**

__De maneira detalhada, após o crescimento de 2022 ter sido influenciado fundamentalmente pelo processo de normalização do setor de serviços pós-pandemia, entendemos que em 2023 esse vetor pode perder força, trazendo de volta para a economia brasileira o desafio de promover o crescimento econômico a partir de *drivers* cíclicos.

Atividade econômica deve perder tração em 2023

Var. %



Fonte: IBGE, projeção BB/Assessoramento Econômico.

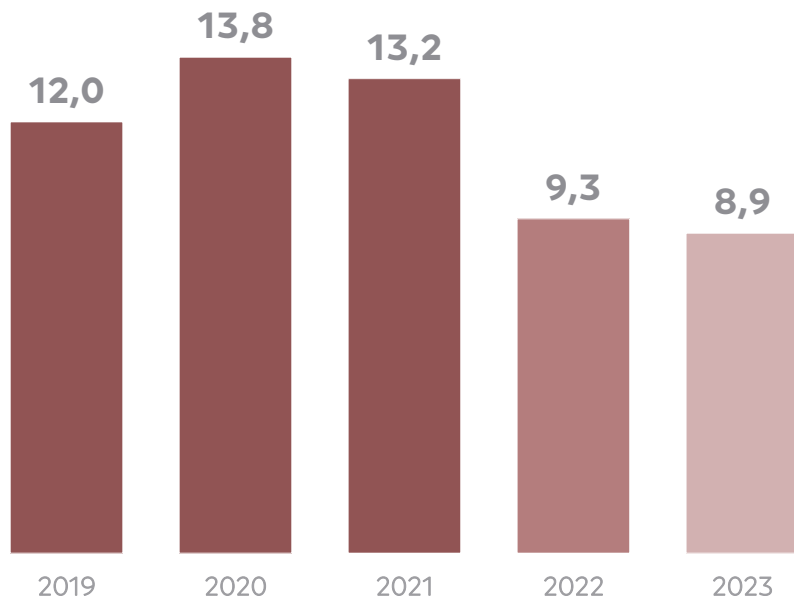
Macroeconomia: mercado de trabalho

Apesar da atividade menos pujante, a taxa de desemprego média deve recuar em 2023.



Taxa média de desocupação

% da PEA



___ Apesar dos sinais recentes de desaceleração no avanço da população ocupada, o resultado de 2023 deve continuar sendo explicado pelo crescimento da ocupação, combinado com uma força de trabalho que crescerá em menor ritmo. Sendo assim, após um ano de forte recuperação, no qual esperamos que a taxa de desocupação média fique em 9,3%, projetamos 8,9% para 2023. Já o rendimento médio real no próximo ano deve crescer 3,4%, refletindo em um avanço de 5,8% na massa de salários.

___ Nesse contexto, ganham relevância aspectos qualitativos do mercado de trabalho que precisam ser mais bem investigados pelas pesquisas econômicas, tais como: (i) a taxa de participação segue abaixo do pré-pandemia; (ii) aspectos estruturais e conjunturais que podem estar dificultando a reinserção de parte da população; (iii) dimensão dos impactos da reforma trabalhista; e (iv) a existência (ou não) de ociosidade no mercado de trabalho. Em geral, esses itens podem estar relacionados a uma tendência que parece ser mundial, associada a menores taxas de desocupação.

___ Entretanto, por ora, o que é possível afirmar é que o dinamismo da ocupação em 2022, em grande medida, é fruto do efeito “volta à normalidade”, o qual deve se dissipar paulatinamente. Sendo assim, o mercado de trabalho tende a ser cada vez mais dependente da dinâmica cíclica da atividade econômica.

Fonte: IBGE, projeção BB/Assessoramento Econômico.

Macroeconomia: inflação

Juros mais elevados em 2022 devem contribuir para desaceleração dos preços ao longo do próximo ano.



__A inflação de 2022 foi fortemente impactada pelas medidas tributárias que alteraram a dinâmica dos preços de telecomunicações, energia elétrica e combustíveis. Desta forma, a projeção para este ano é de alta dos preços ao consumidor equivalente a 5,75%.

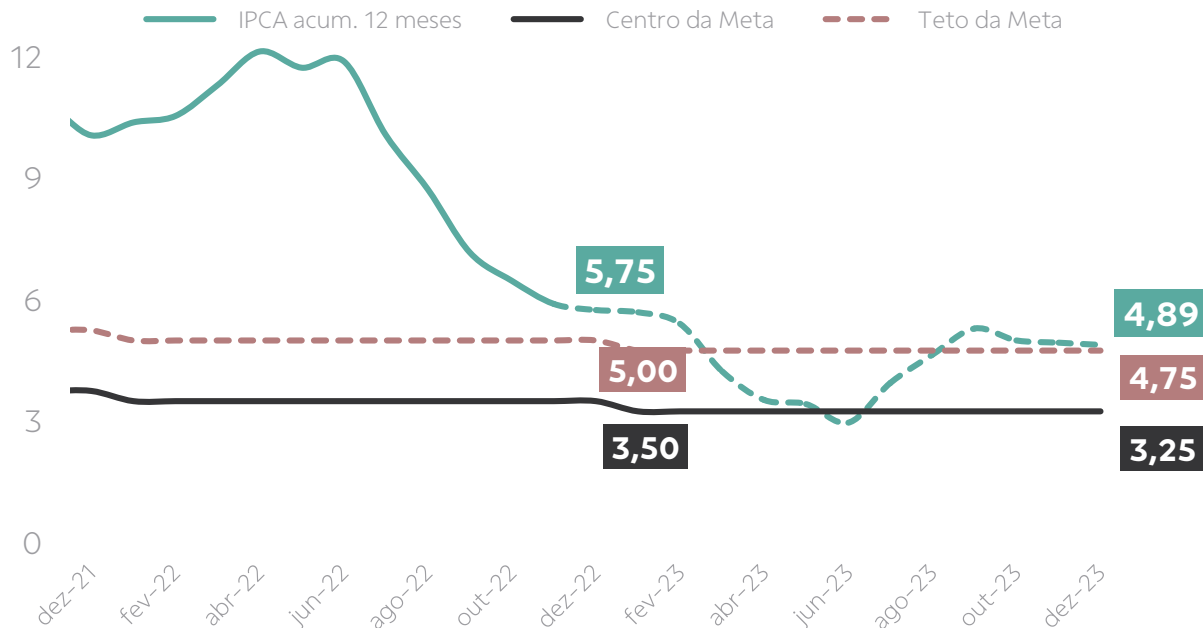
__Para 2023, esperamos que o processo de desinflação da economia brasileira continue, o que explica nossa **projeção de 4,89% para o IPCA.**

__De forma desagregada, em que pese a alta esperada para preços administrados em virtude do possível fim do impacto das medidas tributárias, enxergamos uma dinâmica construtiva para a inflação de preços livres, sobretudo pelos efeitos da política monetária contracionista, que devem ser observados de forma mais clara no decorrer de 2023.

__No entanto, destacamos que esse movimento de descompressão deve levar o IPCA para um patamar próximo ao teto da banda (4,75%), região acima do centro da meta estipulada pelo Conselho Monetário Nacional (3,25%).

Inflação ao consumidor (IPCA)

% acumulado 12 meses



Fonte: IBGE, projeção BB/Assessoramento Econômico.

Macroeconomia: política monetária

Taxa Selic deverá ser mantida em 13,75% a.a. até a reunião de agosto de 2023.



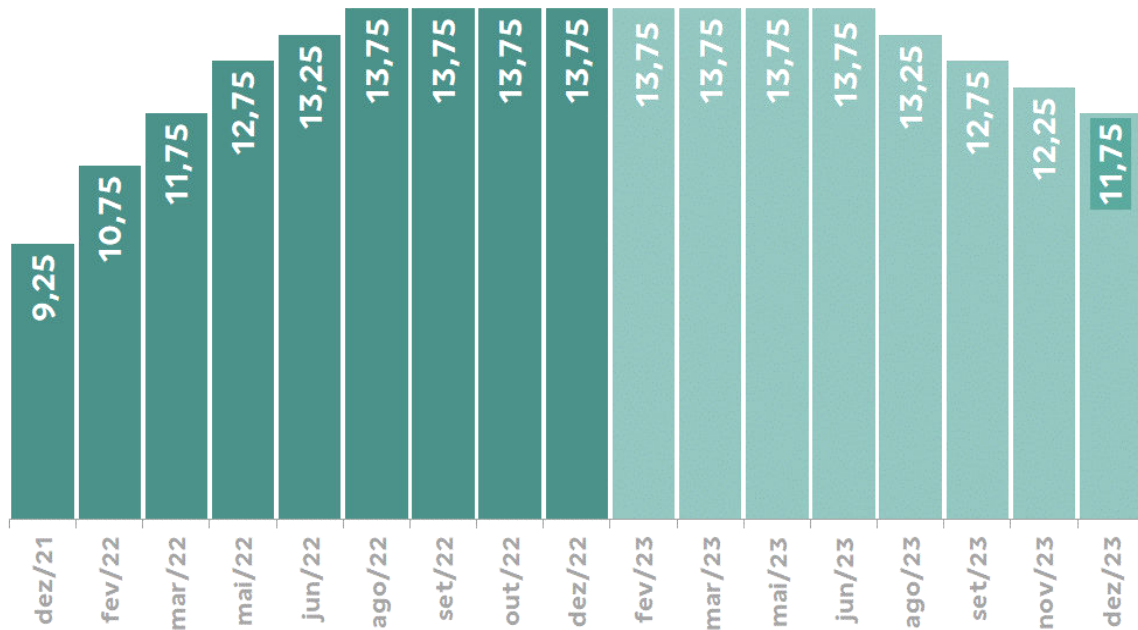
__Diante do cenário inflacionário prospectivo, que contempla uma convergência lenta dos preços ao consumidor em direção ao centro da meta (em nosso cenário mais provável, só acontece em 2025), a expectativa é que a taxa Selic permaneça em terreno contracionista por período prolongado.

__Em 2022, a última reunião do ano do Copom confirmou o cenário de Selic a 13,75% a.a. Em nossa avaliação, este patamar deverá ser mantido até agosto de 2023, momento em que o Copom iniciará um processo gradual de redução dos juros. **Para o fim do 2023, nossa projeção é de Selic em 11,75% a.a.**

__Destacamos que um ambiente mais desafiador para a convergência da inflação pode fazer com que a trajetória da taxa Selic seja alterada, conforme apontado pelo Banco Central em seus comunicados, estendendo a manutenção do atual patamar de juros no tempo e eventualmente impactando a recuperação da atividade econômica no médio prazo.

Selic permanecerá em campo contracionista em 2023

% ao ano



Fonte: IBGE, projeção BB/Assessoramento Econômico.

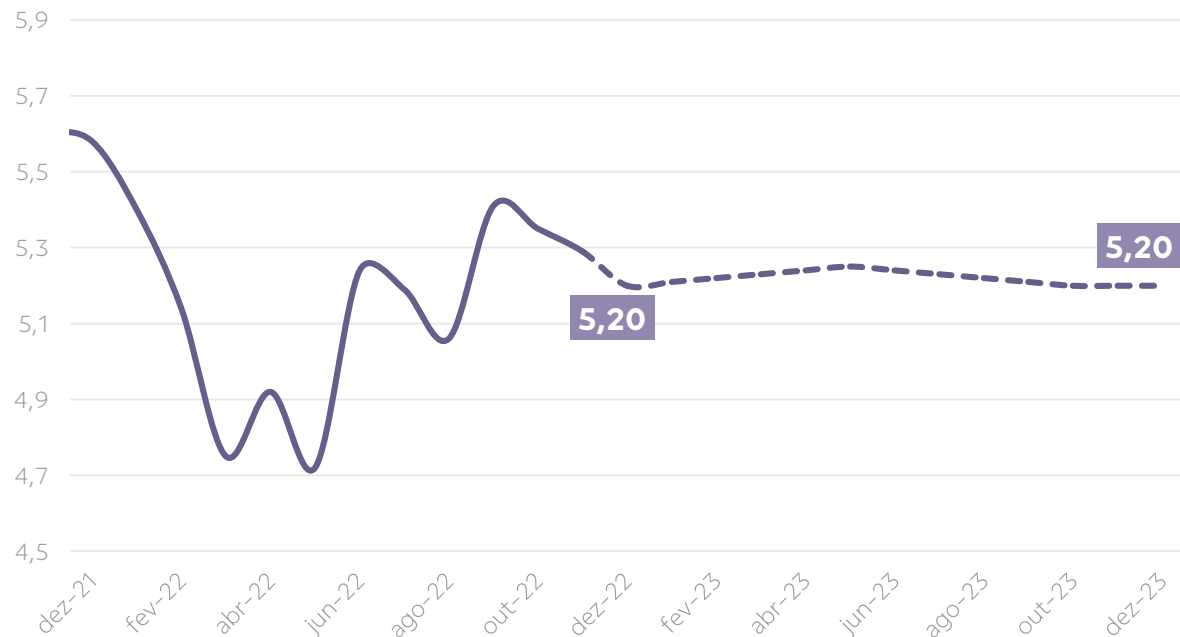
Macroeconomia: câmbio

Expectativa para 2023 é que taxa de câmbio apresente menor volatilidade.



Patamar do câmbio de período deve ser mantido entre 2022 e 2023

R\$/US\$



Fonte: Bloomberg, projeção BB/Assessoramento Econômico.

__No ambiente externo, o conflito europeu entre Rússia e Ucrânia e o processo inflacionário global, que impulsionaram a alta das taxas de juros nos Estados Unidos e Área do Euro, foram alguns dos vetores que trouxeram volatilidade para a taxa de câmbio no decorrer do ano. No mesmo sentido, a política de Covid Zero adotada pela China alterou a perspectiva de crescimento daquele país, trazendo incerteza para a trajetória das *commodities* e, por consequência, reflexos sobre a trajetória cambial.

__Internamente, as discussões correntes em torno do futuro arcabouço fiscal do País e o seu impacto sobre a percepção de risco dos agentes econômicos tem sido fator decisivo na trajetória do câmbio, agregando volatilidade.

__Diante de estimativas que sugerem um câmbio justo em patamar mais valorizado do que o atual, mas frente um cenário externo desafiador que ainda deve perdurar ao longo de 2023, **projetamos que o câmbio encerre o próximo ano no mesmo patamar de 2022, cotado a R\$/US\$ 5,20.**

Macroeconomia: fiscal

Apesar da inflexão nos resultados dos indicadores fiscais em 2023, não trabalhamos com a hipótese de alteração da premissa de sustentabilidade fiscal de médio prazo.



__Com o crescimento do PIB, do preços das *commodities* e a melhora na arrecadação, o resultado primário do Setor Público deve apresentar superávit pelo segundo ano consecutivo. No mesmo sentido, o endividamento como percentual do PIB (DBGG*) apresentará nova queda, saindo de 80,3% em 2021 para 75,7% em 2022.

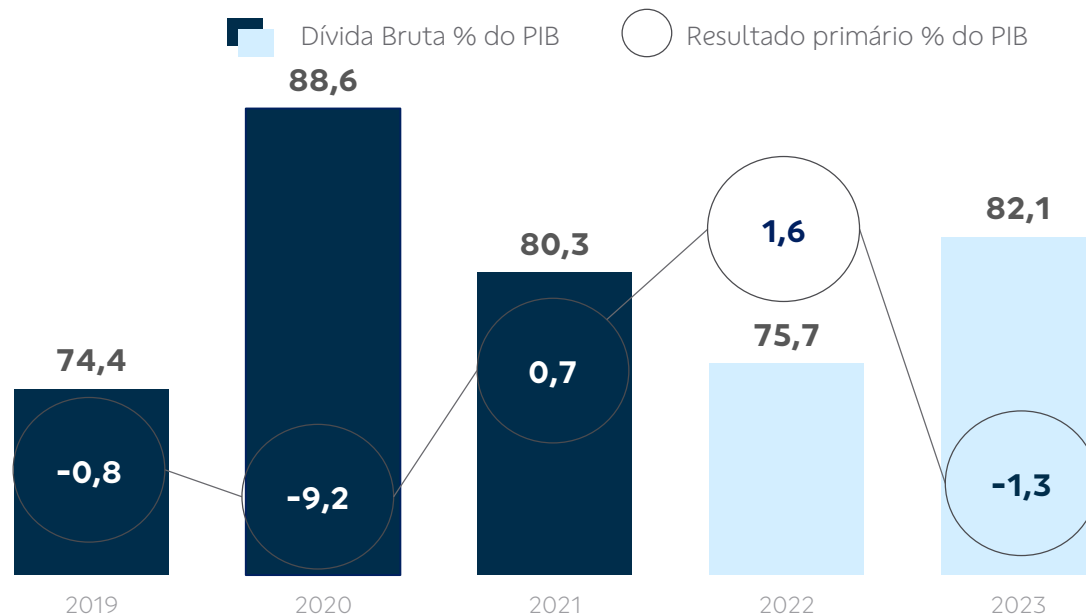
__No entanto, enxergamos que essa dinâmica pode se alterar em 2023, dada a influência de um ambiente de menor crescimento da atividade e, por conseguinte, arrefecimento da arrecadação, inclusive com desonerações tributárias vigentes, bem como a possibilidade de aumento das despesas primárias atualmente em discussão, pelo lado dos gastos.

__A combinação destes vetores deve resultar em déficit primário superior a 1,0% do PIB e DBGG atingindo 82,1%.

__No entanto, cabe destacar que apesar da inflexão nos resultados dos indicadores fiscais em 2023, não trabalhamos com a hipótese de alteração da premissa de sustentabilidade fiscal de médio prazo.

Resultado fiscal

% do PIB



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

Macroeconomia: cenário

Projeções das principais variáveis.



Cenário base

Projeções BB

		2021	2022	2023	2024
PIB	var. % a.a.	5,0	3,1	0,8	2,1
Desemprego ¹	% da PEA	13,2	9,3	8,9	9,0
Câmbio ²	R\$/US\$	5,58	5,20	5,20	5,08
Selic ²	% a.a.	9,25	13,75	11,75	7,75
IPCA ²	% a.a.	10,1	5,8	4,9	3,7
Crédito total SFN	% a.a.	16,3	15,3	8,6	7,5

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



Setor Financeiro

Dezembro 2022

Por **Rafael Reis, CNPI-P**

Bancos e Serviços Financeiros

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB 2023: ABCB4, BPAC11 e ITUB4.

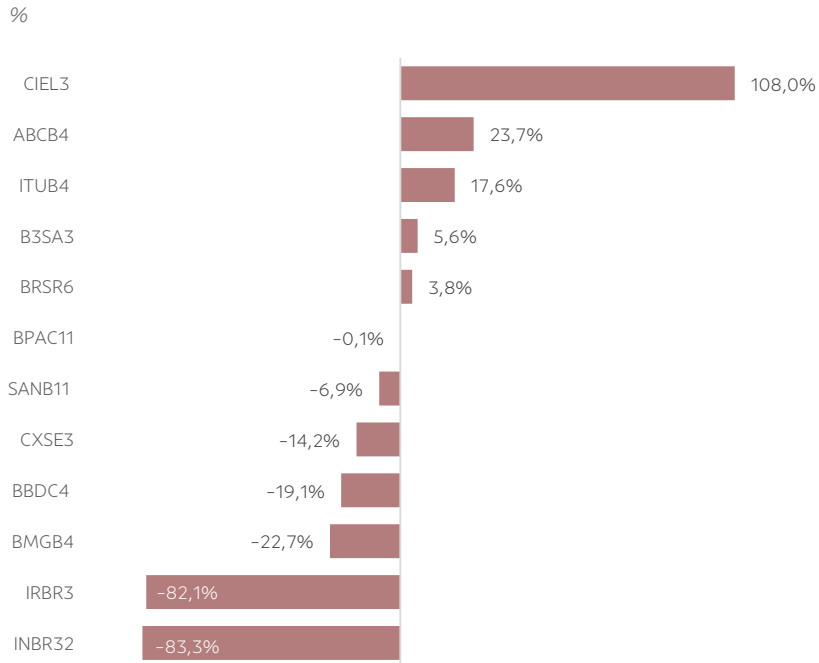


Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2023 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	P/L 2023e	P/L Média 5 anos	P/VP 2023e	P/VP Média 5 anos	ROE 2023e
Bancos											
BANCO ABC BRASIL	ABCB4	18,21	25,00	37,3%	Compra	4.142,0	4,5	5,6	0,7	0,7	14,2
BANCO BRADESCO	BBDC4	13,82	24,00	73,7%	Neutra	140.465,1	5,6	8,0	0,9	1,4	17,6
INTER & CO INC – BDR	INBR32	9,50	42,00	342,1%	Neutra	3.871,2	13,2	22,0	0,5	0,9	1,2
BANCO BMG	BMGB4	2,22	2,90	30,6%	Neutra	1.312,3	n/a	6,1	n/a	0,6	3,8
BANCO BTG PACTUAL	BPAC11	20,55	34,00	65,4%	Compra	79.660,7	8,2	9,9	1,6	1,6	18,9
BANCO ESTADO RS	BRSR6	9,22	14,00	51,8%	Neutra	3.989,8	3,9	4,7	0,4	0,6	10,9
ITAU UNIBANCO	ITUB4	23,68	31,50	33,0%	Compra	216.685,3	6,5	7,9	1,3	1,5	19,5
BANCO SANTANDER	SANB11	26,04	43,00	65,1%	Neutra	98.719,6	6,5	8,0	1,1	1,4	19,9
Serviços Financeiros											
B3 –BRASIL BOLSA BALCAO	B3SA3	11,36	16,20	42,6%	Compra	70.077,5	13,3	18,2	3,5	3,2	22,6
CIELO	CIEL3	4,58	6,20	35,4%	Neutra	12.334,3	6,8	9,6	1,0	1,4	9,1
CAIXA SEGURIDADE	CXSE3	7,73	11,50	48,8%	Compra	23.550,0	7,4	7,9	2,1	2,2	28,6
IRB BRASIL RESSEGUROS	IRBR3	0,72	1,00	38,9%	Venda	1.776,9	10,7	22,2	0,4	3,3	4,7

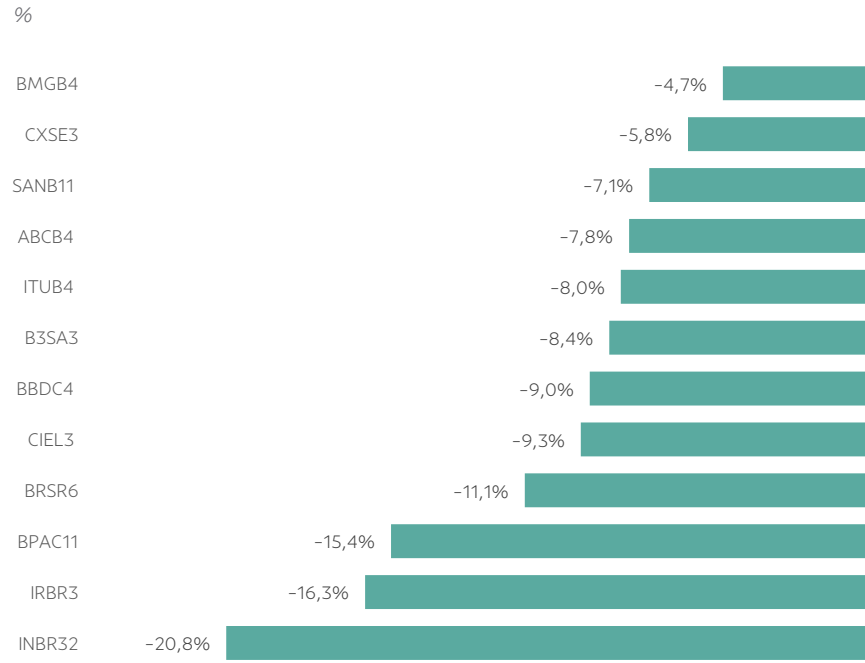
Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 16/12/2022)



Performance em 2022



Performance 1 mês



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 16/12/2022)

Bancos: destaques da Seleção BB

O binômio crescimento x rentabilidade foi o principal balizador de nossas indicações para a Seleção BB 2023.

Em busca do melhor dos dois mundos

Equilíbrio entre ataque e defesa

_Em nossa visão, dois aspectos se destacam como mais desejáveis ao selecionar nossas indicações, 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.

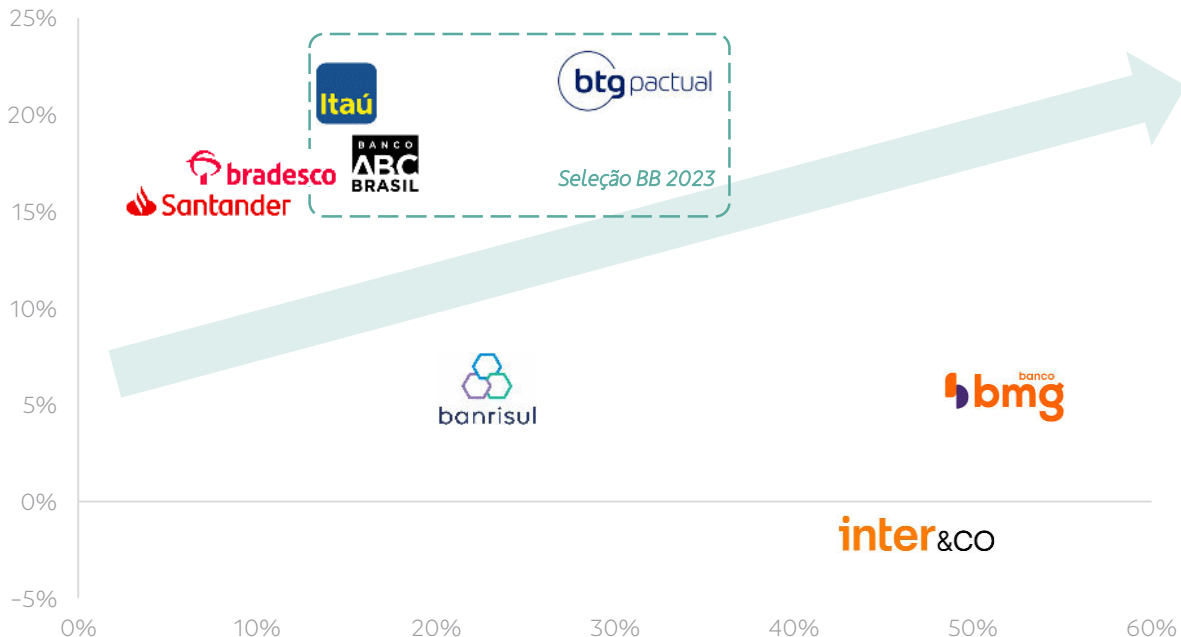
_O segundo – a rentabilidade – opostamente, nos traz o aspecto defensivo, ou seja, a capacidade que a empresa já possui de gerar caixa além de suas necessidades de crescimento e conseguir remunerar o acionista, reduzindo seu risco já no curto prazo.

_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 2023.

Fonte: BB Investimentos.

Matriz crescimento x rentabilidade

Eixo X: crescimento carteira de crédito a/a no 3T22; eixo Y: retorno sobre o patrimônio líquido no 3T22.



Bancos

Apesar da boa dinâmica atual, ambiente competitivo acirrado mantém margens em xeque, enquanto a expectativa da indústria financeira sugere menor crescimento e piora da qualidade de crédito.



O que está na mesa

_Apesar do cenário para 2023 contar com tendências setoriais com consenso predominantemente consolidado, como (i) a eventual queda da taxa de juros provavelmente a partir da segunda metade do ano, (ii) a redução do ritmo de crescimento das carteiras de crédito, e (iii) o pico da inadimplência em algum momento no primeiro semestre, a seleção dos bancos mais bem posicionados para capitalizar tais movimentos nunca é óbvia. Até mesmo porque o consenso ainda oscila: a queda dos juros, uma vez dada como certa, ganha viés de postergação; as carteiras de crédito, cuja redução do crescimento já estava contratada para esse ano, encontraram espaço para expansão graças à inflação e a maior atividade; e o ciclo da deterioração da inadimplência pode estar deslocado, já que seu início custou a acontecer.

Fonte: BB Investimentos.

Para relembrar...

Retrospectiva – visão fundamentos

_Para começar a formular uma tese para 2023, buscamos entender o momento atual: o ano de 2022 (e parte de 2021), em nossa análise, foi de aumento no contraste entre os bancos que esculpam ao longo dos últimos anos um perfil mais equilibrado e diversificado de atuação e os que apostaram de forma mais ousada em uma postura mais direcional, seja na carteira de crédito, seja na tesouraria. Quando falamos em aumento de contraste, queremos dizer: os bancos que estão em um melhor momento estão mais facilmente distinguíveis dos que já viram melhores dias. E isso é um facilitador.

_Nenhum banco escapou ileso da pressão de despesas com devedores duvidosos (PDD), resultante da escalada da inadimplência, consequência da combinação de juros e inflação elevados, que comprometem a renda e capacidade de pagamento das famílias e empresas.

_Nesse contexto, 2022 também foi um ano em que os bancos que privilegiaram o conservadorismo e a seletividade viram menos volatilidade em seus balanços, mas por outro lado foram pouco eficientes em crescer receitas condizentes com o momento de maior *spread*. Para fazer frente a essa pressão de custos, os bancos que conseguiram fechar a conta com receitas mais fortes sobre uma carteira de mix rentável sem renunciar a crescimento foram os grandes vencedores. A palavra-chave, nesse contexto, foi equilíbrio.

Bancos

Apesar da boa dinâmica atual, ambiente competitivo acirrado mantém margens em xeque, enquanto a expectativa da indústria financeira sugere menor crescimento e piora da qualidade de crédito.



O quadro do novo ciclo sendo pintado

_Olhando para 2023, acreditamos que o contexto será o de compensações, que é uma característica do setor bancário, o que consideramos uma vantagem setorial neste momento. Se por um lado, o ambiente de juros mais elevado sugere uma desaceleração da carteira de crédito – seja pelo lado da demanda, com as famílias fugindo do maior endividamento, seja pelo lado da oferta, pela maior seletividade dada a maior inadimplência –, por outro, o *spread* maior sugere receitas mais fortes, à medida que os empréstimos são reprecificados, e eventualmente superam os custos de captação, que escalam de forma mais íngreme. Adicionalmente, à medida que o aperto monetário surte efeito, uma decompressão sobre a inflação vai ocorrendo, o que por sua vez abre caminho para melhor dinâmica de inadimplência, até que um novo ciclo de retomada de crescimento com juros menos punitivos às famílias e empresas possa ser vislumbrado. Em nossa visão, 2023 será o ano onde boa parte dessas tendências que precedem um novo ciclo devem começar a se entrelaçar.

Fonte: BB Investimentos.

A tomada de decisão

_Falando dos grandes bancos privados, ainda está fresca na memória dos investidores a sequência de resultados fracos do Santander e o negativamente icônico resultado do 3T22 do Bradesco, penalizado pelas despesas de PDD e pela performance negativa da tesouraria, enquanto o Itaú, no mesmo contexto, apresentou um dos melhores resultados de sua história. Já nos bancos de menor porte, a dissonância fica por conta do avanço paulatino de lucro líquido e rentabilidade do Banco ABC Brasil, em oposição às lutas de Banrisul e BMG contra suas ineficiências particulares, ainda que alguns avanços possam ser vistos em determinados itens de seus balanços individuais, sendo mais expressivo o bom ritmo de crescimento no crédito por ambos os bancos.

_Passando para os bancos digitais, simplesmente o nível de juros implica em maior prêmio de risco e desconto nos *valuations*, somado às estratégias de internacionalização que devem encontrar mercados em retração ao longo dos próximos exercícios. Por fim, o BTG, de perfil mais distinto, e uma das nossas seleções de 2022, vive um excelente momento.

_Sendo assim, nossa abordagem para as indicações poderia seguir duas correntes: uma conservadora, apostando na continuidade do bom momento das empresas que vem se destacando pelo desempenho operacional, mesmo que elas não estejam necessariamente tão descontadas, ou outra mais arrojada, que tentasse imaginar os bancos que poderiam superar o momento adverso – mesmo com ausência de evidências – assumindo um maior risco diante de elevados descontos no preço de tela.

_Diante de uma perspectiva econômica global e doméstica significativamente desafiadora, no momento, optamos pelo conservadorismo e a balança pendeu para a primeira opção.

_Nossas Seleção BB de bancos para 2023, que encontram justificativa nas próximas páginas são: ABC Brasil (ABCB4), BTG Pactual (BPAC11) e Itaú Unibanco (ITUB4).

Bancos: crédito

Em 2023, devemos ver continuidade de crescimento de carteira, embora em ritmo aquém do que foi visto em 2022, por conta da expectativa de atividade econômica mais contida e ambiente de juros elevados.



Perspectiva

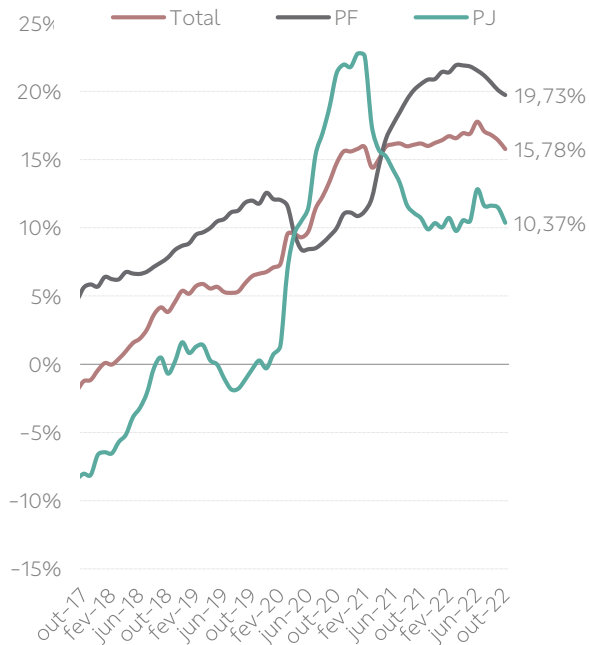
_Quanto ao crescimento da carteira de crédito, iniciamos um 2022 com expectativa de crescimento entre 8% e 9% (estimativas Bacen e Febraban), o que acabou não se confirmando, já que o crescimento até outubro (dado mais recente disponível) foi praticamente o dobro disso: 15,8%, e com a tendência de terminar o ano em pouco mais de 14%. Dentre os principais fatores para a manutenção dessa expansão estão a atividade maior do que a esperada ao longo de 2022, a inflação e a extensão de linhas de crédito com características contracíclicas, como o Pronampe.

_Já **para 2023, as projeções atualmente giram em torno de 8%, de acordo com Banco Central e Febraban**, um recuo em relação aos anos recentes, por conta do arrefecimento da demanda dado o ambiente de juros elevados. Por conta da inadimplência em escalada, estimamos que o conservadorismo domine, e as linhas com maior avanço sejam aquelas consideradas menos arrojadas, como o agro e o consignado.

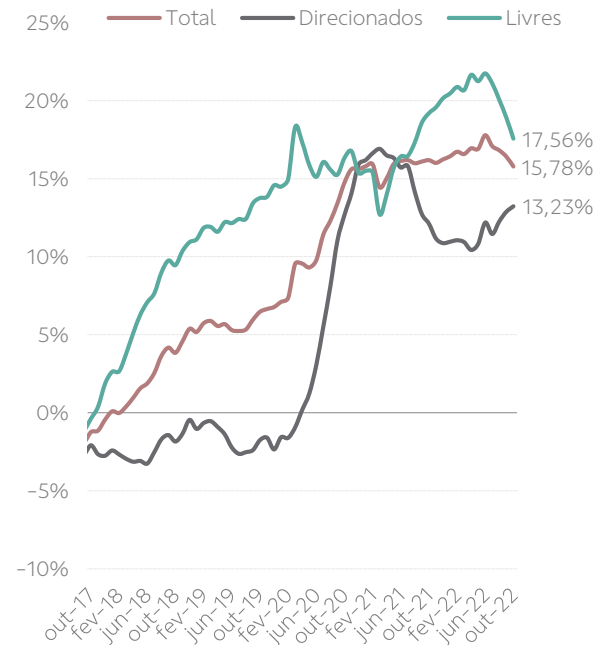
Fonte: Banco Central do Brasil, Febraban e BB Investimentos.

Crescimento de crédito - SFN

% a/a – PF e PJ



% a/a – Livres e Direcionados



Bancos: inadimplência e spread

Para 2023, enxergamos ligeira piora na inadimplência ao longo do primeiro semestre e espaço para alguma recomposição de *spreads*.



Perspectiva

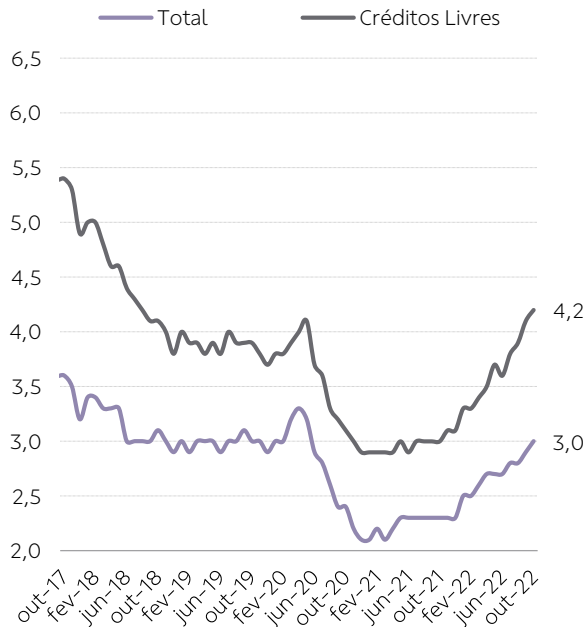
_Em 2022, vimos a escalada paulatina da inadimplência, à medida que as safras estabelecidas entre meados de 2021 e início de 2022 se mostravam de qualidade baixa. Para 2023, esperamos ver o reflexo de safras recentes de melhor qualidade, respondendo à recente melhora da atividade e descompressão inflacionária, com o pico da inadimplência geral estimado para o primeiro semestre do ano, retornando ao patamar pré-pandemia na sequência.

_Já no lado do *spread*, vimos também em 2022 uma forte recomposição, mais nítida a partir de julho, quando houve uma inflexão no custo de captação, ao passo que as taxas de novas aplicações seguiam avançando. Para 2023, esperamos uma estabilização, refletindo, do lado da aplicação, as políticas de concessões comparativamente menos arrojadas em andamento, e pela captação, os menores custos no contexto da queda da Selic no horizonte.

Fonte: Banco Central do Brasil, BB Investimentos.

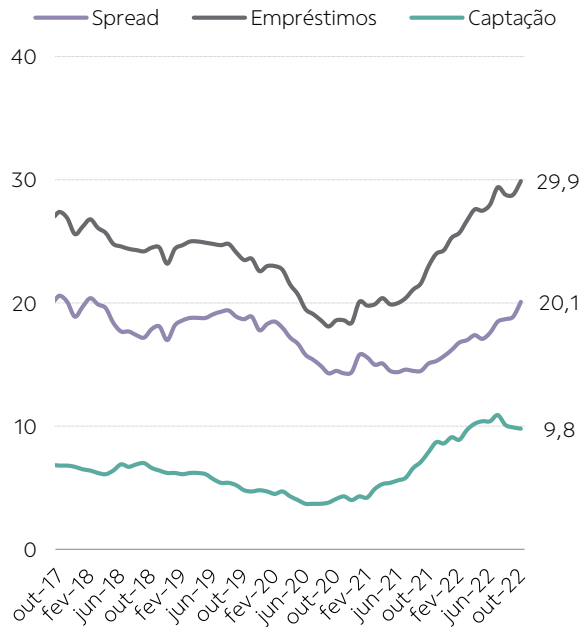
Inadimplência

% de Operações em atraso acima de 90 dias



Spread

% de juros a.a. sobre novas concessões



Seleção Bancos: ABC Brasil

Rentabilidade em ascensão fruto do amadurecimento de iniciativas estruturantes implantadas ao longo dos últimos anos, associada a uma carteira de perfil defensivo.



Tese de investimento

__ O ABC Brasil se diferencia dos bancos tradicionais negociados na bolsa graças primordialmente à sua carteira de crédito, voltada para o segmento corporativo, tradicionalmente de maior qualidade.

__ Ao longo dos últimos anos, o ABC implantou diversas iniciativas que permitiram ao banco diversificar sua atuação, como no mercado de capitais, por meio de uma corretora de seguros, uma rede de escritórios próprios e com parcerias comerciais, chamado ABC Link, além da extensão do segmento corporativo ao público *middle* (faturamento entre 30 e 300 milhões de reais), esta última sendo o principal vetor de crescimento da carteira atualmente.

__ Com a capacidade instalada que considera adequada para essa nova etapa, devemos ver o ABC capitalizando esta alavancagem operacional e diluindo custos ao longo dos próximos trimestres, levando sua rentabilidade a patamares próximos dos melhores bancos do mercado.

Fonte: ABC Brasil, BB Investimentos.

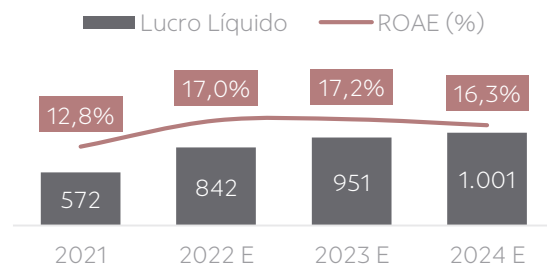
__ Com um P/L em 5,7x e um P/VPA de 0,9x para 2023 segundo nossas projeções, o ABC representa, em nossa opinião, uma combinação única de um banco que se dirige para um dos melhores níveis de rentabilidade do mercado, com desconto ante outros pares.

Riscos

- (i) Aumento na competitividade pode pressionar margens.
- (ii) amadurecimento tardio das iniciativas recentes pode frustrar resultados no médio prazo.
- (iii) o agravamento de condições que levariam a inadimplência, atualmente concentrada nos segmentos de empresas de menor porte, a se estender sobre os ramos de atuação do ABC.

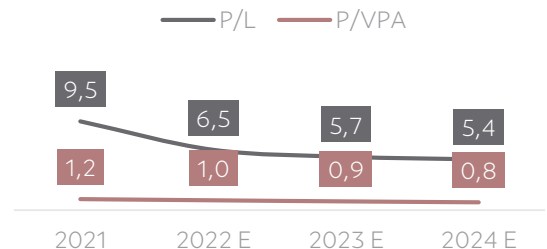
Estimativa de lucro líquido e ROAE

R\$ milhões e %



P/L e P/VPA projetados

Base preço-alvo 2023



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 2022 foi emblemático, em nossa visão, para a consolidação 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 2022, 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.

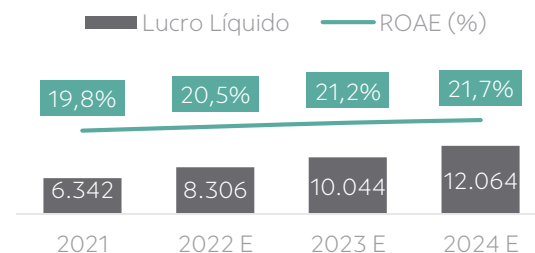
Riscos

(i) Eventos que possam impactar negativamente as janelas de emissões no mercado de capitais produzem impacto significativo nas linhas de *investment banking*.

(ii) por se tratar de uma empresa associada a crescimento, variações em premissas capazes de alterar a taxa de desconto são capazes de agregar volatilidade às ações acima da média.

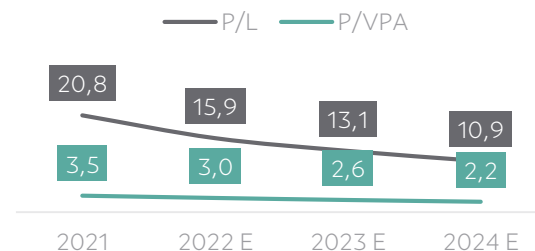
Estimativa de lucro líquido e ROAE

R\$ milhões e %



P/L e P/VPA projetados

Base preço-alvo 2023



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 2023.



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 2022. Por consequência disso, foi capaz de entregar um conjunto de resultados que consideramos equilibrado, o que acreditamos, deva reverberar ao longo de 2023.

__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 2023, esperamos a manutenção dos bons resultados, com as fortes receitas mais do que compensando tanto as despesas com provisões, diante do cenário de maior inadimplência, quanto uma eventual elevação do custo de captação.

Fonte: Itaú Unibanco, BB Investimentos.

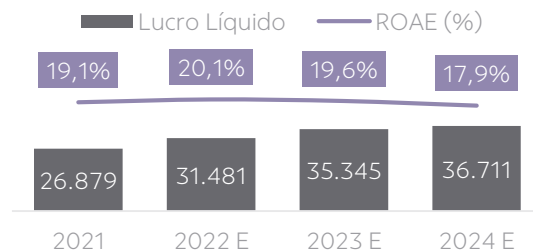
__Apesar dos múltiplos evidenciarem pouco espaço para melhoria em relação à sua média histórica, acreditamos que o Itaú seja uma opção que carrega atributos equilibrados entre desempenho histórico consagrado, bom momento operacional, e previsibilidade de resultados.

Riscos

- (i) Eventual acirramento da concorrência pode impor dificuldades na reprecificação da carteira de crédito nas novas safras.
- (ii) possibilidade de pressão adicional em margens por conta de agenda regulatória – *Open Banking*, *Open Finance*.
- (iii) nível maior de inadimplência e provisões pode ser atingido em caso de cenário macro mais desafiador do que o previsto.

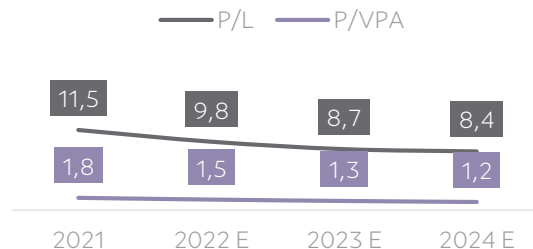
Estimativa de lucro líquido e ROAE

R\$ milhões e %



P/L e P/VPA projetados

Base preço-alvo 2023



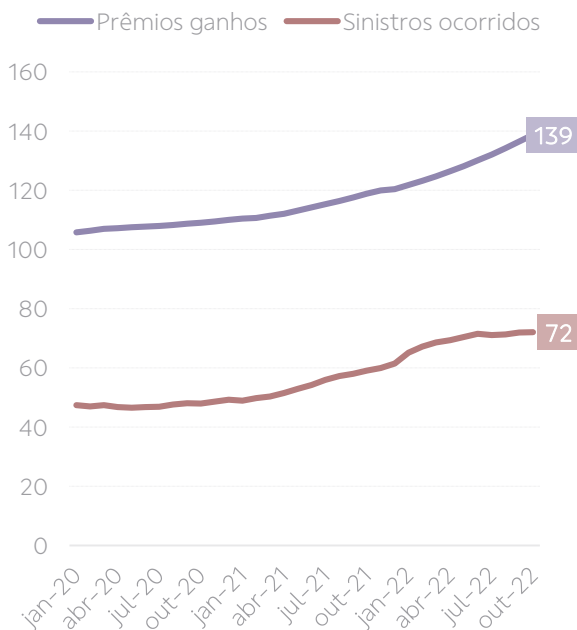
Serviços Financeiros: Seguros

2022 foi um ano difícil para o setor de seguros. Esperamos que 2023 seja um ano de estabilização a partir da recuperação dos prêmios de seguros e dos patamares de sinistralidade observados nos últimos trimestres.



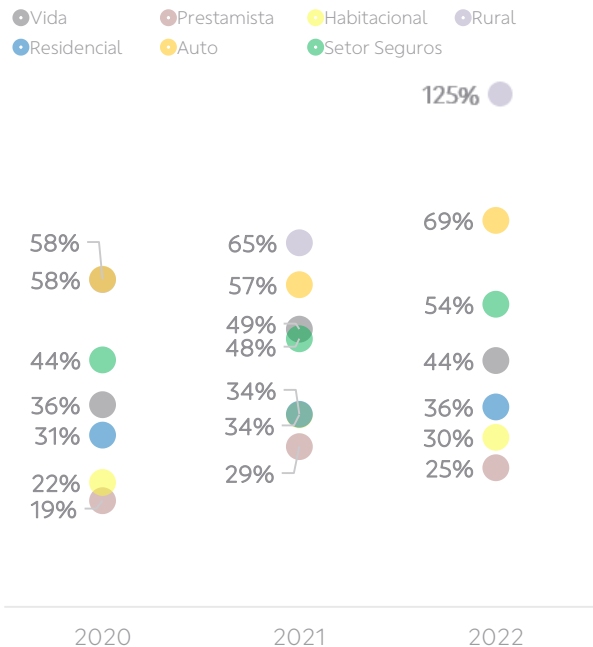
Prêmios ganhos x sinistro ocorridos

R\$ bilhões (acumulado 12 meses*)



Sinistralidade

% sobre prêmios ganhos (acumulado 12 meses*)



Superando os desafios

__A alta sinistralidade seguiu impactando o setor de seguros em 2022 por conta dos efeitos ainda presentes da pandemia, que atingiram ramos como vida, prestamista e habitacional, e por conta de fenômenos climáticos como o La Niña, que atingiram ramos como rural e residencial. Além disso, a alta inflação também incomodou, aumentando as despesas e afetando os lucros das companhias.

__Entretanto, ao longo do ano, as seguradoras reagiram e efetuaram um movimento estrutural de reprecificação, ajustando o preço de suas apólices aos novos patamares de risco, sinistralidade e inflação, o que causou uma forte recuperação dos prêmios no segundo semestre.

__Para 2023, esperamos uma normalização desta dinâmica, isto é: uma desaceleração no crescimento dos prêmios – dado que grande parte da reprecificação já foi feita – e um alívio na sinistralidade, retornando a patamares próximos do período pré-pandemia, resultando assim em menor crescimento, mas com maior consistência.

Fonte: Susep, BB Investimentos. (*Dados de 2022 são parciais, até outubro-2022)

Serviços Financeiros: Adquirência

Apesar da recente recuperação, fatores como arrefecimento do consumo e da concessão de crédito, bem como continuidade da alta competição sugerem cautela para o setor.



Dinâmica de mercado

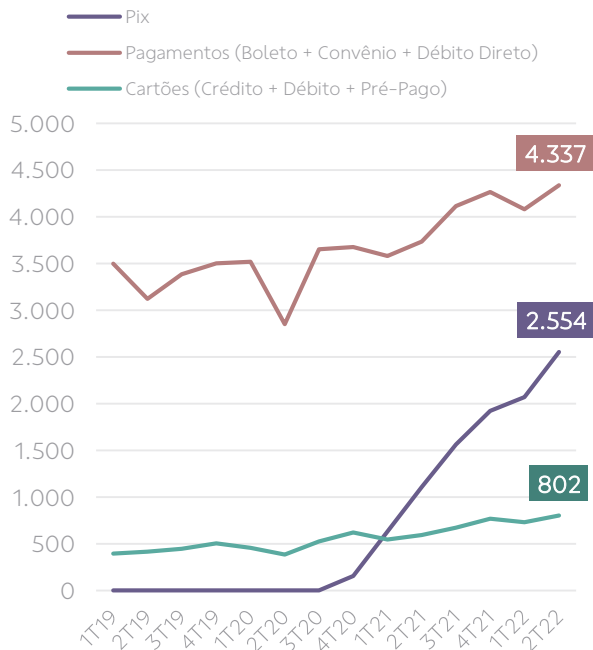
__O mercado de adquirência e meios de pagamento no Brasil enfrenta um momento de forte competição e de constante ameaça de disrupção, devido, principalmente, à entrada de novos *players*, à baixa diferenciação de produtos e ao avanço da tecnologia aplicada ao desenvolvimento de novas formas de meios de pagamento, de transações financeiras e de relações comerciais, em geral. Podemos citar, por exemplo, o PIX, o WhatsApp Pay e o avanço das criptomoedas como agentes dessa dinâmica.

__Adicionalmente, *drivers* que impulsionaram a recuperação do setor a partir das fases mais críticas da pandemia, como a retomada do consumo, o aumento da concessão de crédito PF, a reabertura dos comércios, a retomada dos setor de serviços, entre outros, podem apresentar uma dinâmica menos robusta em 2023. O endividamento das famílias, a crescente inadimplência, especialmente na linha de cartões de crédito, e o patamar atual dos juros podem frear o crescimento dos volumes transacionados e impactar o lucro das companhias.

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

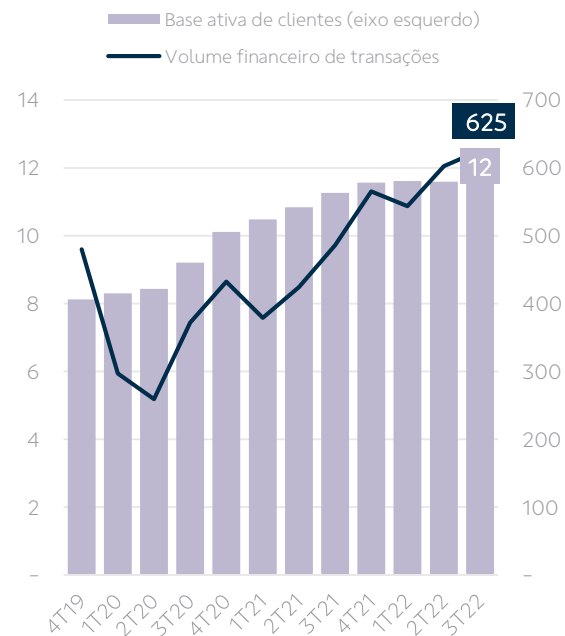
Meios de pagamento

R\$ bilhões transacionados por modalidade



Mercado de adquirência¹

Base ativa em milhões / volume em R\$ bilhões



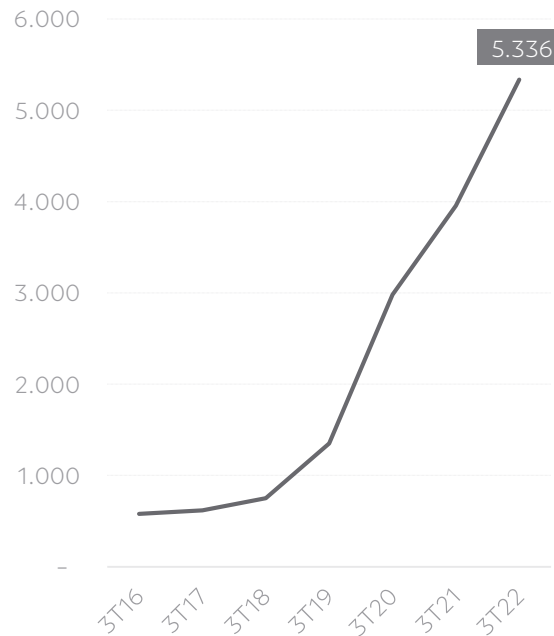
Serviços Financeiros: Bolsa

Mercado brasileiro de renda variável segue no caminho irreversível do amadurecimento, mas volatilidade acentuada pode frear ímpeto de crescimento.



Contas na bolsa brasileira

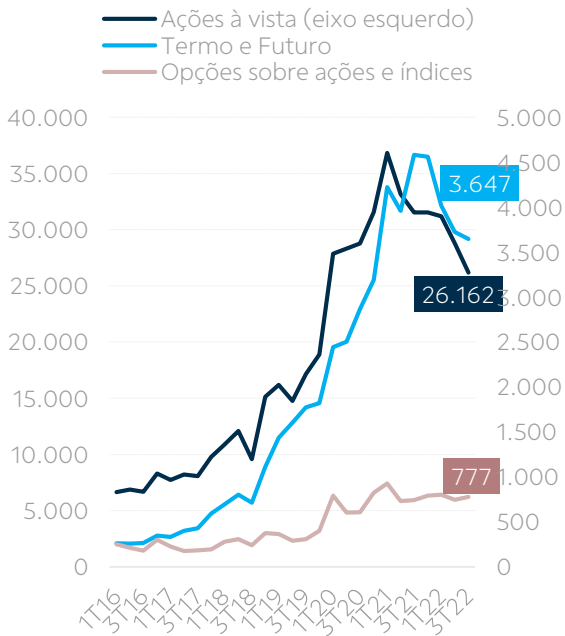
milhares de CPFs únicos



Fonte: B3, BB Investimentos.

Volume médio diário negociado

R\$ milhões



Frutos do *financial deepening*

__A partir de 2018, que foi o ano da “virada de chave” para a bolsa de valores brasileira, o número de investidores e participantes do mercado de ações cresceu exponencialmente. A quantidade de CPFs únicos na bolsa saiu de aproximadamente 650 mil em 2017 para impressionantes 5,3 milhões até o 3º trimestre de 2022, de acordo com a B3.

__Além do crescimento do número de CPFs, observamos também um crescimento expressivo no volume médio diário negociado nos últimos anos, embora esse movimento tenha arrefecido em 2022. Podemos concluir, portanto, que mais investidores estão participando do mercado e com maior volume financeiro.

__Esse contexto é bem representativo de um processo chamado de “Financial Deepening”, refletido no gradual amadurecimento financeiro da população. Ele também proporciona diversos benefícios para o ambiente como um todo, como maior oferta de produtos financeiros, menores custos, maior tecnologia, maior educação financeira etc, o que acaba por retroalimentar esse ecossistema e torná-lo um ciclo virtuoso.

Serviços Financeiros: Bolsa

Renda variável tem espaço para atrair recursos e ofertas públicas podem reaquecer em 2023, mas custo de oportunidade para migração da renda fixa segue alto.



Renda variável pode voltar ao radar

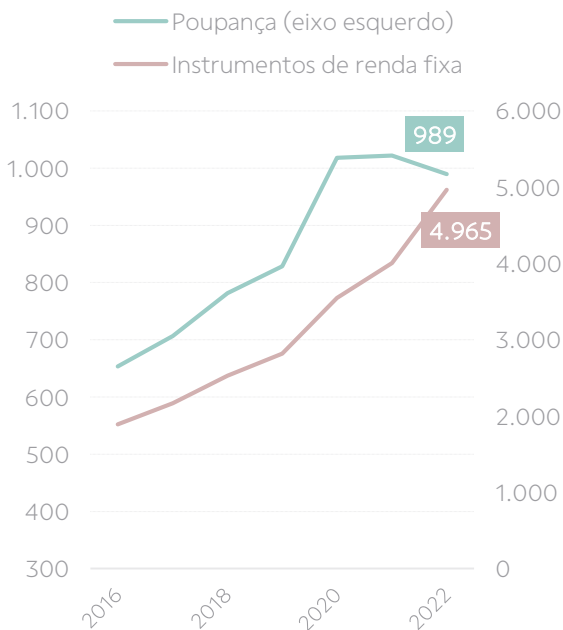
__Dentre os diversos fatores que influenciam o mercado financeiro, existem um, em especial, que causa grande temor nos investidores: a inflação. Entre 2021 e 2022, esse temor levou o Banco Central a elevar a taxa Selic de 2% a 13,75% em poucos meses.

__Entretanto, para 2023, caso o comportamento dos preços siga o consenso de mercado, compartilhamos do entendimento de que o Banco Central poderá ter espaço para começar a reduzir a taxa Selic, trazendo maior alívio aos mercados e elevando o apetite a risco dos investidores.

__Esse contexto 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 companhias, dado que várias delas adiaram seus planos de abertura de capital e *follow on* de 2022 para 2023. Além disso, a melhora de percepção sobre o cenário macro poderia atrair fluxo estrangeiro para o mercado brasileiro.

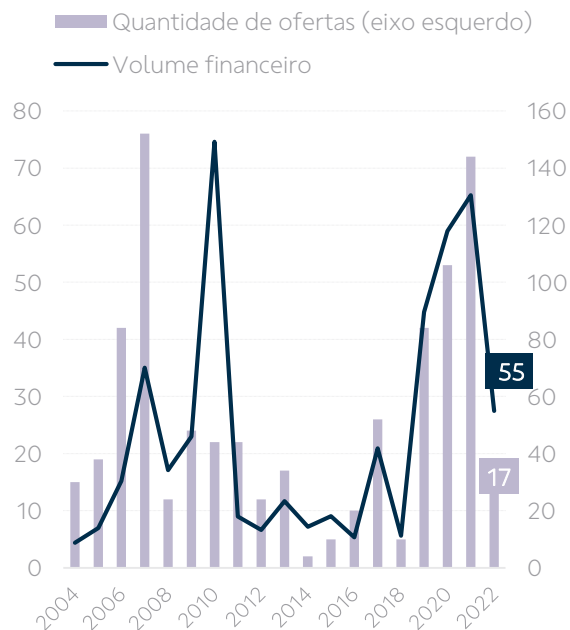
Saldo de poupança x estoque renda fixa¹

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 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 2023.

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 2022. 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 2023, 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.

Fonte: B3, BB Investimentos.

Riscos

Cenário macroeconômico, competição e risco jurídico

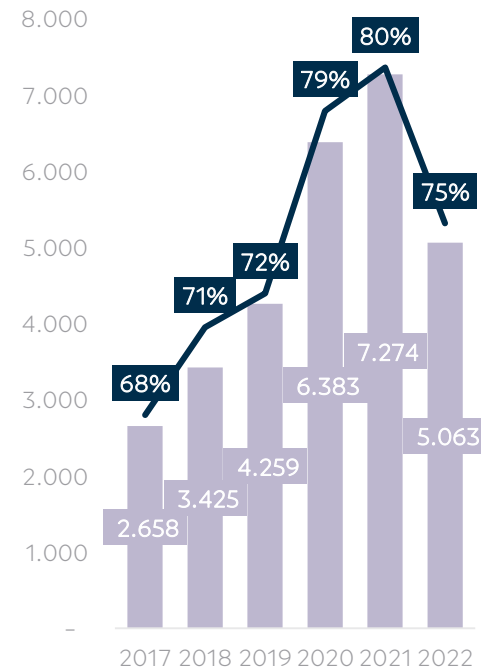
(i) Cenário macro: ambiente inflacionário global, conflitos geopolíticos, elevação das taxas de juros acima do previsto nas principais economias do mundo (ou sua permanência em patamar elevado por mais tempo do que o esperado) e demais fatores capazes de gerar aversão a risco aos investidores podem prejudicar 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\$ 33,4 bilhões (atualizado em dez/21).

EBITDA e margem EBITDA

R\$ milhões e %





 **BB INVESTIMENTOS**

Siderurgia e Mineração

Dezembro 2022

Por **Mary Silva, CNPI-P**

Siderurgia e Mineração

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB 2023: GGBR4 e VALE3.

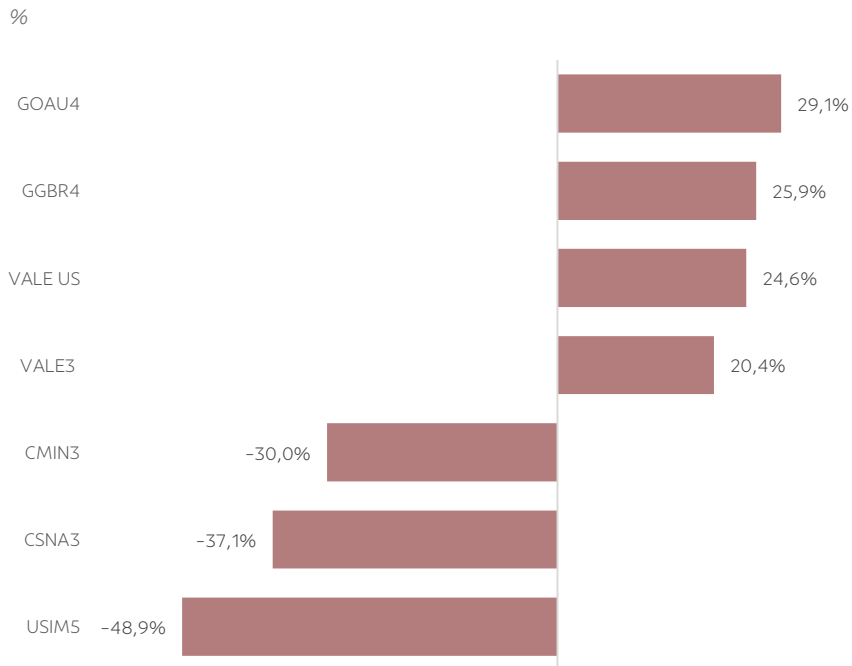


Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2023 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2023e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2023e	EV/EBITDA Média 5 anos
CSN MINERACAO	CMIN3	3,84	5,70	48,4%	Neutra	20.734,6	-6.092,7	7,8	5,3	4,0	3,3
CIA SIDERURGICA NAC	CSNA3	13,91	20,00	43,8%	Neutra	18.286,8	13.680,2	6,2	6,5	3,7	5,2
GERDAU	GGBR4	30,17	34,00	12,7%	Compra	47.440,1	8.171,2	6,6	9,6	3,2	5,0
METALURGICA GERDAU	GOAU4	13,21	n/a	-	-	13.181,7	7.403,0	6,3	4,8	n/a	20,2
USINAS SIDER MG	USIM5	7,35	15,00	104,1%	Neutra	8.864,4	-641,4	8,4	38,8	4,2	5,3
VALEADR	VALEUS	16,07	17,70	10,1%	Compra	407.400,3	10.472,0	6,9	5,1	4,6	3,8
VALE	VALE3	85,68	92,00	7,4%	Compra	407.400,3	10.472,0	6,8	5,1	4,6	3,8

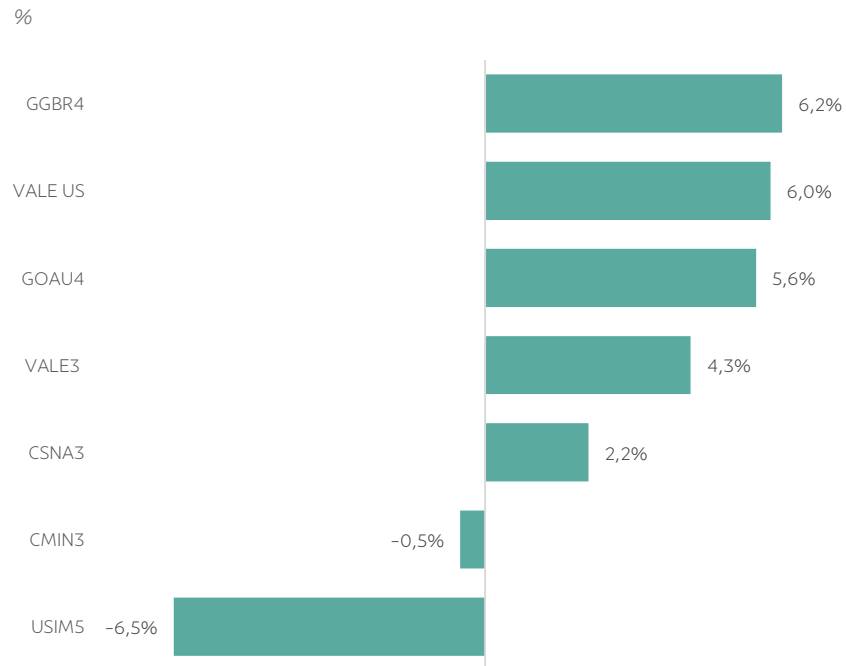
Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 16/12/2022)



Performance em 2022



Performance 1 mês



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 16/12/2022)

Siderurgia e Mineração

Mineração | Incertezas com relação à demanda na China, principal produtor mundial de aço, devem continuar trazendo elevada volatilidade às cotações de minério de ferro em 2023.



Alta volatilidade ao longo do ano

Após iniciar 2022 em recuperação, a demanda global, puxada pela China, manteve-se aquecida nos primeiros meses do ano, o que sustentou a elevação nos preços de minério de ferro. No entanto, a desaceleração da economia chinesa, como reflexo dos sucessivos *lockdowns* no âmbito da política "Covid zero", levou a uma redução da atividade siderúrgica local e, consequentemente, dos preços de minério de ferro.

Apesar da continuidade dessa política, recentemente o governo chinês flexibilizou algumas regras e implementou, ao longo do ano, uma série de medidas para incentivar a economia e os setores de infraestrutura e construção, embora seus efeitos tenham se mostrado insuficientes para compensar os impactos negativos das rígidas restrições à circulação e impulsionar o crescimento. Ainda assim, as sinalizações têm sido bem recebidas pelo mercado, com impacto positivo nos preços futuros de minério de ferro.

Para 2023, a trajetória da demanda e preço do minério está amplamente ligada ao tamanho da flexibilização e das medidas de estímulo à economia a serem adotadas pelo governo chinês. Estimamos um preço médio de US\$ 90 por tonelada no ano¹ para 2023. O recuo deve seguir em 2024 e estimamos que se estabilize em US\$ 70 por tonelada a partir de 2025, com a normalização da relação entre oferta e demanda global.

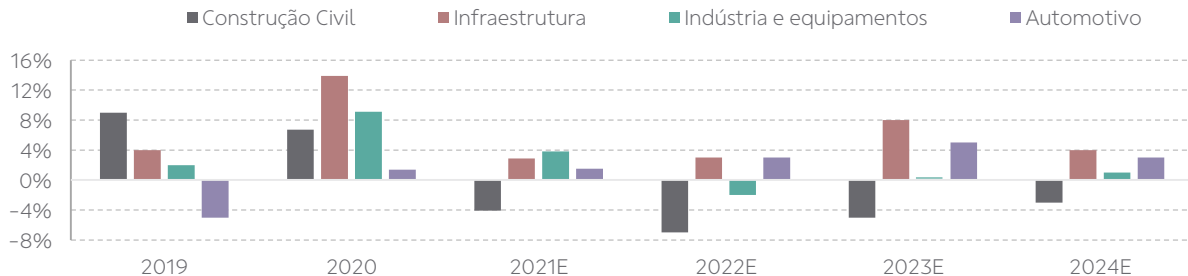
Preços de minério de ferro (teor 62%)

US\$/t



Crescimento da demanda de aço por setor - China

Variação a/a - %



Fonte: BB Investimentos, Bloomberg, China Iron and Steel Association (CISA). (1) Média de US\$ 122/tonelada em 2022, até 30/11/2022.

Siderurgia e Mineração

Siderurgia | O conflito na Ucrânia teve impacto imediato nos preços de commodities metálicas, refletindo um potencial impacto na oferta global, dado que a Rússia tem participação relevante no mercado mundial de diversos materiais, incluindo o aço, mas o arrefecimento da demanda global contribuiu para a correção das cotações.

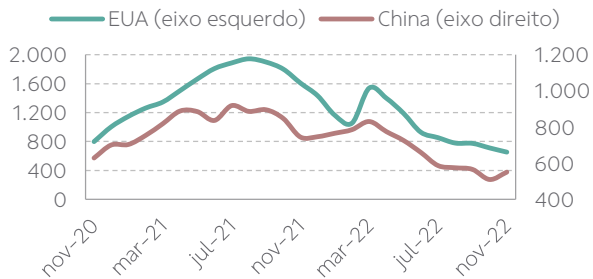
Impactos do conflito na Ucrânia

Após o início dos conflitos no Leste Europeu, os preços de aço interromperam a trajetória de correção iniciada no 2S21, pois apesar da menor oferta com a Rússia fora do mercado, a política de “covid zero” na China e o arrefecimento da demanda global ao longo do ano contribuíram para um maior equilíbrio entre a oferta e demanda de aço, que junto com a queda nos preços de minério de ferro (sua principal matéria-prima), levou a cotações de aço ao menor patamar em dois anos.

No cenário de continuidade do conflito na Ucrânia em 2023, esperamos que a dinâmica do segmento de siderurgia siga sendo impactada, tanto pela menor participação da Rússia no comércio global de aço, como pelos impactos logísticos e outros efeitos decorrentes de sanções ou decisões geopolíticas. No entanto, o tamanho da desaceleração dos EUA e Europa, e a reabertura da China, com os respectivos estímulos em cada região, serão cruciais para a definição da trajetória de demanda e preço do aço, que por enquanto está bastante incerta.

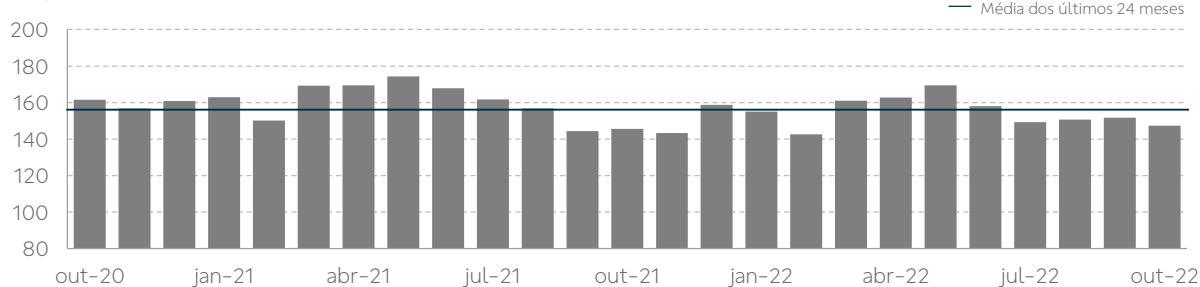
Preços internacionais de aço

Laminado a quente - US\$/t



Produção mundial de aço

Mt



Produção de aço por país

Mt

#	País	Volume 2022 ¹	Varição 2022/2021 ¹	Participação %
1	China	860,6	-2,2%	55,4%
2	Índia	103,8	+6,1%	6,7%
3	Japão	75,2	+6,5%	4,8%
4	EUA	68,1	-4,8%	4,4%
5	Rússia	60,4	-6,6%	3,9%
9	Brasil	28,7	-5,2%	1,9%
Total		1.552,7	-3,9%	100%

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

Siderurgia e Mineração

Siderurgia | Em 2022, a demanda no mercado interno se normalizou, abrindo espaço para o incremento nas exportações.

Normalização da demanda no mercado interno brasileiro

_Após os números recordes de produção em 2021, vimos uma redução de volumes em 2022, refletindo a esperada normalização da demanda de aço no mercado interno. A produção de aço bruto recuou 6,4% a/a no período acumulado entre janeiro e outubro, enquanto o consumo aparente reduziu 12,7% a/a. Como consequência, as exportações avançaram 18,1% a/a e representaram 36% da produção total brasileira (ante 28% em 2021), e as importações retraíram 36,7% a/a e foram equivalentes a 13% do consumo aparente (ante 19% no ano anterior).

_Mesmo considerando os preços no mercado interno elevados, que usualmente atrai as importações, a redução da oferta global de aço limitou a entrada de produtos siderúrgicos no país, conforme comentado anteriormente.

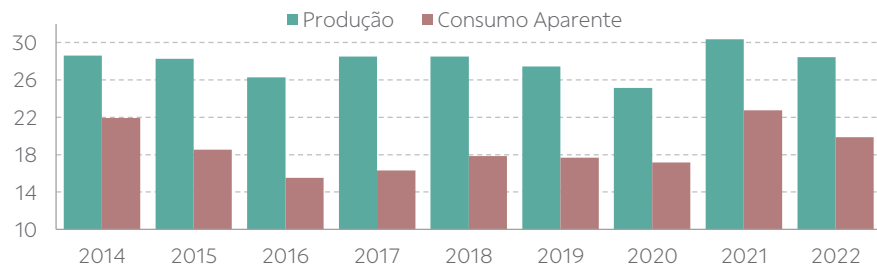
_Para 2023, o cenário com relação à demanda no mercado interno dependerá de fatores macro como a trajetória do juro, por exemplo, com reflexo nas perspectivas de crescimento do país, além dos fatores externos citados anteriormente.

_A Anfavea projeta um crescimento de 5% a/a para a produção de veículos comerciais e leves, à medida que o abastecimento de *chips* continue melhorando; na construção civil, o aumento de lançamentos e vendas de imóveis em 2022 sugere que o setor continuará demandando materiais para executar as obras no próximo ano. Mas, por outro lado, o cenário de taxas de juros elevadas pode limitar a capacidade de financiamento dos consumidores, com reflexo nessa dinâmica. Já com relação aos preços no mercado interno, estes dependerão do comportamento dos preços internacionais de aço e das matérias-primas, o que, combinado a uma expectativa de custos de produção ainda elevados, deve se traduzir em redução de margens para as siderúrgicas.

Fonte: Instituto Aço Brasil (IABR), Anfavea, BB Investimentos. (1) Considerando dados disponíveis (acumulado de 2022 até outubro). (2) Boletim Focus – Banco Central do Brasil. (3) Consenso Bloomberg.

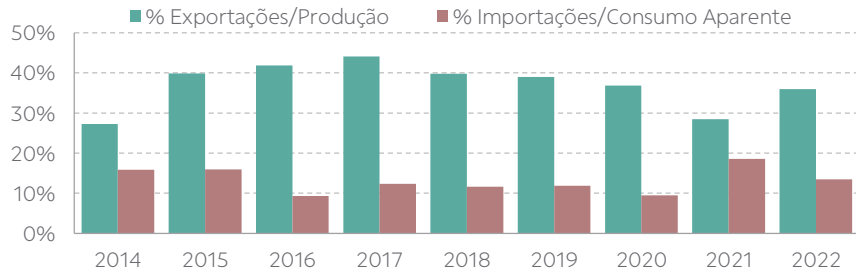
Produção e consumo aparente de aço no Brasil

Mt – Acumulado janeiro–outubro



Comércio exterior

%



Seleção Siderurgia e Mineração: Vale

A Vale continua avançando gradualmente em suas estratégias de aumento de segurança das operações, melhorias operacionais e ganhos de eficiência, e segue perseguindo a liderança da mineração de baixo carbono. A empresa segue intensificando as iniciativas para capturar oportunidades em minério de ferro e metais básicos nos próximos anos.

Tese de Investimento

_No segmento de **minerais ferrosos**, após reconhecer que os desafios para a reposição de capacidade operacional desde Brumadinho têm sido acima dos anteriormente estimados (dificuldade para a reversão dos impactos do acidente, maior exigência para licenciamentos), a empresa revisou seu plano de retomada de capacidade para os próximos anos – o objetivo não será mais atingir as 400 Mtpa e sim focar cada vez mais em qualidade.

_No segmento de **metais básicos**, a Vale mostrou importantes avanços ao longo de 2022, tanto com relação a melhorias operacionais, como no processo de segregação do segmento visando o destravamento de valor. Neste segundo ponto, a empresa segue se preparando para capturar o vasto potencial de crescimento da demanda de níquel e cobre nos próximos anos, puxada principalmente pelo avanço dos veículos elétricos e baterias. Para isso, tem buscado parceiros estratégicos com o objetivo de vender uma fatia minoritária visando capturar recursos e aproveitar a valorização futura do negócio, além de contribuir para acelerar a criação de valor.

_Além disso, a projeção de lucros satisfatórios à frente traz perspectiva de dividendos consistentes, mantendo a companhia como uma forte pagadora de proventos.

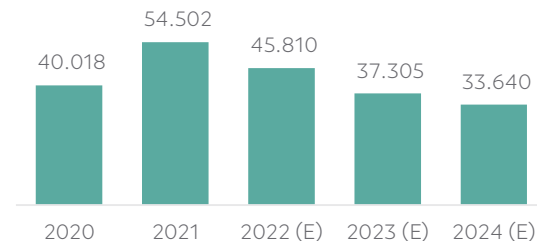
Fonte: Vale, BB Investimentos. (1) Considerando o acumulado de 9M22.

Riscos

(i) Desaceleração da atividade industrial global acima do esperado, sobretudo na China, afetando a demanda de minério de ferro; (ii) queda significativa nos preços de minério de ferro; (iii) incrementos substanciais de custos de produção, incluindo os custos de carvão e logística; (iv) insucesso no novo plano da retomada de capacidade produtiva de minério de ferro; (v) falha em proceder com sua estratégia para os ativos de metais básicos; (vi) quaisquer mudanças estruturais na dinâmica da indústria siderúrgica global, que ameaça o mercado mundial de minério de ferro; e (vii) novos eventos de rompimento de barragem ou novos passivos relacionados a Brumadinho ou Samarco.

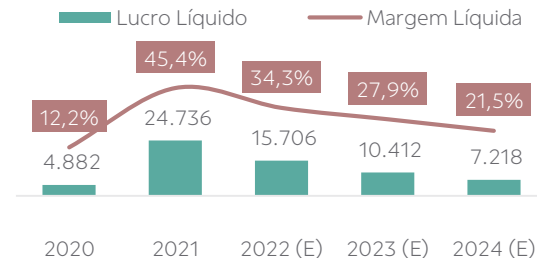
Receita Líquida

US\$ milhões



Lucro Líquido e Margem Líquida

US\$ milhões e %



Seleção Siderurgia e Mineração: **Gerdau**

A Gerdau deverá continuar registrando resultados robustos, mesmo com a volatilidade e desafios para o setor, principalmente por seu posicionamento no mercado norte-americano, cuja rentabilidade mudou de patamar, e pela perspectiva de manutenção da demanda aquecida no mercado brasileiro no próximo ano.

Tese de Investimento

Em nossa visão, a Gerdau está bem posicionada não apenas para continuar capturando o crescimento da siderurgia nas regiões de atuação, como também desenvolvendo e entregando soluções cada vez mais avançadas aos clientes, acompanhando as mudanças de necessidades das indústrias. Isso porque, além de sua liderança em mercados relevantes (Brasil, EUA e outros países da América do Sul), segue realizando investimentos contínuos em melhorias operacionais, desenvolvimento de portfólio com produtos de maior valor agregado, expansão de capacidade de forma disciplinada, digitalização, inovação, nível de serviço, entre outros.

Além disso, a diversificação geográfica de suas operações – com destaque para a presença na América do Norte, cuja rentabilidade mudou de patamar e segue com bons fundamentos – aliada à disciplina financeira e de capital da empresa, reforçam as perspectivas de uma operação mais estável e rentável à frente, bem preparada para enfrentar as oscilações inerentes ao aspecto cíclico das commodities metálicas.

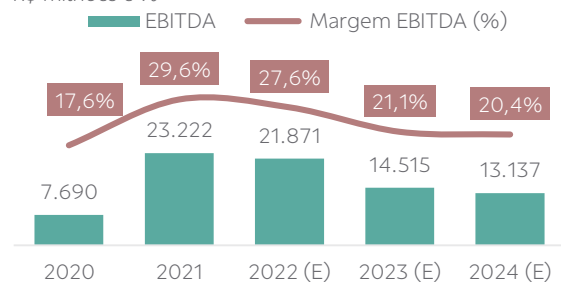
Fonte: Gerdau, BB Investimentos.

Riscos

(i) Deterioração do cenário macroeconômico brasileiro em 2023, com impacto no consumo de aços longos e planos; (ii) ritmo de crescimento da atividade industrial aquém do esperado nas regiões de atuação da empresa; (iii) queda abrupta de preços de aço; (iv) escassez de matérias primas ou incrementos substanciais de seus custos, incluindo os custos com sucata, energia, de carvão e logísticos; (v) prolongamento da falta de componentes da cadeia automotiva; e (vi) aumento substancial de importações de aço no Brasil.

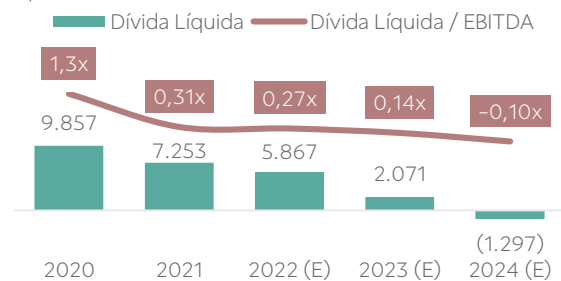
EBITDA e margem EBITDA

R\$ milhões e %



Dívida Líquida e Alavancagem

R\$ milhões e x





 **BB INVESTIMENTOS**

Papel e Celulose

Dezembro 2022

Por **Mary Silva, CNPI-P**

Papel e Celulose

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB 2023: n/a.

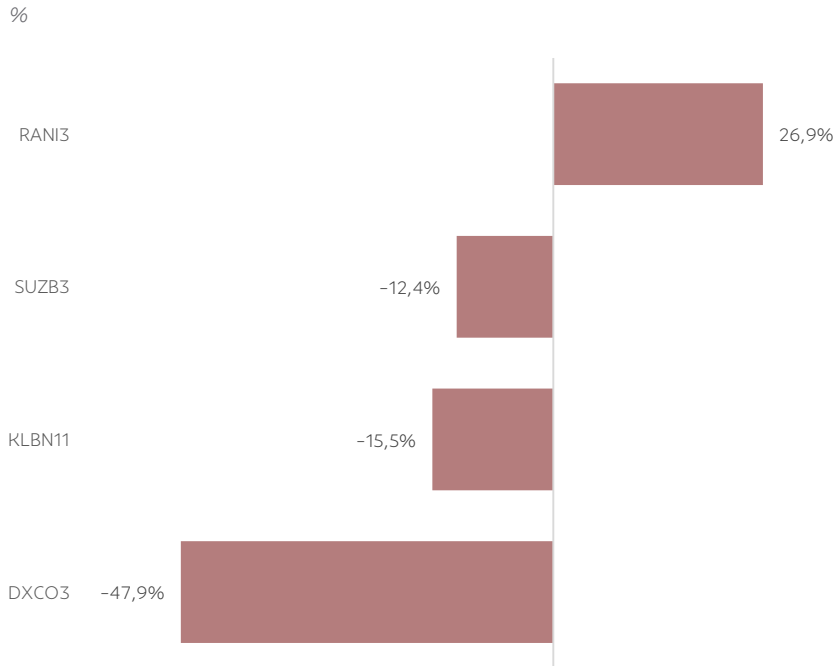


Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2023 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2023e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2023e	EV/EBITDA Média 5 anos
DEXCO	DXCO3	7,45	n/a	-	-	5.615,9	2.845,9	9,9	17,1	5,3	8,5
KLABIN	KLBN11	20,24	30,00	48,2%	Compra	22.654,7	22.002,7	8,0	17,5	6,1	8,1
IRANI	RANI3	8,00	n/a	-	-	2.007,8	409,1	7,3	11,0	5,9	5,8
SUZANO	SUZB3	49,64	69,00	39,0%	Compra	68.090,4	58.529,6	7,2	14,6	5,1	6,8

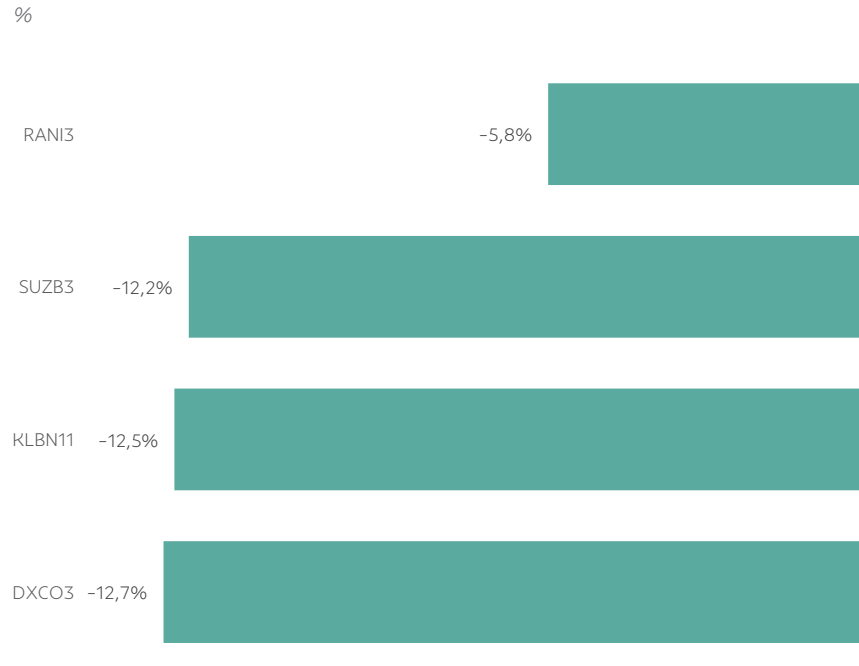
Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 16/12/2022)



Performance em 2022



Performance 1 mês



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 16/12/2022)

Papel e Celulose

Celulose | Uma combinação de fatores limitou a oferta global da commodity ao longo de 2022, impulsionando os preços para o patamar recorde histórico. Para 2023, o reequilíbrio de fatores estruturais e as incertezas com relação à demanda global trazem perspectiva de correção das cotações.

Oferta restrita puxa recuperação de preços de celulose

Em 2022, a oferta global de celulose foi afetada por uma série de fatores: **manutenções alongadas e não programadas em plantas, fechamentos e conversões de fábricas, problemas logísticos, além do adiamento de inaugurações de novas capacidades.** Além disso, a guerra na Ucrânia não só intensificou os gargalos logísticos, encarecendo os fretes marítimos e alongando os prazos de entrega de cargas de exportação, como as sanções impostas à Rússia reduziram a disponibilidade de madeira e fibras em algumas regiões, como a Europa – que também foi impactada pela interrupção de fornecimento de gás natural russo, ocasionando a disparada nos preços de energia e elevando os custos de produção na indústria papelreira europeia.

A oferta pressionada aliada a uma demanda resiliente, principalmente na Europa e nos Estados Unidos, e a um cenário de custos de insumos persistentemente elevados, **levou os preços da commodity ao maior patamar histórico.** Vale mencionar que os preços se elevaram até mesmo na China, onde a demanda ainda não recuperou o patamar pré-pandemia, mas cujas importações e estoques reduziram em função da menor disponibilidade de celulose no mercado exportação.

Para 2023, uma série de incertezas do lado da demanda cercam o setor: (i) a expectativa de crescimento econômico global mais lento – especialmente na China – e a possibilidade de recessão nos EUA e Europa – que estão entre os principais e mais rentáveis mercados de celulose; (ii) a crise energética na Europa, que pode restringir ou encarecer a atividade industrial da região, incluindo a produção de papéis e, consequentemente, a demanda pelo principal insumo, que é a celulose; e (iii) o cenário de inflação elevada e persistente em diversos países, pressionando o consumo.

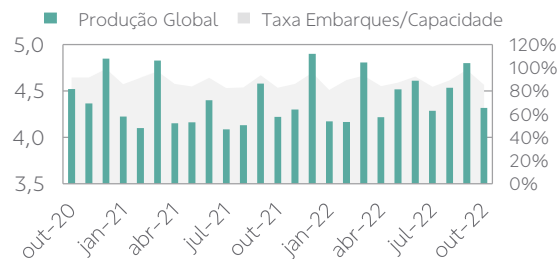
Assim, acreditamos que à medida que as questões relacionadas à oferta forem contornadas, e diante do potencial arrefecimento da demanda global e da entrada de novas capacidades em operação após sucessivos adiamentos, **os preços da commodity passarão por uma correção.** Por outro lado, com a resolução de alguns desafios de fornecimento mencionados, esperamos que os **custos de produção comecem a reduzir**, compensando parcialmente o impacto da queda dos preços nas margens operacionais das grandes produtoras.

Fonte: Bloomberg, BB Investimentos.



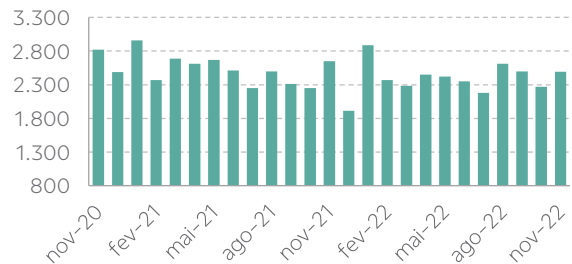
Produção global de celulose

Mt e % relação Embarques/Capacidade (eixo direito)



Importações de celulose na China

Mt



Papel e Celulose

Celulose | Embarques brasileiros crescem 26% (jan-out/2022) em relação ao ano anterior, bem acima do crescimento das exportações globais da commodity. Produtores brasileiros se aproveitaram do cenário favorável e incrementaram a participação do país no mercado mundial.

Ganho de participação nas exportações

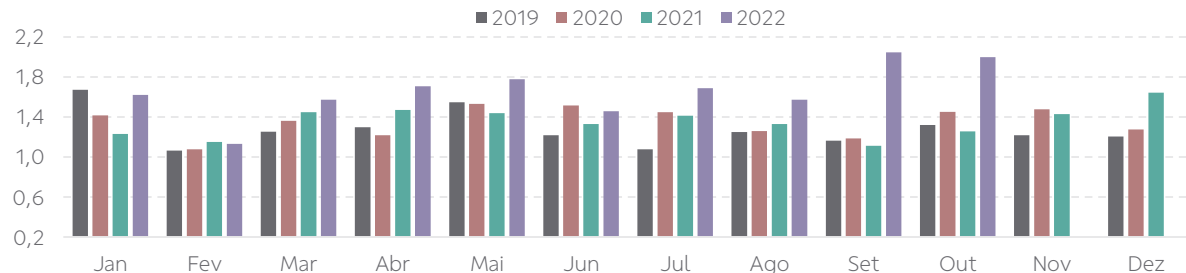
Enquanto as exportações globais de celulose cresceram apenas 3,7% no acumulado de 2022¹, o Brasil exportou 16,6 Mt de celulose – maior volume dos últimos dez anos –, o que equivale a um crescimento de 26% em relação ao mesmo período de 2021, e os embarques brasileiros da commodity somaram quase US\$ 7 bilhões (+28% a/a). A China se manteve como principal destino das exportações, com 38% de participação (-3,5 p.p. a/a), seguida dos Estados Unidos, que representaram 14% das vendas (-2,3 p.p. a/a).

Apesar de também enfrentarem uma série de adversidades, como elevação de custos, problemas logísticos e altos preços de fretes, os exportadores brasileiros incrementaram sua produção e ganharam espaço nas exportações mundiais.

A partir de 2023, esperamos um mercado de exportação mais acirrado, já que são esperadas adições de capacidade, principalmente pelas inaugurações de fábricas de celulose de fibra curta na América Latina.

Exportações brasileiras de celulose

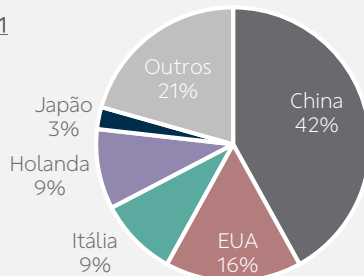
Mt



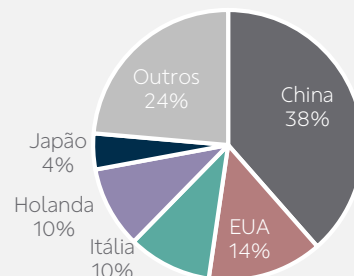
Destinos das exportações¹

% dos embarques em US\$

2021



2022



Fonte: Bloomberg, PPPC, SECEX, BB Investimentos. (1) Considerando o acumulado entre jan-out/2022.

Papel e Celulose

Papel | A categoria de imprimir e escrever segue a tendência de gradual declínio, enquanto a de papel cartão, mais exposta a setores essenciais e favorecida pela substituição de plásticos de uso único, segue mais resiliente. No Brasil, a expedição de papelão ondulado é impulsionada pelo incremento das vendas via *e-commerce* e *delivery*.



Demanda de embalagens aquecida

__A demanda global de papéis para Imprimir e Escrever recuou 1,3% a/a no acumulado de 2022 até outubro. A redução é ainda maior em relação ao patamar pré-pandemia (-13,4%), mesmo com o retorno às aulas presenciais e aos escritórios.

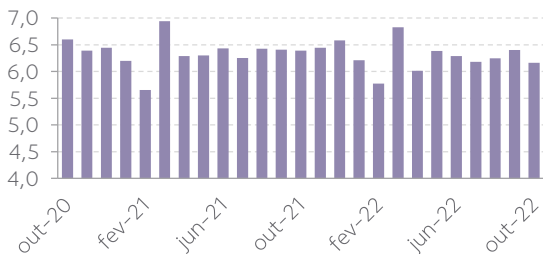
__Já a demanda global de papéis para embalagens continuou aquecida e estável em relação a 2021, puxada pelas vendas via *e-commerce* e substituição de plásticos descartáveis por papel. No caso do papel cartão, embora o segmento seja exposto a setores essenciais (como alimentos e bebidas), houve queda na demanda da América do Norte e da Europa no 2S22, como reflexo do cenário inflacionário nessas regiões, adverso ao consumo.

__Já no Brasil, a expedição de papelão ondulado apresentou uma retomada ao longo do ano, também influenciada pelo incremento das vendas via *e-commerce* e *delivery*, bem como pelas exportações de carnes e outros alimentos – fatores que devem continuar favorecendo a categoria em 2023.

Fonte: Bloomberg, Empapel, BB Investimentos.

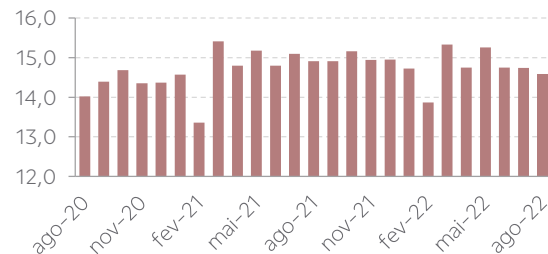
Demanda global – Imprimir e Escrever

Mt



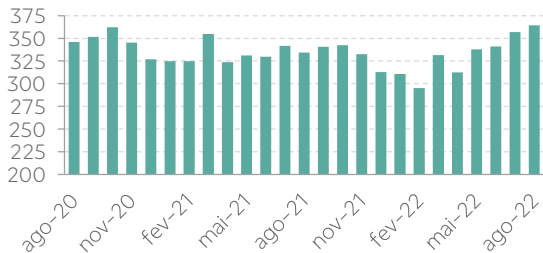
Demanda global – Papel Cartão

Mt



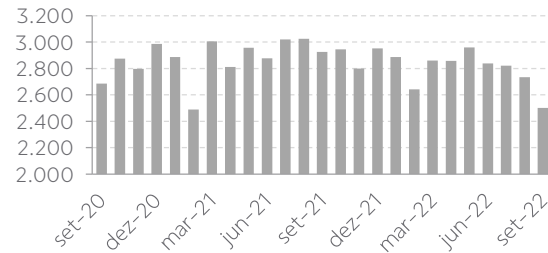
Expedição de Papelão Ondulado – Brasil

kton



Demanda Am. do Norte – Papel Cartão

kton



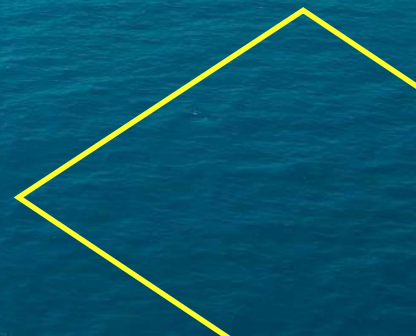


 **BB INVESTIMENTOS**

Petróleo e Gás

Dezembro 2022

Por **Daniel Cobucci, CNPI-P**



Petróleo e Gás, Açúcar e Etanol

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB 2023: VBBR3.



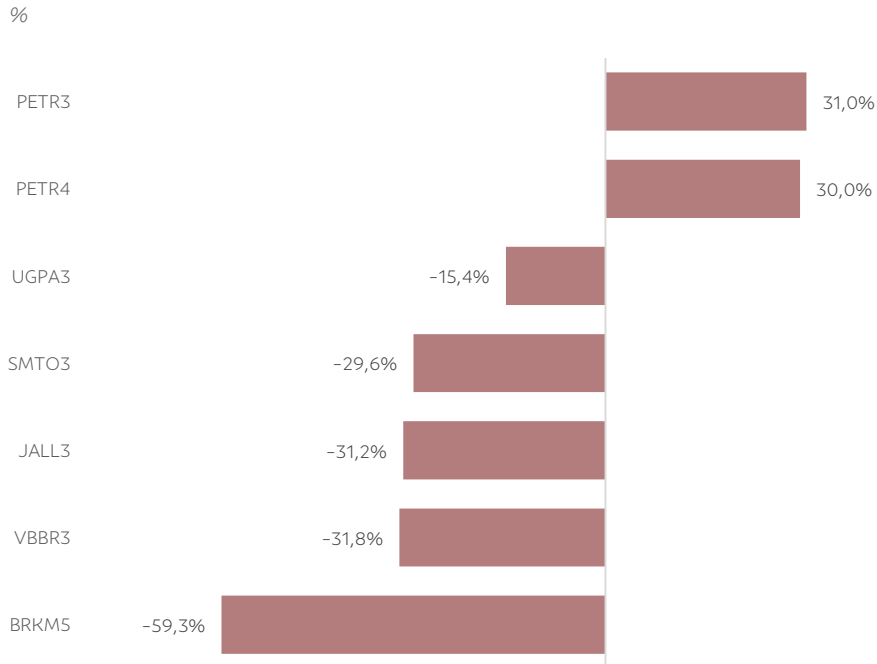
Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2023 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2023e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2023e	EV/EBITDA Média 5 anos
Petróleo e Gás											
BRASKEM	BRKM5	22,56	48,00	112,8%	Neutra	18.609,2	38.371,9	5,8	16,9	3,6	5,1
PETROBRAS	PETR3	24,98	43,00	72,1%	Compra	309.175,0	265.531,0	2,1	4,7	1,8	3,9
PETROBRAS	PETR4	22,05	43,00	95,0%	Compra	309.175,0	265.531,0	1,9	4,2	1,8	3,9
ULTRAPAR PARTICIPACOES	UGPA3	11,79	16,00	35,7%	Neutra	13.348,6	13.262,5	11,3	15,6	5,2	8,0
VIBRA ENERGIA	VBBR3	14,25	27,00	89,5%	Compra	17.067,3	10.208,0	7,8	12,5	5,6	8,7
Sucroalcooleiro											
JALLES MACHADO	JALL3	7,00	15,50	121,4%	Compra	2.083,5	705,5	n/a	8,1	n/a	3,0
SAO MARTINHO	SMT03	23,35	35,00	49,9%	Neutra	8.436,1	5.911,1	6,6	9,8	3,6	4,6

Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 16/12/2022)

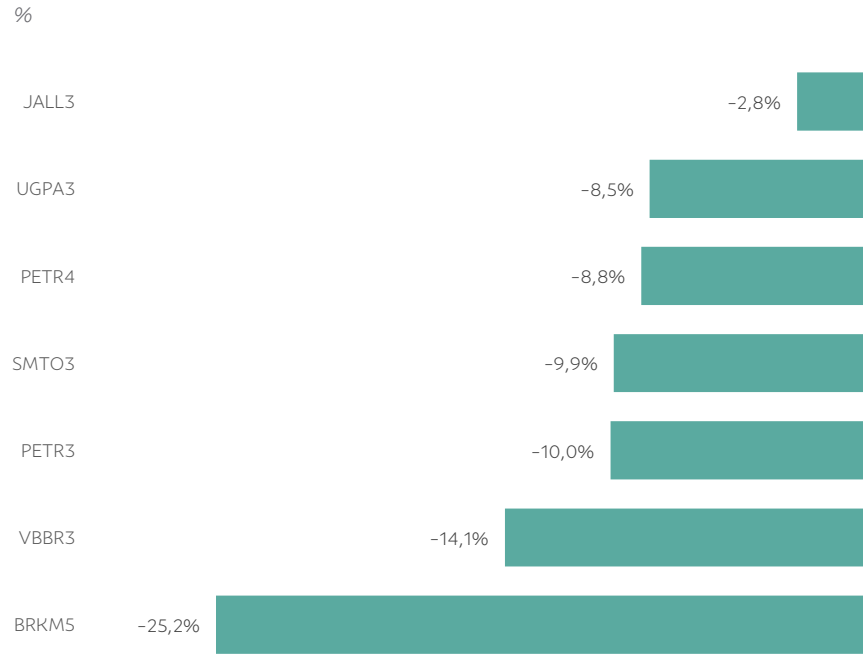
Petróleo e Gás, Açúcar e Etanol



Performance em 2022



Performance 1 mês



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 16/12/2022)

Petróleo e Gás

Em 2022, o setor de O&G enfrentou turbulências com o início da guerra Rússia-Ucrânia, alterando as dinâmicas de oferta e demanda, com volatilidade de preços. No cenário doméstico, houve avanço na produção e novos participantes ganhando cada vez mais relevância.

__No Brasil, a produção total de petróleo em 2022 (jan-out) teve um aumento de 3,6% a/a, com menor número de paradas para manutenção e entrada em operação de novos sistemas produtivos, tendo atingido produção recorde no mês de outubro. O ano contou com a venda de refinarias e negócios relacionados à abertura do mercado de gás natural, além de uma forte expansão na produção das petroleiras independentes, que adquiriram ativos maduros da Petrobras. A elevação nos preços de petróleo favoreceu as companhias do setor, que reportaram resultados recordes, aumentaram investimentos (independentes) e a distribuição de dividendos (Petrobras).

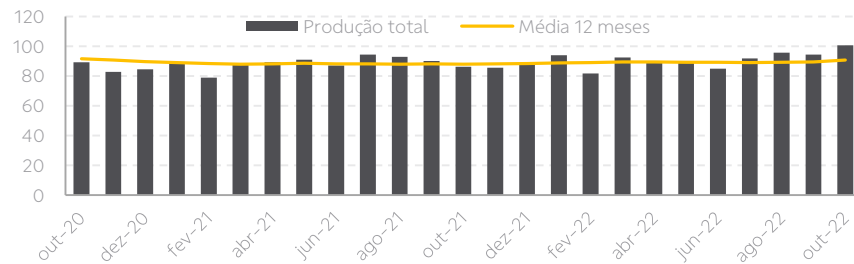
__Para 2023, a atuação da Petrobras influenciará as dinâmicas setoriais, notadamente em três tópicos: (i) definições sobre a política de preços; (ii) investimentos em refino e/ou renováveis: esperamos que a companhia promova modernizações no parque de refino, sem investimentos em *greenfields*, enquanto em renováveis, o mais provável nos parece o caminho de aquisições ou parcerias estratégicas, a exemplo do que outras companhias do setor têm feito; (iii) venda de ativos: pode ser interrompida, exceto no caso de campos maduros, mudando as expectativas de uma abertura da área de refino.

__Com tal cenário, o setor pode ter menos espaço para novos entrantes, mas boas condições para que as companhias independentes fortaleçam sua atuação, além de uma Petrobras com atuação mais integrada, pavimentando um caminho ligado à transição energética que pode render bons frutos no longo prazo, mas com perspectivas de menor distribuição de dividendos.

Fonte: ANP, Petrobras, Sindicom, BB Investimentos.

Brasil: produção total de petróleo e gás

Mil boe



Venda de combustíveis líquidos (acumulado jan-out)

% a/a

Mil m ³	Jan-Out-2022	a/a
Etanol hidratado	12.990.731	-10,0%
Gasolina de aviação	39.380	-3,0%
Óleo diesel	52.926.683	1,8%
Querosene de aviação	4.791.694	41,0%
Gasolina c	34.819.208	9,4%
Óleos combustíveis	1.558.241	-45,4%
Ciclo otto	47.809.939	3,4%
Diesel	52.926.683	1,8%
Total	107.131.611	2,5%

Petróleo e Gás: distribuição de combustíveis

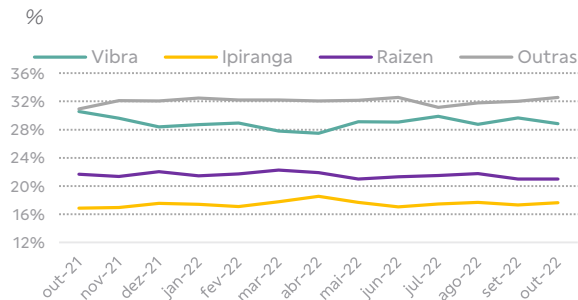
Em 2022, houve crescimento moderado no volume de vendas de combustíveis líquidos. Para 2023, esperamos uma continuidade desse movimento, além de expansões no modelo de negócio das companhias do setor, que devem aumentar a oferta de produtos com menor pegada de carbono.

Em 2022 (jan. a out.), a venda de combustíveis líquidos teve um incremento de 2% a/a (jan-out), como resultado de uma recuperação da atividade econômica abaixo do esperado e da queda nas vendas de veículos novos (-1,3% a/a no período janeiro a novembro, segundo a Anfavea). Novamente, as vendas de etanol pesaram negativamente no desempenho (-10% a/a), com sua competitividade reduzida devido à redução dos tributos sobre a gasolina. Entre as companhias listadas, a melhor performance de vendas foi da **Vibra**, com +5,2% a/a nas vendas de ciclo otto e +3% nas vendas de diesel, contra +1,7% e +0,6% da Raízen e +0,8% e +0,6% da Ipiranga, respectivamente, no mesmo período (jan-out).

Para 2023, não esperamos grandes mudanças no setor, com uma elevação moderada no volume de vendas e ampliação das atuações na importação de derivados, cujas estratégias bem aplicadas devem colaborar para diferenciar as margens e volumes de vendas de cada companhia. Também esperamos aumento na diversificação das linhas de negócio para ofertar produtos voltados para energia renovável, dada a demanda crescente.

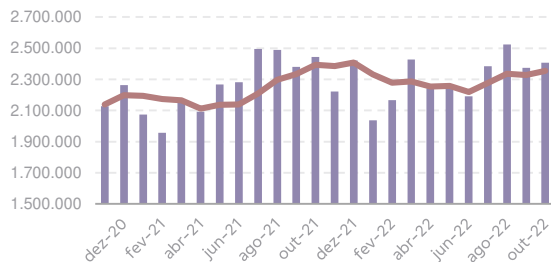
Fonte: ANP, Sindicom, BB Investimentos.

Participação de mercado



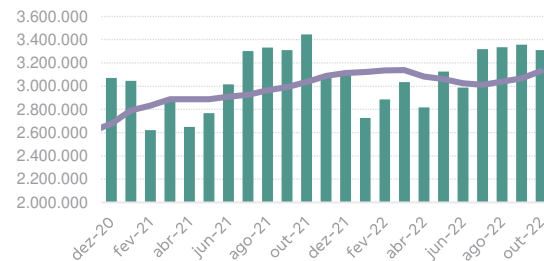
Raízen

Metros cúbicos (linha: média últimos seis meses)



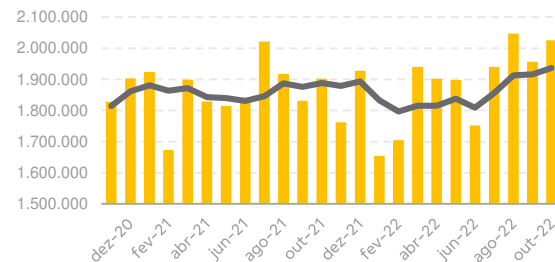
Vibra

Metros cúbicos (linha: média últimos seis meses)



Ipiranga

Metros cúbicos (linha: média últimos seis meses)



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. Entendemos que a queda recente deixa o papel em um ponto de entrada atrativo.

Tese de Investimentos

A Vibra é líder nos mercados em que atua: é a maior distribuidora de combustíveis do país e no mercado de aviação. A companhia vem apresentando o melhor desempenho operacional e financeiro do setor, mantendo *market share* e boas margens de comercialização, apesar de o segmento ainda estar reagindo lentamente em relação à recuperação de volumes. A Vibra ainda tem potencial de crescimento adicional (em relação às nossas projeções) com os futuros resultados advindos da atuação nos segmentos de comercialização, prestação de serviços e geração de energia renovável, que devem trazer oportunidades de sinergias e diversificação para as receitas, com as parcerias e aquisições recentes: compra de participação na comercializadora de energia Comerc, parceria em conveniência com as Lojas Americanas, parceria para *trading* de etanol com a Coopersucar, compra de participação na Zeg Biogás para produção de biometano e parceria com a Brasil Bio Fuels para produção de querosene de aviação sustentável (SAF).

Riscos

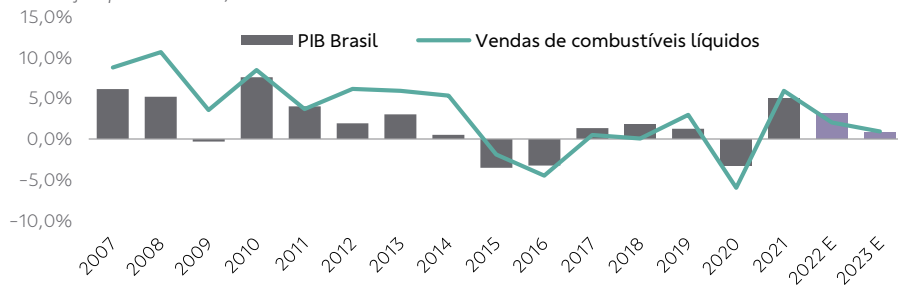
(i) Menor ritmo de crescimento da frota de automóveis, agravada por dificuldades de expansão da indústria; (ii) riscos de execução e/ou crescimento menor do que o esperado nas novas linhas de negócio e (iii) concorrência mais intensa na distribuição de combustível no varejo, o que pode afetar as margens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

Fonte: ANP, Vibra, BB Investimentos.



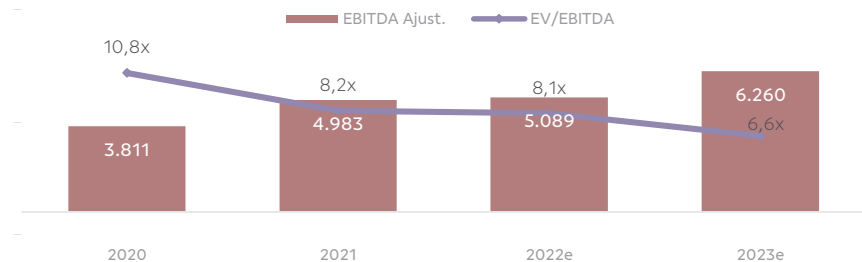
Venda de combustíveis líquidos e PIB

Varição percentual a/a



EBITDA Ajustado e EV/EBITDA - Estimativas BB-BI

R\$ milhões e múltiplo



Açúcar e Etanol

Boas expectativas para a safra 2023/24, mas preços de açúcar devem ser limitados pela previsão de superavit global, enquanto etanol segue com a demanda prejudicada por questões tributárias que afetam sua competitividade ante à gasolina.

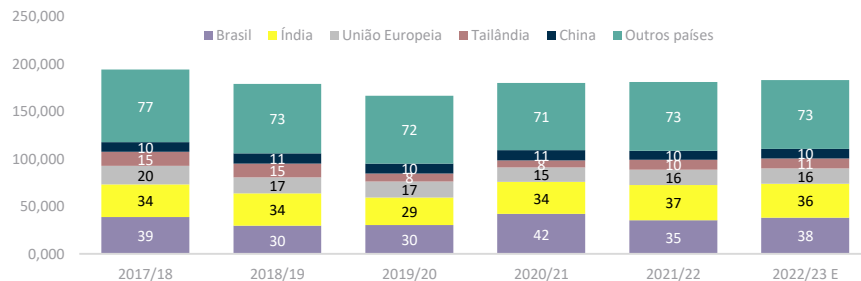
De acordo com as projeções da consultoria StoneX, a moagem de cana-de-açúcar prevista para a safra 2023/2024 deve atingir 587,5 milhões de toneladas, o que representa um avanço de 5,4% sobre a safra atual, ainda em finalização em parte das usinas. A consultoria aponta que os modelos climáticos atualmente sugerem para as principais regiões canaveiras do Centro-Sul brasileiro um volume de precipitações próximo ou acima da normalidade, favorecendo maior produção e produtividade. No cenário global, tais projeções de aumento na produção brasileira colaboram para limitar o potencial de alta nos preços de açúcar, dadas as expectativas da ISO de crescimento total na produção de 1,1%, ante crescimento de 0,7% no consumo global.

Mantemos uma visão cautelosa em relação ao setor, dado que os preços de açúcar no mercado internacional devem ser limitados pelo superavit global de açúcar, enquanto uma elevação mais consistente da demanda doméstica por etanol está atrelada a uma possível reversão das alterações tributárias promovidas em 2022 para reduzir o preço da gasolina. Mantidas as condições atuais, resta para as companhias mais estruturadas o caminho de maior foco na exportação de etanol, como vimos ao longo de 2022, mas tendo como consequência a manutenção das despesas com vendas em patamares mais elevados. Somado a esse cenário a persistente alta em custos, como fertilizantes e diesel, entendemos que as margens de comercialização devem seguir pressionadas, contexto que corrobora nossa visão menos otimista para o setor, sem indicações para compor a Seleção BB 2023.

Fonte: Conab, UNICA, USDA, StoneX, BB Investimentos.

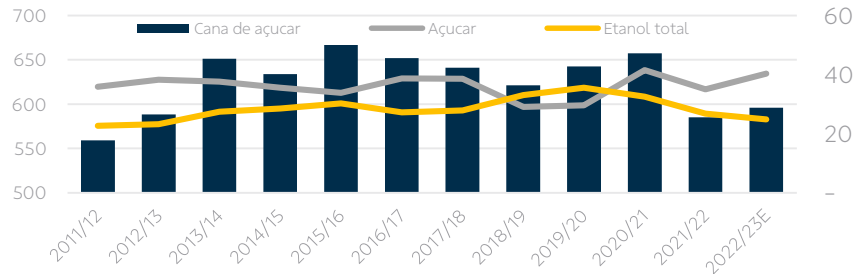
Produção global de açúcar

Milhões de toneladas métricas



Balanco da safra (Brasil)

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





 **BB INVESTIMENTOS**

Alimentos e Bebidas, Agronegócio

Dezembro 2022

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

Agronegócios, Alimentos e Bebidas

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB 2023: BEEF3 e SLCE3.

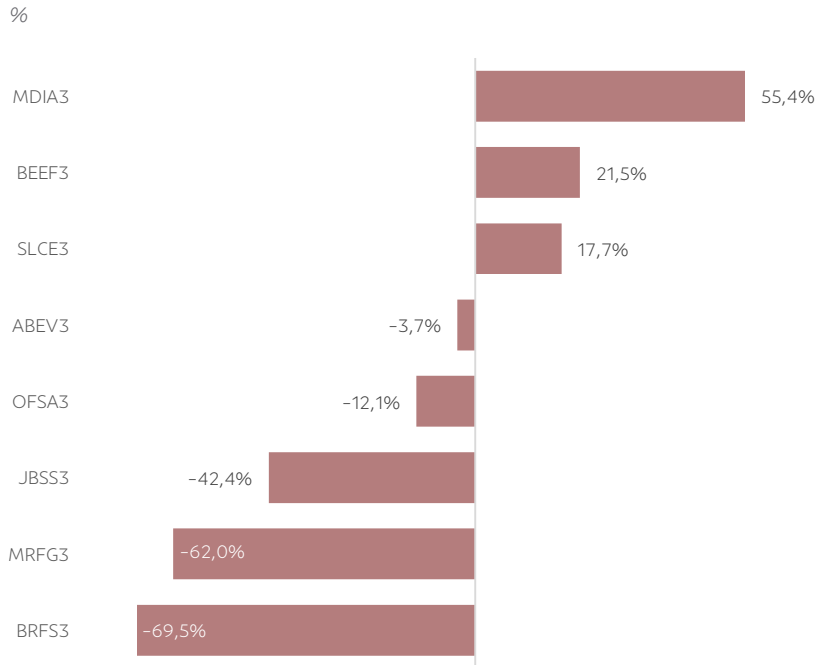


Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2023 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2023e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2023e	EV/EBITDA Média 5 anos
AMBEV	ABEV3	14,85	17,00	14,5%	Compra	236.725,8	-15.604,1	18,1	19,7	8,4	10,9
MINERVA	BEEF3	12,36	17,00	37,5%	Compra	7.536,4	6.142,4	6,4	7,3	4,1	4,9
BRF	BRFS3	6,87	22,00	220,2%	Neutra	7.371,6	19.612,2	23,9	192,4	3,8	7,3
JBS	JBSS3	20,42	47,00	130,2%	Compra	45.915,0	76.377,9	4,3	6,7	3,6	4,7
M DIAS BRANCO	MDIA3	36,53	40,00	9,5%	Neutra	12.261,6	438,9	11,3	14,8	8,2	11,6
MARFRIG GLOBAL FOODS	MRFG3	7,74	20,00	158,4%	Neutra	5.253,6	22.568,0	3,0	9,5	2,9	4,5
OURO FINO SAUDE ANIM	OFA3	21,75	26,00	19,5%	Neutra	1.184,2	221,1	n/a	16,7	n/a	11,4
SLC AGRICOLA	SLCE3	45,98	60,00	30,5%	Compra	9.707,7	5.784,4	7,3	10,2	4,9	6,8

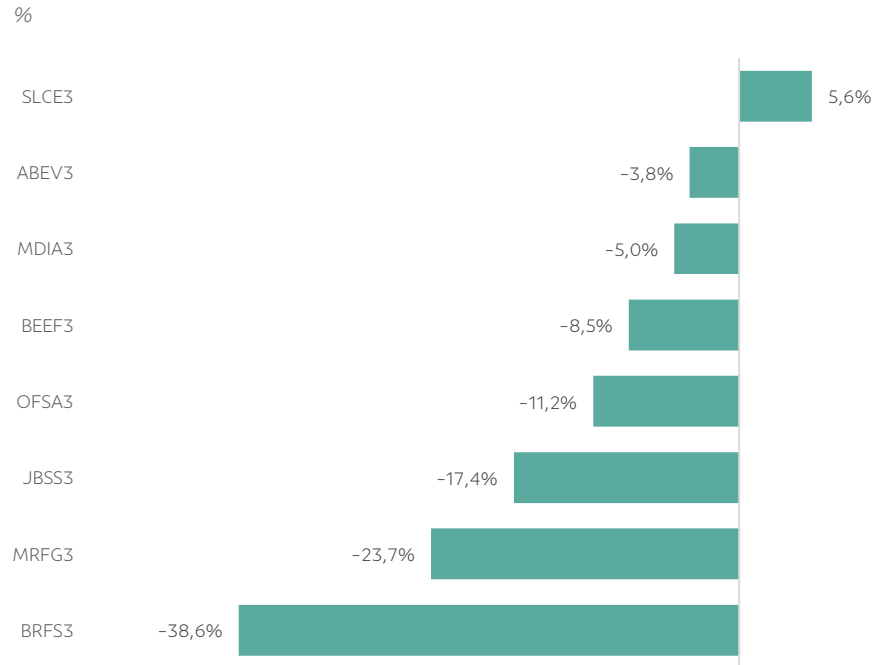
Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 16/12/2022)



Performance em 2022



Performance 1 mês



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 16/12/2022)

Agronegócios: grãos

No mercado global, após a disparada no início do ano, os preços de soja e milho arrefeceram no segundo semestre refletindo a queda das expectativas de crescimento das principais economias e a desaceleração da demanda chinesa por commodities.



Estimativas USDA (em milhões de toneladas)

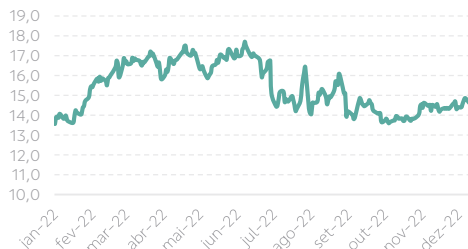
	Safra	2020/2021	2021/2022 Dez (a)	2022/23 Dez (b)	Var. % (b/a)
Soja	Estoque inicial	94,7	100,0	95,6	-4,4%
	Produção	368,4	355,6	391,2	+10,0%
	EUA	114,8	121,5	118,3	-2,7%
	Brasil	139,5	127,0	152,0	+19,7%
	Consumo	363,8	363,4	380,9	+4,8%
	Estoque final	100,0	95,6	102,7	+7,4%
	% Estoque/Usado	27,5%	26,3%	27,0%	+0,66 p.p.

	Safra	2020/2021	2021/2022 Dez (a)	2022/23 Dez (b)	Var. % (b/a)
Milho	Estoque inicial	307,5	292,8	307,1	+5,0%
	Produção	1.129,3	1.217,5	1.161,9	-4,5%
	EUA	358,5	382,9	353,8	-7,6%
	Brasil	87,0	116,0	126,0	+8,6%
	Consumo	1.144,0	1.202,6	1.170,6	-2,6%
	Estoque final	292,8	307,7	298,4	-2,8%
	% Estoque/Usado	25,6%	25,6%	25,5%	-0,05 p.p.

Fontes: USDA, Bloomberg, B3, BB Investimentos. ¹Contratos de 1º vencimento

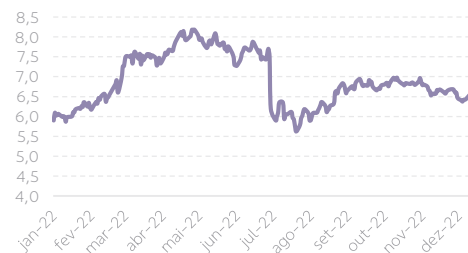
Preços futuros – Soja¹

CBOT – USD/bu



Preços futuros – Milho¹

CBOT – USD/bu



Cenário global

_Os preços no mercado futuro dispararam no início do ano após o início dos conflitos entre Rússia e Ucrânia, mas arrefeceram a partir do segundo semestre, refletindo a queda da demanda chinesa por *commodities*, diante da política de “Covid-zero” e implementação de *lockdowns*, e da expectativa de desaceleração do crescimento de diversas economias.

_De acordo com as estimativas mais recentes divulgadas pelo USDA (dez/22), a produção mundial de **soja** deve crescer 10% na safra 2022/23, estimulada pelo aumento do consumo, sendo que 70% deste volume total adicionado deverá vir da produção do Brasil (+25,0 milhões de toneladas). Os estoques finais globais da oleaginosa são estimados em 102,7 milhões de toneladas, o maior valor absoluto dos últimos dois anos, apesar da relação estoque/uso ainda permanecer abaixo do registrado na safra 2020/21.

_Em relação ao **milho**, o USDA estima queda na produção dos EUA, como reflexo da redução de utilização tanto para ração animal quanto para produção de etanol no mercado interno, mas também em razão da queda nas exportações. Mesmo com o crescimento estimado da produção brasileira para a safra 2022/23, a produção global de milho deve cair cerca de 4,5%, acima da queda do consumo, levando a menores estoques finais.

Agronegócios: grãos

Caso as estimativas sejam confirmadas, a safra 2022/23 deverá ser de novos recordes para a agricultura brasileira. A produção de grãos pode chegar a 312,2 milhões de toneladas, com destaque expressivo para a contribuição da soja e do milho.

Cenário Brasil

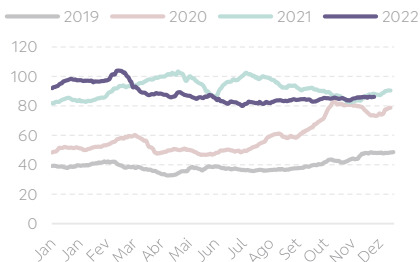
_Segundo o último levantamento da Conab das estimativas para a Safra 2022/23, a área de plantio deve ser de 77 milhões de hectares, crescimento de 3,3% em relação à safra 2021/22 e um novo recorde para a agricultura brasileira, indicando uma produção de 312,2 milhões de toneladas de grãos, um incremento de 15% em relação à safra anterior. Para a **soja**, é esperado aumento de 22,2% na produção, principalmente em razão do ganho de produtividade, que foi prejudicada na safra anterior por adversidades climáticas na região sul do país. Para o **milho**, o crescimento esperado é de 11,2% para a produção total, com destaque para incremento de 12,1% do milho safrinha (2ª safra).

_Do lado da **oferta**, apesar da elevada probabilidade das culturas de verão ainda sofrerem a influência do fenômeno **La Niña na América do Sul** – causando anomalias de precipitações e temperaturas – as condições atuais indicam que a **safra brasileira de soja será bastante satisfatória** e, se confirmada a produtividade recorde esperada, podemos ver uma **redução da pressão sobre os preços da oleaginosa**, cujas cotações têm sido influenciadas por diversos fatores altistas nos últimos anos. Um destes fatores foi a elevação do preço do petróleo, especialmente após o início dos conflitos entre Rússia e Ucrânia, que impacta a precificação do óleo de soja, uma das principais matérias primas usadas na produção de biodiesel e na formação de preço do diesel. O mesmo efeito ocorreu com o **milho**, em função da sua utilização na produção de etanol nos EUA, biocombustível que ganhou competitividade com o fortalecimento do petróleo. Do lado da **demand**a, as incertezas quanto à **reabertura da economia chinesa** contribuem para a tendência baixista sobre os preços da soja, visto que a China é o maior importador global do grão. Entretanto, a demanda por alimentos e, conseqüentemente, por grãos utilizados na fabricação de ração animal, tem um **caráter resiliente** frente aos desafios de uma possível recessão em importantes economias ao redor do mundo – o que pode sustentar os preços em um patamar ainda elevado.

Fontes: Conab, CEPEA/ESALQ, BB Investimentos.

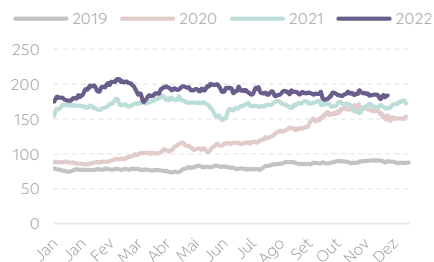
Preço de Milho

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



Preço de Soja

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



Estimativas Conab – Produção de Grãos no Brasil

Em 08/12/2022 - Milhões de toneladas

Safra	2020/21	2021/22e	2022/23e	Var %
		Dez/22 (a)	Dez/22 (b)	
Milho Total	87,1	113,1	125,8	+11,2%
Milho 1ª safra	24,7	25,0	27,2	+8,8%
Milho 2ª safra	60,7	85,8	96,3	+12,1%
Milho 3ª safra	1,6	2,2	2,3	+6,3%
Soja	139,4	125,5	153,5	+22,2%

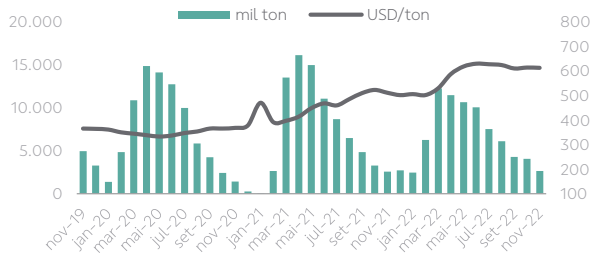
Agronegócios: grãos

No mercado externo, após um volume recorde de exportações de milho no acumulado do ano até novembro, a expectativa é de que o Brasil mantenha o protagonismo no comércio global de soja e milho favorecido por uma safra recorde.



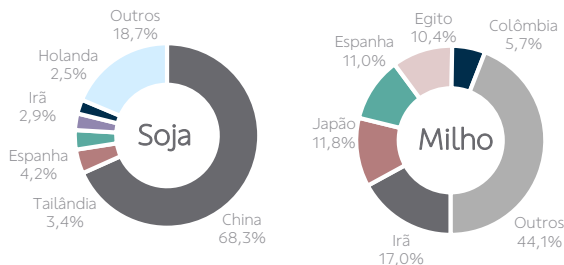
Soja – Exportações Brasil

(Vol = eixo esquerdo e Preço = eixo direito)



Principais destinos das exportações

% do total no acumulado de jan-nov 2022



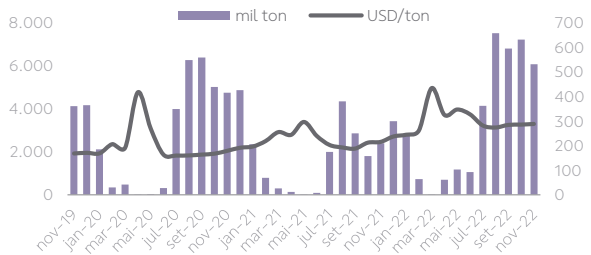
Mercado externo

As exportações brasileiras de **milho** somaram ~37,2 mm de toneladas embarcadas no acumulado até novembro deste ano, mais do que o dobro do volume do mesmo período de 2021, quando houve quebra relevante da 2ª safra do cereal. Em agosto, as exportações brasileiras de milho registraram um recorde mensal na série histórica (7,5 mm de toneladas). Os preços em USD/ton alcançaram o pico em março, coincidindo com o início dos conflitos no Leste Europeu. Para 2023, considerando as projeções para a safra de milho ucraniana de cerca de 27,0 milhões de toneladas (versus 42,1 mm na safra 2021/22), de acordo com o USDA, **o balanço entre oferta e demanda do cereal deve permanecer bastante restrito, abrindo espaço para o Brasil aumentar sua representatividade no mercado exportação, inclusive para a China** – no final de novembro, de acordo com o noticiário¹, a primeira carga de milho brasileiro foi enviada ao mercado chinês.

Já os embarques de **soja** somaram aproximadamente 77,0 mm de toneladas no acumulado do ano até novembro (-8% na comparação anual) devido às perdas no sul do país. O preço médio, no entanto, foi cerca de 32% superior, garantindo excelentes margens ao produtor. Em relação às perspectivas para 2023, a **rentabilidade do agricultor brasileiro deverá ser menor**, considerando a elevação de preços dos insumos no 1S22, que deverá impactar a próxima safra de grãos.

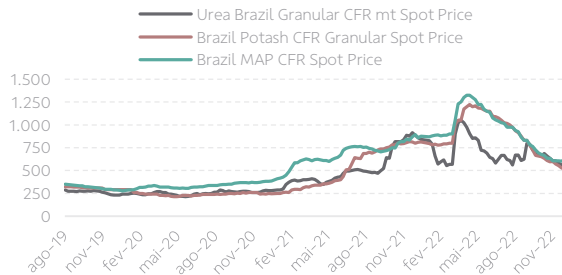
Milho – Exportações Brasil

(Vol = eixo esquerdo e Preço = eixo direito)



Preços de fertilizantes

USD/ton



Fontes: Secex, USDA, Valor Econômico, Bloomberg, BB Investimentos. [1Notícia do Valor Econômico: 'China atenta à sanidade do milho brasileiro'](#)

Seleção Agronegócios: SLC Agrícola

A SLC deve continuar se beneficiando de perspectivas favoráveis para o setor agrícola brasileiro, já que se destaca por sua elevada produtividade, eficiência operacional, estratégias bem sucedidas de *hedge* cambial e de commodities, bem como sua disciplina financeira e de capital, que poderão se traduzir em margens estáveis em 2023.

Tese de Investimentos

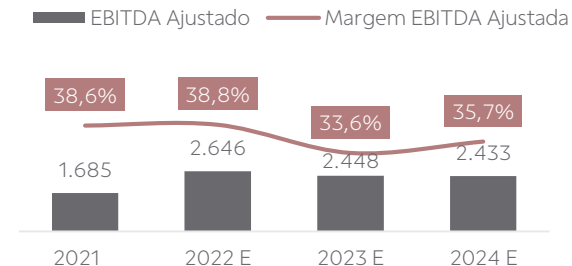
Além do cenário favorável para o agronegócio, com o Brasil mantendo o protagonismo na comercialização mundial das principais culturas, a SLC possui diferenciais relevantes, como **produtividade acima da média, mix de terras próprias e arrendadas e foco em tecnologia**, entre outros, que têm suportado sua elevada eficiência operacional, em conjunto com suas **estratégias bem sucedidas de *hedge* cambial e de commodities, antecipação de vendas e de compras de insumos**, beneficiado seus resultados operacionais e financeiros dos últimos trimestres.

Os preços do algodão dispararam no 1S22, acompanhando a elevação nos preços de petróleo e a restrição de oferta – houve quebra de safra em diversos países produtores, como EUA e Brasil. No entanto, o enfraquecimento da demanda, principalmente pela desaceleração econômica da China, levou a uma forte correção das cotações. Apesar das preocupações com relação ao cenário de menor crescimento global em 2023, os preços futuros da commodity indicam estabilidade no patamar de US\$ 80/lb, próximo ao nível atual, sugerindo que a correção já está finalizando.

Fontes: USDA, Conab, SLC, Bloomberg, BB Investimentos.

EBITDA e Margem EBITDA

R\$ milhões e %

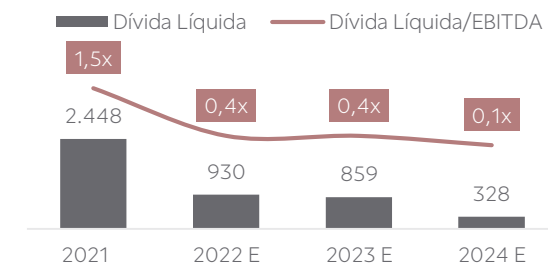


Riscos

(i) Perdas por condições climáticas adversas; (ii) elevação substancial dos custos de produção ou indisponibilidade de insumos; (iii) queda nos preços de commodities acima das expectativas; (iv) desaceleração acentuada do crescimento econômico mundial, impactando a demanda global por commodities agrícolas; e (v) mudança significativa na taxa de câmbio, o que pode impactar a competitividade da companhia e as receitas de exportações.

Dívida Líquida e Dív.Líqu/EBITDA

R\$ milhões e x



Preço do Algodão - ICE

USD/lib



Alimentos e Bebidas: proteínas

Carne bovina | Disparidade na dinâmica do ciclo pecuário nas diferentes regiões trazem perspectivas opostas com relação a custos para os frigoríficos no próximo ano.



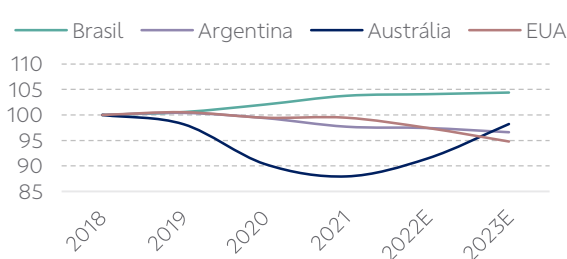
Em 2022, observamos o início da reversão do ciclo pecuário nas principais regiões produtoras. Nos **Estados Unidos**, após um período de elevada disponibilidade de animais para abate – o que favoreceu os custos de aquisição e contribuiu para as margens recordes dos frigoríficos –, o **rebanho bovino começou a mostrar sinais de queda**. A aceleração do abate de fêmeas traz perspectiva de redução ainda mais acentuada nos próximos anos, pois limita a produção de bezerros. Por outro lado, no **Brasil**, o cenário é oposto: **a disponibilidade de animais segue aumentando, o que tem se traduzido em custos mais baixos**. A arroba bovina, que atingiu R\$ 350 no 1S22, encerra o ano em cerca de R\$ 290.

Do lado da **demanda**, porém, há incertezas com relação ao consumo de carne bovina nos EUA, dado o contexto macroeconômico do país – **inflação elevada e queda do poder de compra dos consumidores**. O consumo mais fraco nos últimos meses já tem levado a uma correção nos preços dos principais cortes bovinos, o que deverá pesar ainda mais nas margens operacionais dos frigoríficos da região em 2023.

Fonte: Bloomberg, USDA, CEPEA, BB Investimentos.

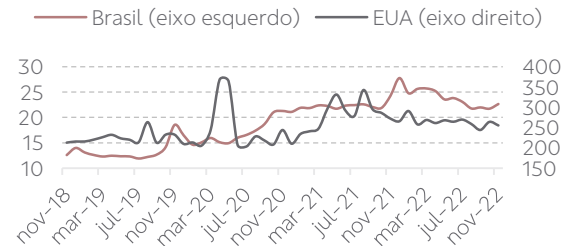
Variação do rebanho bovino

Base 100 – Ano de 2018



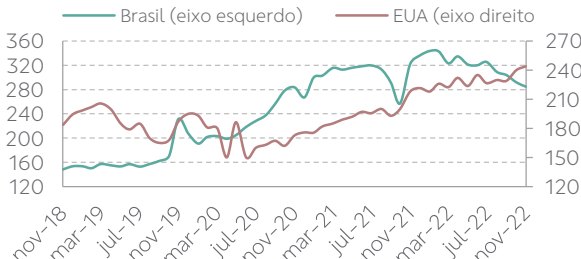
Preços domésticos de carne bovina

Traseiro BRL/kg e Índice de bifês em caixas, respectivamente



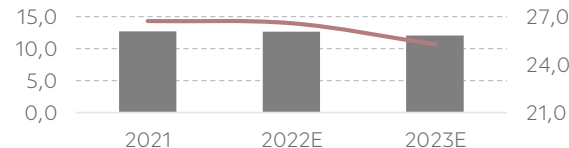
Preços de boi

BRL/arroba e US\$/cwt, respectivamente



EUA – Consumo e preços de carne bovina

Consumo de carne bovina (Milhões/ton) – eixo esquerdo
Consumo per capita (Kg)

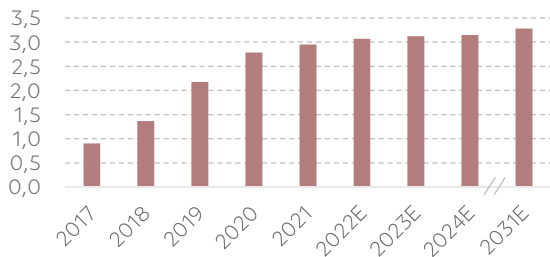


Alimentos e Bebidas: proteínas

Carne bovina | O aumento do consumo de carne bovina na China e a consequente necessidade de elevar as importações têm se refletido no forte incremento dos embarques da proteína brasileira, trazendo perspectivas favoráveis para os próximos anos.

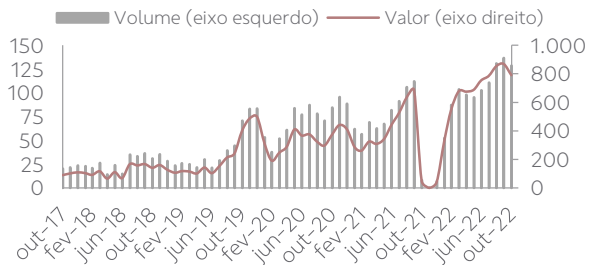
Importação total carne bovina - China

Milhões de toneladas



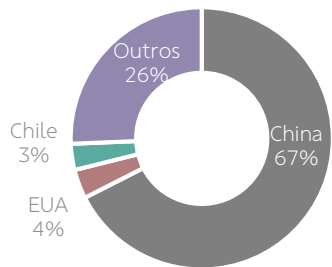
Exportações carne bovina Brasil - China

Milhares de toneladas e US\$ milhões



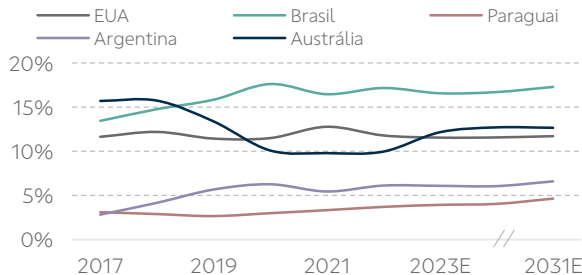
Destino das exportações brasileiras

Acumulado no período de jan-nov/2022



Participação nas exportações globais

%



_A demanda de carne bovina na China tem crescido **substancialmente nos últimos anos** – segundo estimativas da OCDE, o consumo no país avançou 38% nos últimos 5 anos. Por outro lado, a produção do país não acompanhou esse ritmo, tendo crescido apenas 9% no período, o que implicou em um aumento das importações.

_Nesse contexto, o **Brasil se tornou o principal exportador da proteína para a China**, com incremento significativo dos volumes a partir de 2019 e recorde em 2022.

_As perspectivas para os próximos anos seguem favoráveis para as exportações de carne bovina brasileira, diante da expectativa de crescimento gradual das importações da China.

_Além disso, considerando a **inversão do ciclo bovino na América do Norte** – ocasionando a redução da disponibilidade de gado na região e consequentemente reduzindo a produção de carne e elevando os custos – o **Brasil se mostra ainda mais competitivo**, com potencial para aumentar sua participação no mercado exportação global nos próximos anos.

Fonte: OCDE-FAO, Secex, Bloomberg, BB Investimentos.

Alimentos e Bebidas: proteínas

Carne de frango | A oferta global de carne de frango foi impactada por diversos fatores em 2022, como o conflito na Ucrânia, a forte elevação nos preços de grãos e os surtos de gripe aviária em algumas regiões, e alguns dos impactos ainda deverão ser refletidos em 2023.

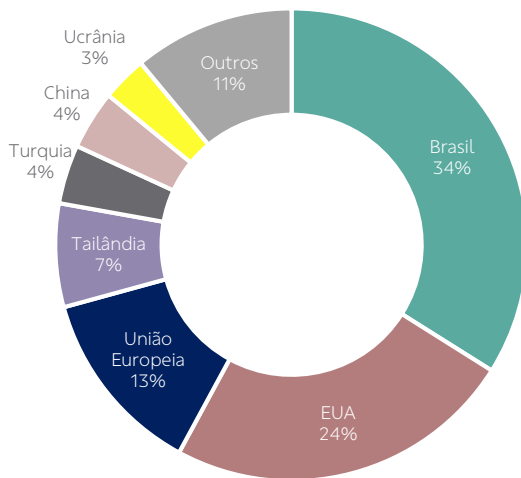


_Em 2022, o mercado global de carne de frango foi impactado por diversos fatores, que podem se estender para o próximo ano. O conflito na Ucrânia reduziu os embarques do país – que está entre os maiores exportadores globais da proteína –, limitando as entregas para as principais regiões atendidas (Europa e Ásia). Além disso, impactou os preços de grãos, já que o país é o 2º maior exportador mundial de trigo e o 4º de milho, e parte de sua produção e escoamento foram comprometidos em razão da guerra.

_O aumento dos casos de gripe aviária em diversas regiões, sobretudo na Europa e América do Norte, também limitou a produção de aves nessas localidades. Nos EUA, quase 53 milhões de aves foram afetadas em 2022¹, com casos sendo detectados em 47 diferentes estados. Na Europa, além do aumento nos custos de grãos, a região está enfrentando uma crise energética, que encareceu os custos de energia, reduzindo ainda mais as margens das indústrias, inclusive dos frigoríficos.

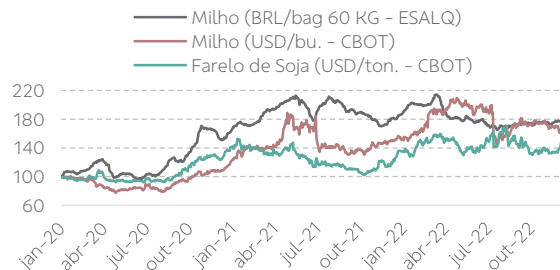
_Apesar dos desafios, **estima-se um crescimento de quase 2% na produção global de aves em 2023, com incremento de 1,8 milhão de toneladas, puxado pelo Brasil, que contribuirá com 25% desse volume, segundo o USDA.**

Maiores exportadores globais - frango



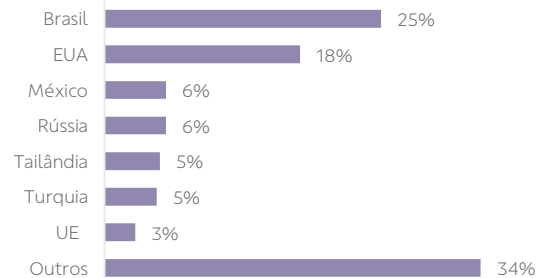
Preços de commodities agrícolas

Base 100 – Janeiro/2020



Maior crescimento virá do Brasil em 2023

Participação no crescimento da produção em 2023



Fonte: USDA, Bloomberg, BB Investimentos. (1) Segundo dados reportados pelo USDA em 07/12/2022.

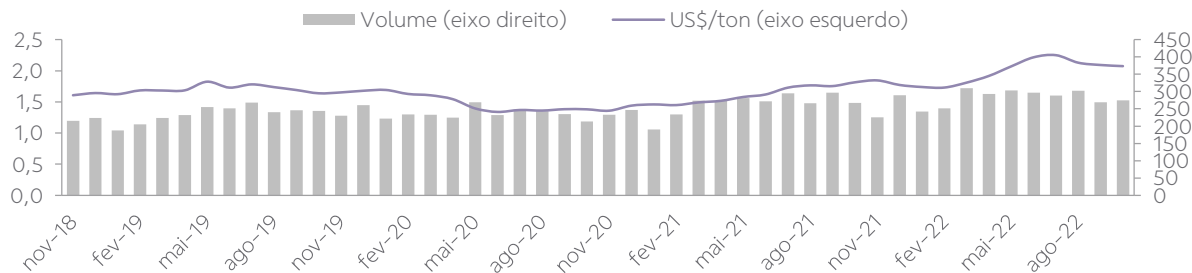
Alimentos e Bebidas: proteínas

Carne de frango | Diante de um cenário global de inflação de alimentos, a carne de frango ganha espaço frente a outras proteínas, já que seu preço é mais acessível. O Brasil deve continuar se destacando entre os maiores produtores e se beneficiando da demanda aquecida, tanto no mercado doméstico, como nas exportações.



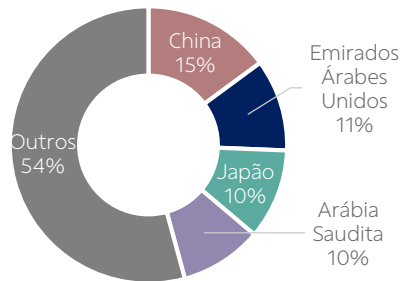
Exportações brasileiras de carne de frango

Milhares de toneladas



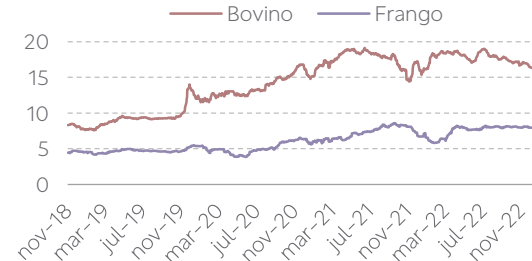
Destino das exportações brasileiras

Acumulado no período de jan–nov/2022



Preços de carnes no Brasil

R\$/kg



Principais destinos das exportações

_As exportações brasileiras de carne de frango se mantiveram aquecidas ao longo de 2022, sustentando os preços em patamares recordes – estes também foram influenciados pelos elevados custos de produção, especialmente grãos.

_Embora a China seja o principal destino dos embarques brasileiros de carne de frango, as exportações dessa proteína são mais pulverizadas, diferentemente da carne bovina.

_Para 2023, espera-se que a **demanda internacional permaneça elevada**, puxada principalmente pelo crescimento do consumo na China, União Europeia e Arábia Saudita – mercados atendidos pelo Brasil, inclusive pelo diferencial do país de atender a demanda *halal*¹. Além disso, diante da expectativa de inflação de alimentos ainda elevada, esperamos que o **consumo de proteínas mais acessíveis, como a de frango**, seja impulsionado tanto no Brasil como no exterior. Como ponto de alerta, apesar da acomodação nos preços de grãos, estes devem permanecer em patamar elevado no próximo ano, ainda pressionando as margens dos frigoríficos.

Fonte: Bloomberg, SECEX, BB Investimentos. (1) Produtos certificados por serem produzidos de acordo com a exigência da Lei Islâmica.

Seleção Proteínas: **Minerva**

A Minerva deverá continuar apresentando bons resultados em 2023, diante do cenário favorável para exportações de carne bovina no Brasil e da melhora do ciclo pecuário nas regiões de atuação da companhia, que deverão contribuir para a maior disponibilidade de animais para abate e a redução do custo de aquisição de boi.



Tese de Investimento

_A Minerva tem se beneficiado do cenário favorável para exportações de carne bovina, com demanda aquecida principalmente pela Ásia, que levou os embarques brasileiros a patamares recorde de volumes e preços em 2022. A companhia detém a **liderança nas exportações da América do Sul**, com 20% de participação, e sua principal vantagem competitiva é a **diversificação geográfica das operações**, com presença em diferentes países da região e, mais recentemente, na Austrália, a partir da aquisição da maior produtora de ovinos da região. Esse diferencial reforçou a capacidade da empresa de arbitrar os mercados em momento de elevada volatilidade, trazendo rentabilidade estável.

_As perspectivas seguem positivas para 2023, considerando (i) a expectativa de demanda aquecida por carne bovina, principalmente no mercado exportação, que deve contribuir para a manutenção dos preços em patamares elevados; e (ii) a competitividade da proteína produzida na América do Sul, que deverá ser potencializada pela melhora do ciclo pecuário na região, ao contrário de outras regiões onde o ciclo do gado iniciou uma tendência oposta, como os EUA, cujas perspectivas são de redução de volumes exportados em 2023, reduzindo a oferta no mercado exportação global. Esses fatores devem continuar favorecendo as exportações da Minerva e a sua rentabilidade operacional. Além disso, a companhia tem mostrado **disciplina financeira e de capital**, tendo mantido sua alavancagem financeira estável desde o início da pandemia e realizado aquisições estratégicas para expansão de suas operações no exterior.

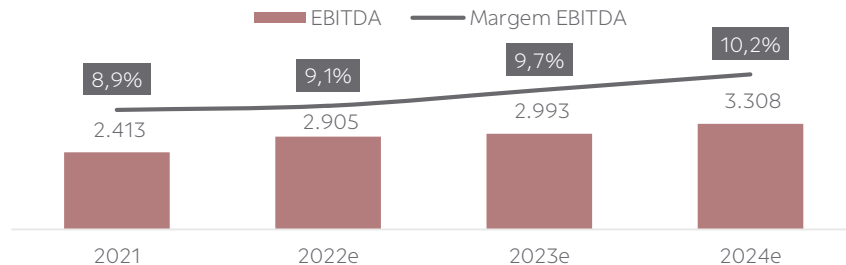
Fonte: Minerva, USDA, BB Investimentos.

Riscos

(i) Elevação dos custos de produção além das expectativas; (ii) indisponibilidade de gado e/ou outras matérias-primas, bem como de mão de obra nas localidades onde a empresa atua, que podem afetar sua produção, bem como elevar custos e despesas; (iii) crescimento econômico global mais lento do que o esperado, com desaceleração do consumo de carne bovina e pressão nos preços de venda; (iv) aumento dos níveis de alavancagem; (v) questões sanitárias e/ou embargos a exportações nas regiões de operação da empresa; e (vi) falha na estratégia de aquisições ou futuras aquisições mal sucedidas.

EBITDA e Margem EBITDA

R\$ milhões e %



Alimentos e Bebidas: geral

O 1S22 ficou marcado pelo choque inflacionário de commodities em função do início do conflito no leste europeu, que afetou os custos de diversas companhias. Ao longo do ano, o poder de precificação e a excelência de gestão foram os diferenciais competitivos das empresas que conseguiram reportar bons resultados.

Perspectivas

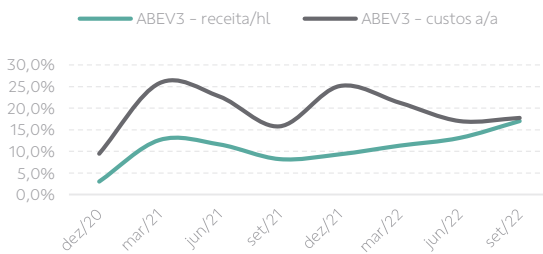
Após um ano de patamares elevados de preços de commodities, 2022 se mostrou ainda mais desafiador para as empresas, com a estrutura de custos afetada por estes produtos após o início da guerra entre Rússia e Ucrânia. O trigo, na bolsa de Chicago, disparou em meados de março, enquanto as ações da **M Dias Branco**, líder nacional na fabricação de massas e biscoitos, se desvalorizaram na correlação inversa. Entretanto, ao longo do ano, a companhia provou seu poder de precificação e sua gestão eficiente de estoques de matérias-primas e políticas de *hedge* bem sucedidas, reportando **resultados trimestrais acima do esperado** pelo mercado.

No caso da **Ambev**, apesar do reajuste de receita/hl ainda estar abaixo do patamar de aumento de custos, na comparação anual, no segmento de cervejas no Brasil, o desempenho no país contribuiu positivamente para que os **resultados da empresa fossem satisfatórios em 2022**, se beneficiando do retorno do consumo fora da residência, do mix favorável de vendas e da usual disciplina financeira da companhia. Em geral, o esfriamento do consumo no mercado doméstico pode se manter no curto prazo, motivo pelo qual preferimos **manter a cautela para a recomendações destas empresas**, que parecem já ter sido bem precificadas pelos méritos da boa gestão e dos resultados que agradaram os investidores.

Fontes: IBGE, Bloomberg, Ambev, BB Investimentos.

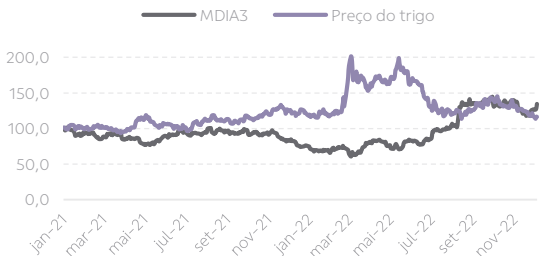
Ambev – Cerveja Brasil

Var. % acumulada em 12 meses



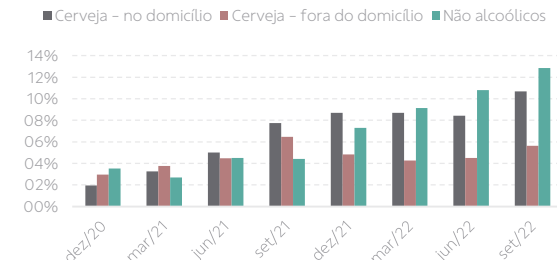
Preço do trigo vs MDIA3

USD/bu – CBOT



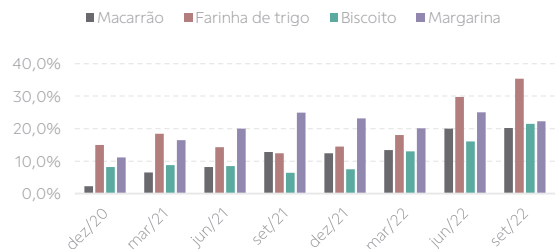
Inflação de bebidas

Var. % acumulada em 12 meses



Inflação de alimentos

Var. % acumulada em 12 meses





Setor Elétrico

Dezembro 2022

Por **Rafael Dias, CNPI**

Setor Elétrico

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB 2023: AESB3.

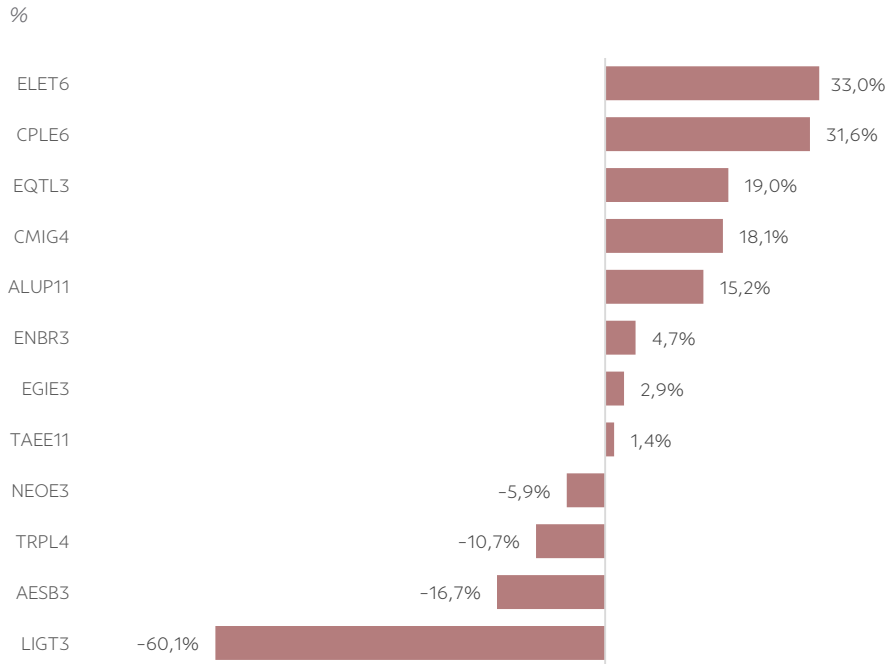


Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2023 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	EV/EBITDA 2023e	EV/EBITDA Média 5 anos	P/VP 2023e	P/VP Média 5 anos
AES BRASIL ENERGIA	AESB3	9,08	16,60	82,8%	Compra	5.556,9	4.606,4	6,8	4,8	1,1	2,7
ALUPAR INVESTIMENTO	ALUP11	26,50	37,80	42,6%	Compra	7.683,4	8.043,9	7,4	8,8	1,1	1,2
CIA ENERGETICA MG	CMIG4	10,95	n/a	-	-	28.403,3	8.460,9	6,0	6,6	1,1	0,9
CIA PARANAENSE ENERGI	CPLE6	7,43	n/a	-	-	19.329,9	7.829,2	5,2	5,3	1,0	0,6
ENGIE BRASIL ENERGIA	EGIE3	36,98	n/a	-	-	30.287,2	14.978,3	6,4	7,9	3,8	3,8
CENTRAIS ELETRICAS BRAS	ELET6	42,15	n/a	-	-	95.798,7	25.447,6	6,5	6,1	0,9	0,7
EDP ENERGIAS DO BRASIL	ENBR3	19,86	n/a	-	-	11.565,2	7.886,3	5,2	6,2	1,0	1,0
EQUATORIAL ENERGIA	EQTL3	26,23	n/a	-	-	29.860,3	14.915,4	7,6	9,6	1,8	2,3
LIGHT	LIGT3	4,56	n/a	-	-	1.695,1	7.602,6	4,4	5,7	0,2	0,7
NEOENERGIA	NEOE3	14,51	23,70	63,3%	Compra	17.952,1	32.765,0	5,1	7,0	0,7	1,0
TRANSMISSORA ALIANCA	TAAE11	32,91	44,10	34,0%	Neutra	11.420,1	6.410,1	8,3	10,9	1,6	1,4
CIA DE TRANSMISSAO EN	TRPL4	21,72	34,00	56,5%	Compra	15.930,8	6.199,1	7,4	7,8	0,9	0,9

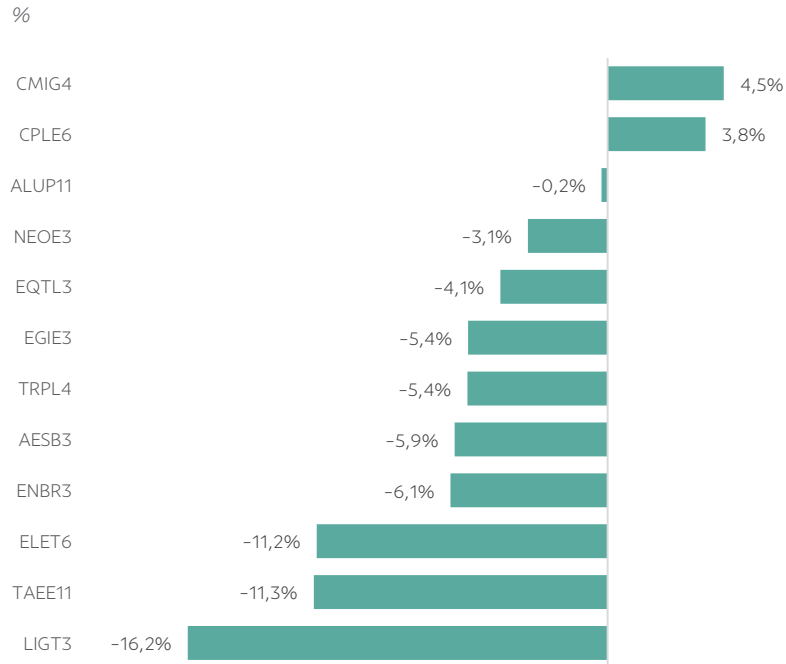
Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 16/12/2022)



Performance em 2022



Performance 1 mês



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 16/12/2022)

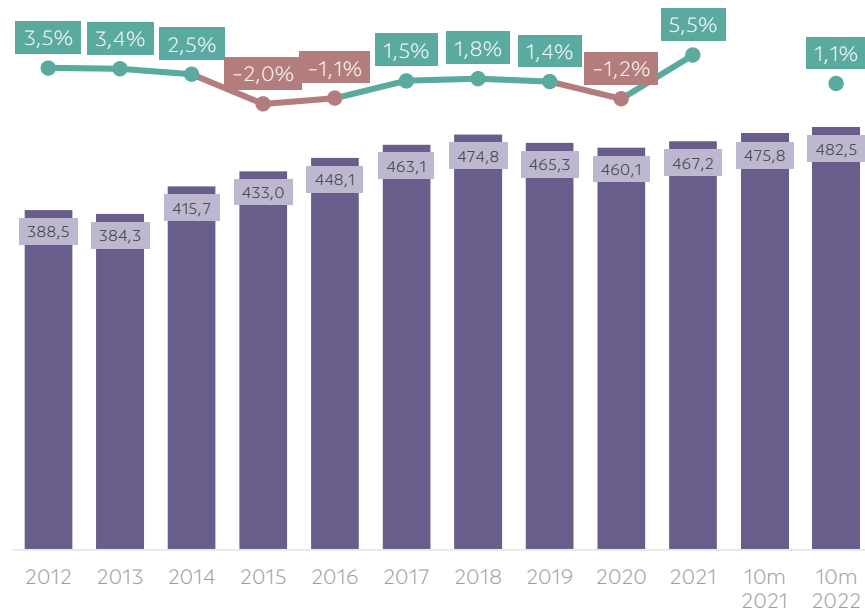
Setor Elétrico: demanda

Após pico da pandemia e a normalização da demanda em 2021, o consumo apresentou pequenas variações mensais ao longo de 2022, com ligeira aceleração entre março e agosto, mas também quedas leves em janeiro e outubro.



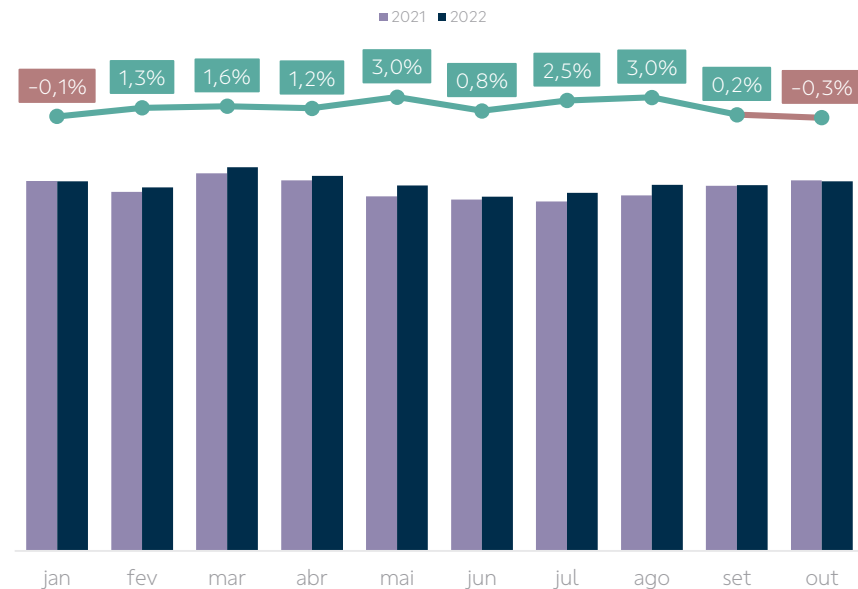
Consumo anual e variação sobre ano anterior

GWh e %



Consumo mensal e variação sobre mesmo mês em 2020

GWh e %



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

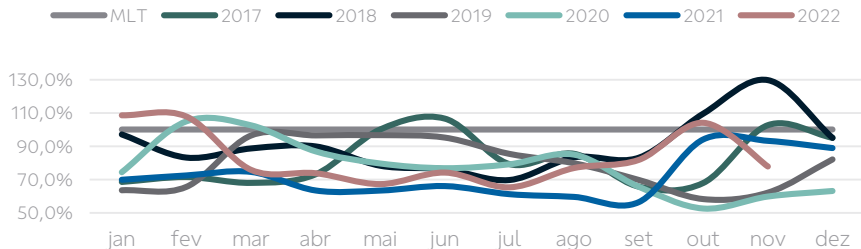
Setor Elétrico: oferta

Após o pior cenário hídrico em décadas apurado em 2021, 2022 iniciou com hidrologia forte, que amparada pela gestão prudente dos reservatórios manteve os preços *spot* próximos ao nível mínimo e GSF mais favorável.



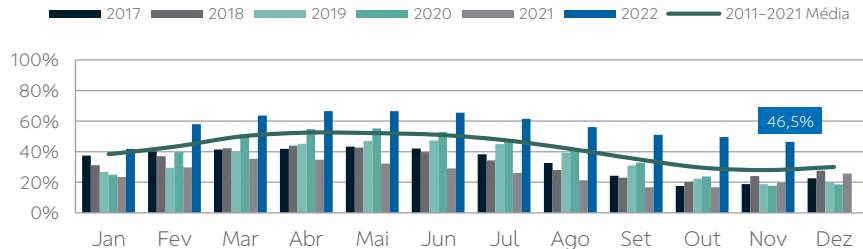
Energia natural afluente (Sudeste/Centro-oeste)

% da Média de Longo Prazo



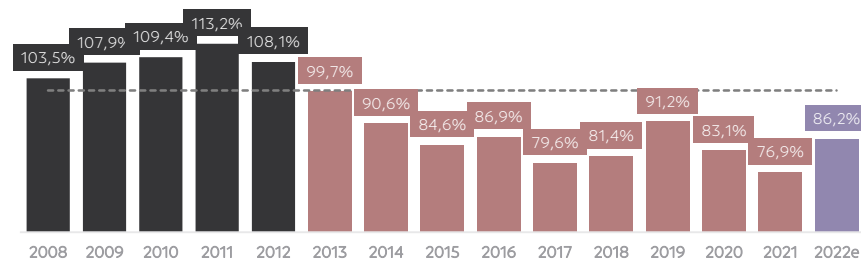
Energia armazenada nos reservatórios de hidrelétricas

% da capacidade total (Sudeste e Centro-Oeste)



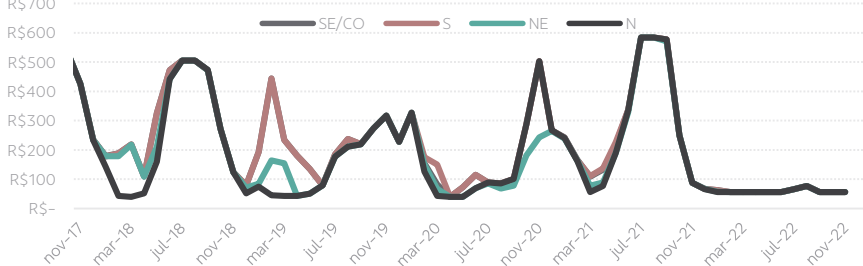
Rebaixamento hidrológico (GSF)

% da garantia física



Preço spot (PLD)

R\$ por MWh



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

Setor Elétrico: perspectivas

Expectativa de grandes leilões de transmissão e expansão da geração amparada no mercado livre em 2023, que pode ter as regras de abertura total para o varejo com a aprovação do PL 414. Eletrobras inicia a recontração da energia descotizada



Investimentos

__De acordo com o programa de expansão da transmissão de energia do país, **estima-se que sejam licitados projetos responsáveis por investimentos de até R\$ 50 bilhões em 2023 para construção de ~25 mil km de linhas de transmissão** localizados em grande parte nos estados da Bahia e Minas Gerais, principalmente para interligar as regiões Nordeste e Sudeste/Centro-oeste, aumentando a capacidade de intercâmbio de energia entre esses submercados.

__Estão agendados dois leilões para 2023, um em junho e outro em dezembro, mas existe a possibilidade de realização de um terceiro para viabilizar a licitação da grande quantidade de linhas de transmissão estimada.

Mercado livre

__Conforme calendário de abertura do mercado livre, **a partir de janeiro de 2023, os consumidores com demanda superior a 0,5 MW médios podem migrar para o mercado livre** e a regra de abertura total do mercado livre aos consumidores varejistas que deveria ter sido apresentada em 2022 deve ser aprovada via projeto de lei em 2023.

Nova dinâmica

__A migração dos consumidores para o mercado livre também provocou uma **mudança na contratação da expansão do parque gerador do país, que antes era viabilizada pelos leilões regulados e agora são majoritariamente contratados no mercado livre de energia**. A baixa demanda nos leilões regulados por conta da sobrecontratação das distribuidoras e migração de seus clientes deve manter essa realidade.

Eletrobras

__A partir de janeiro 2023, **a energia proveniente das usinas geradoras da Eletrobras** que estavam cotizadas ou próximas do vencimento de seus contratos de venda de energia e foram liberadas a partir da renovação das concessões permitida pela privatização da companhia, em junho de 2022, **será recontratada no mercado livre ao longo dos próximos 5 anos, o que, aliado à grande oferta de energia nova e fraca demanda atual, bem como hidrologia favorável, deve manter os preços no mercado livre em níveis baixos em 2023**.

Fonte: Ministério de Minas e Energia – MME, ANEEL (Agência Nacional de Energia Elétrica), BB Investimentos.

Seleção Setor Elétrico: AES Brasil

Forte expansão e diversificação do portfólio de ativos de geração com desenvolvimento de novos projetos contratados no mercado livre e aquisição de parques eólicos já operacionais alteram tese de investimento de dividendos para crescimento.

Tese de Investimentos

__A AES Brasil acelerou a expansão de sua capacidade instalada de geração de energia por meio do desenvolvimento de novos projetos eólicos e solares, bem como na aquisição de parques eólicos já operacionais, diversificando as fontes de geração que hoje já são 51% hídrica, 43% eólica e 6% solar da energia contratada. Este movimento mitiga sua exposição ao risco hidrológico e mantém seu portfólio 100% renovável.

__A experiência da companhia no atendimento customizado de clientes no mercado livre a posiciona bem no cenário de migração dos clientes do mercado cativo para o livre, que deve atingir o consumidor de varejo nos próximos anos.

__Em 2021 a AES realizou uma reestruturação societária que permitiu a migração para o Novo Mercado, aprimorando sua governança corporativa, e desde então realizou duas ofertas de ações para aumento de capital de R\$ 1,1 bilhão em 2021 e mais R\$ 1 bilhão em 2022 para financiar sua expansão. A hidrologia adversa severa de 2021 impactou seu resultado e o desempenho de suas ações na B3 que já vinham pressionadas pelas ofertas. **O preço atual nos parece muito oportuno para compra das ações, que devem responder à melhor hidrologia e ao crescimento dos novos projetos e recentes aquisições.**

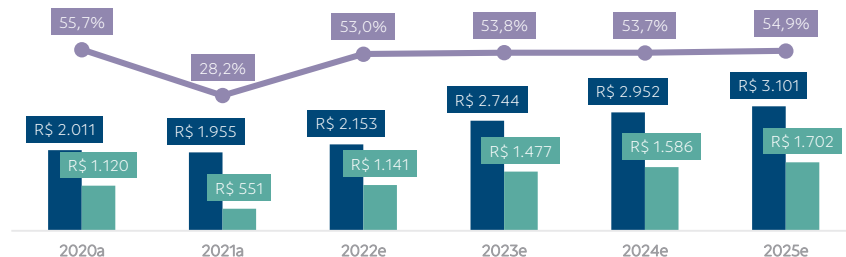
Riscos

__Os riscos referem-se aos (i) preços de energia no mercado livre, que devem continuar pressionados nos próximos anos; ao (ii) custo de desenvolvimento de novos ativos frente à desvalorização cambial, problemas na cadeia de suprimentos e custo de capital mais alto; e ao (iii) risco hidrológico, que apesar de estar num momento favorável, é altamente imprevisível.

Fonte: AES Brasil, BB Investimentos.

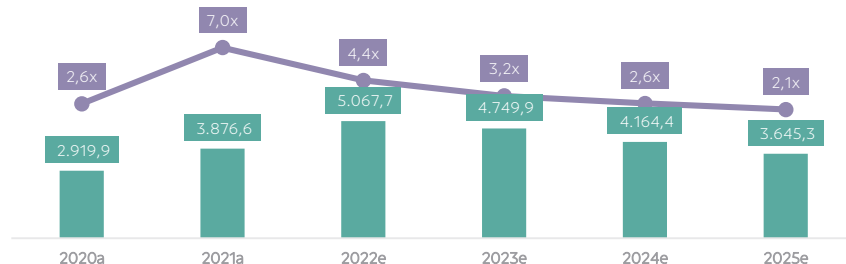
Receita, EBITDA e margem EBITDA

R\$ milhões e %



Endividamento líquido e alavancagem (dív. líquida/EBITDA)

R\$ milhões e vezes (X)





 **BB INVESTIMENTOS**

Saneamento

Dezembro 2022

Por **Rafael Dias, CNPI**

Saneamento

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB 2023: CSMG3.



Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2023 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	EV/EBITDA 2023e	EV/EBITDA Média 5 anos	P/VP 2023e	P/VP Média 5 anos
CIA SANEAMENTO MG	CSMG3	15,09	22,00	45,8%	Compra	5.783,6	2.674,0	3,8	4,8	0,8	0,8
CIA DE SANEAMENTO PA	SAPR11	16,85	26,50	57,3%	Compra	5.107,9	3.137,4	4,0	5,0	0,6	1,0
CIA SANEAMENTO DE SP	SBSP3	53,78	58,00	7,8%	Neutra	36.704,5	14.572,5	6,0	6,0	1,3	1,3

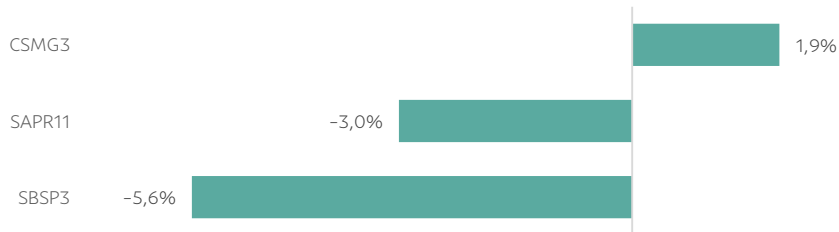
Performance em 2022

%



Performance 1 mês

%



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 16/12/2022)

Saneamento

Após diversas PPPs licitadas desde o Novo Marco Regulatório do Saneamento de 2020, teremos o leilão de privatização da Corsan no dia 20 de dezembro de 2022, podendo ser a primeira privatização do setor. Regulação complementar não avança.



Marco Regulatório

__Aprovada em junho de 2020 e sancionada em julho, após vários anos de discussão, a Lei 14.026/2020 trouxe **incentivos para maior competitividade no setor ao obrigar o processo licitatório e proibir a renovação dos contratos de programas com empresas estatais**. O calendário regulatório complementar ao Marco define que a ANA (Agência Nacional de Águas) estabeleça normas relativas à contabilidade regulatória, à minuta de contrato de concessão, ao processo de reequilíbrio financeiro dos contratos, formas de caducidade e cálculo de indenização ao final dos contratos entre outros ligados a riscos, metas e qualidade no fornecimento. Esses temas evoluíram pouco durante 2022 e ainda não há clareza sobre o ritmo de evolução em 2023.

__O Decreto Federal 10.710/2021 trouxe também os parâmetros para comprovação de capacidade econômico-financeira das estatais para cumprir as metas de universalização definidas no Marco Regulatório, bem como o plano de negócio e o respectivo plano de captação, que foram apresentados em 2022 para manterem os atuais contratos de programa válidos.

__No entanto, existem projetos de lei e novas propostas em discussão na Câmara dos Deputados visando postergar ou anular algumas das exigências do Novo Marco e decretos subsequentes, bem como alegações de que a inclusão das novas metas de universalização nos contratos de programa dá direito a pedido de reequilíbrio econômico-financeiro destes contratos.

Fonte: BNDES, Imprensa Nacional e BB Investimentos.

Licitações, PPPs e privatizações

__A agenda de projetos de Saneamento do BNDES em andamento mesmo antes da sanção do Novo Marco Regulatório ganhou novo impulso a partir deste, contratando já no segundo semestre de 2020 importantes projetos de PPPs, que somam investimentos estimados em R\$ 4 bilhões nos estados de Alagoas, Espírito Santo e Mato Grosso do Sul. Em 2021, foram licitadas concessões de serviços de saneamento (i) para todos os municípios do Amapá em setembro, tendo a Equatorial como vencedora com lance de R\$ 930 milhões de outorga e R\$ 3 bilhões previstos em investimento, e em dezembro (ii) os blocos B e C de Alagoas que arrecadaram R\$ 1,6 bilhão em outorga, concedendo os serviços de saneamento de 61 municípios, com 1,3 milhões de habitantes para a iniciativa privada e (iii) o bloco 3 da CEDAE (Rio de Janeiro), envolvendo 20 municípios, além de bairros da zona oeste da capital com 2,7 milhões de habitantes, que demandará R\$ 4,7 bilhões de investimentos nos próximos 11 anos. Em 2022, a Aegea venceu a licitação para serviços de esgotamento sanitário na cidade de Crato e em 24 municípios das regiões metropolitanas de Fortaleza e do Cariri com investimentos previstos em R\$ 6 bilhões ao longo de 30 anos. A Vinci Partners será sócia da Águas do Brasil na SPE que tocará o bloco 3 da Cedae.

__A privatização da Corsan, que já havia sido autorizada pela Assembleia Legislativa do Rio Grande do Sul em 2021, sofreu alterações em sua modelagem e está agendada para 20 de dezembro de 2022, podendo ser a primeira do setor de saneamento. **Há estudos em andamento referentes a privatizações das três companhias listadas na B3, Sabesp, Copasa e Sanepar.**

Seleção Saneamento: Copasa

Resiliência vista na pandemia e melhora da gestão, que apresentou redução de custos administráveis e controle da inadimplência, apresenta baixo risco frente a um bom retorno potencial, mesmo sem a privatização que poderia potencializá-lo.

Tese de investimento

Previsibilidade e resiliência de geração de caixa, perspectivas de avanço regulatório e início de uma nova fase de expansão frente às exigências de universalização reafirmadas pelo novo Marco Regulatório. A Copasa atua em um dos maiores estados do país, possui forte geração de caixa e bom histórico de construção e operação de instalações de saneamento. Desde o Novo Marco Regulatório, houve crescimento significativo nos investimentos em expansão. Essa perspectiva de crescimento favorece a avaliação da companhia por aumentar sua base de ativos regulatórios, expandir o volume faturado e ainda permitir uma natural otimização da estrutura de capital, que em nossa visão ainda é muito conservadora. Existe ainda, estudo em andamento pelo BNDES para possível privatização que pode vir a ser pautada na Assembleia Legislativa do Estado.

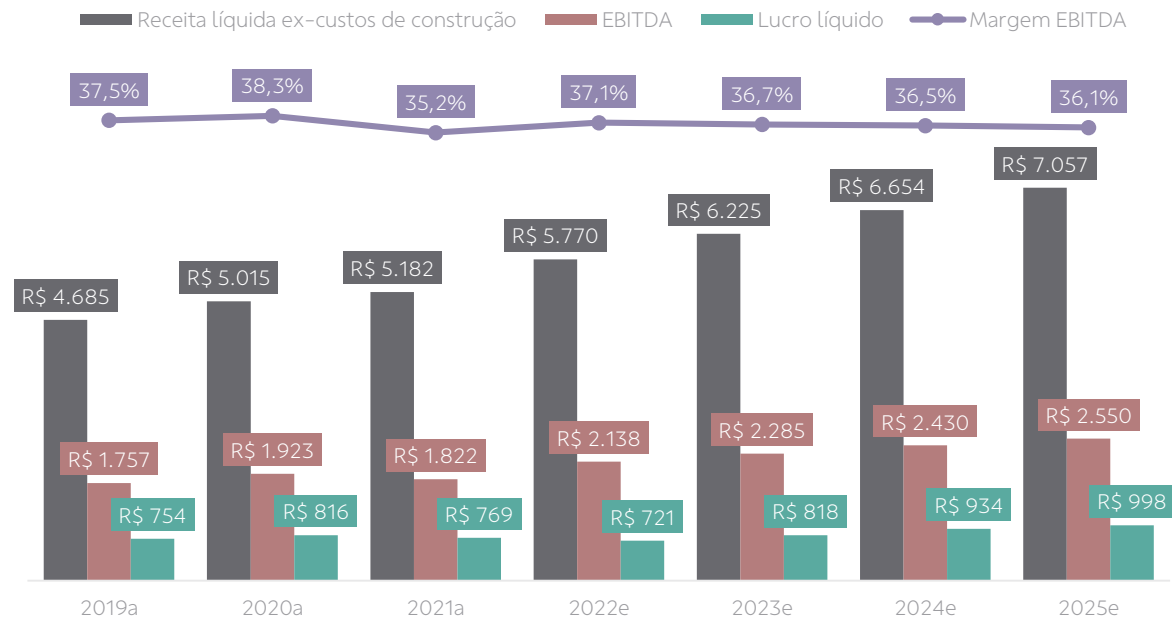
Riscos

Os riscos referem-se aos processos de revisão tarifária, incluindo o avanço da regulação, e ao desafio político da privatização que pode trazer volatilidade às ações.

Fonte: Copasa e BB Investimentos

Projeções financeiras

R\$ milhões e %





Transporte e Logística

Dezembro 2022

Por Renato Hallgren, CNPI

Indústria, Transportes e Logística

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB 2023: WEGE3.

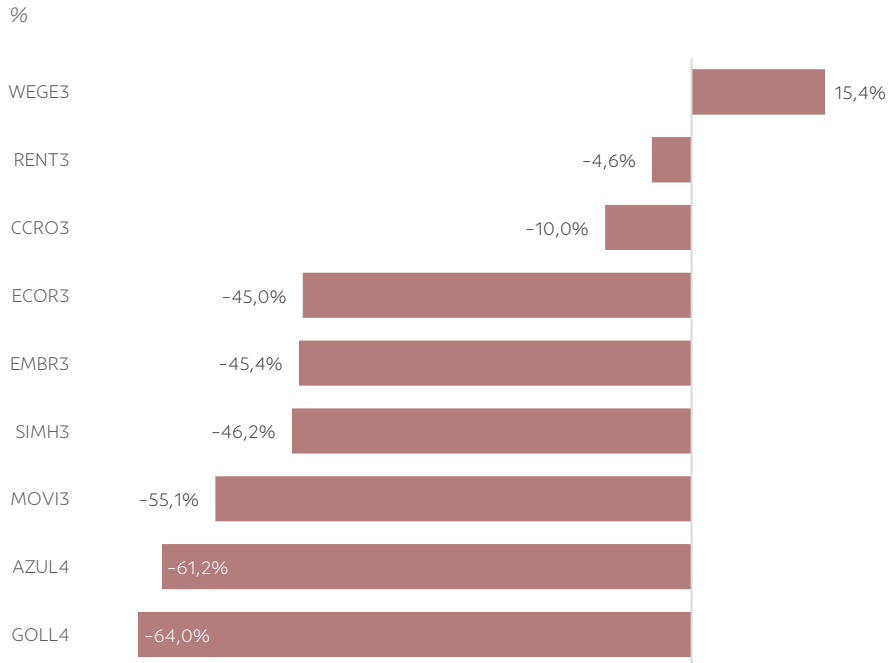


Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2023 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2023e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2023e	EV/EBITDA Média 5 anos
AZUL	AZUL4	9,44	16,50	74,8%	Neutra	3.330,4	20.927,4	n/a	16,1	5,8	8,6
CCR	CCRO3	10,13	20,50	102,4%	Compra	20.583,8	21.097,5	12,7	15,1	5,0	6,6
ECORODOVIAS	ECOR3	4,02	8,20	104,0%	Compra	2.861,9	7.721,1	11,1	15,7	5,4	6,0
EMBRAER	EMBR3	13,55	25,00	84,5%	Compra	10.011,1	8.124,8	4,6	25,9	5,8	9,9
GOL LINHAS AEREAS INT	GOLL4	6,13	19,00	210,0%	Compra	2.595,6	21.803,1	n/a	42,6	6,6	7,8
MOVIDA PARTICIPACOES	MOVI3	6,52	22,00	237,4%	Compra	2.489,0	6.979,2	4,1	11,0	4,0	7,0
LOCALIZA RENT A CAR	RENT3	49,70	69,16	39,2%	Neutra	49.631,1	8.215,7	16,1	25,7	7,6	15,3
SIMPAR	SIMH3	5,99	15,75	162,9%	Neutra	5.089,1	15.715,9	4,9	10,2	4,5	5,9
WEG	WEGE3	37,40	47,00	25,7%	Compra	160.421,5	-1.105,5	32,5	36,6	24,4	27,9

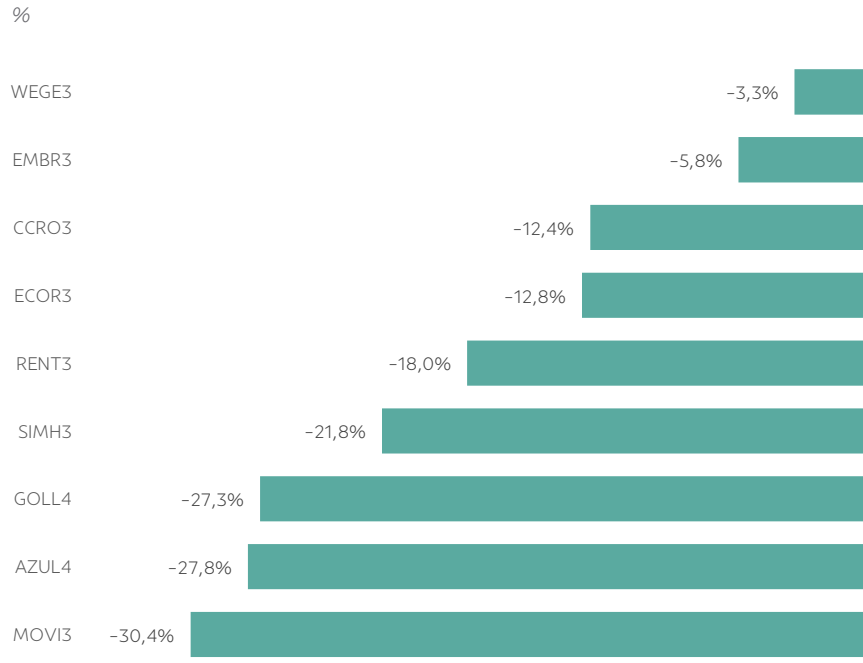
Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 16/12/2022)



Performance em 2022



Performance 1 mês



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 16/12/2022)

Transportes e Logística

O avanço regulatório no setor ferroviário deverá contribuir para redução do custo de logística e maior equilíbrio na matriz de transporte de carga no país.



Demanda por infraestrutura

__ Segundo dados da ANTT, o Brasil possui 29.878 quilômetros de ferrovias. Desse montante, 62,1% dos trilhos (o equivalente a 18.554 quilômetros) encontram-se subutilizados e 23,7% (7.076 quilômetros) ociosos.

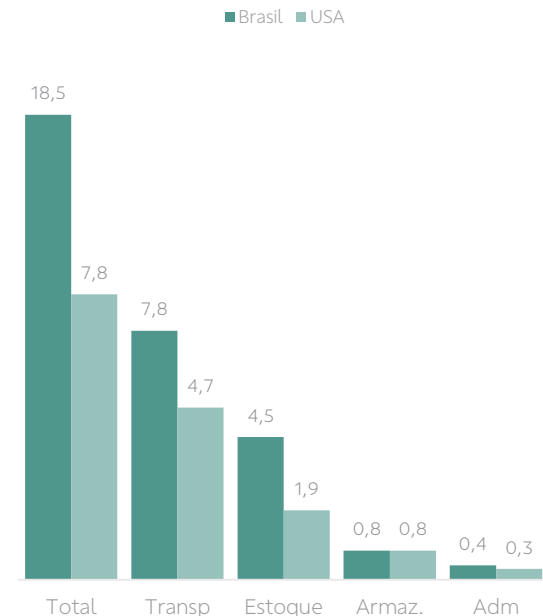
__ O modal rodoviário no Brasil tem protagonismo na matriz de transporte de cargas e, por consequência, no custo logístico, que contribui pesadamente para elevar o custo Brasil a cerca de 18,5% do PIB, acarretando forte impacto nos preços finais dos produtos e serviços.

__ O novo marco regulatório do setor ferroviário, ancorado pela Lei 14.273/21, sancionada no final de 2021, introduz novos modelos de exploração das ferrovias como por exemplo o regime de autorizações para a iniciativa privada.

__ As autorizações ferroviárias deverão contribuir para maior racionalidade e melhor equilíbrio da matriz de transportes de cargas, impulsionando as exportações de commodities minerais e agrícolas nos próximos anos.

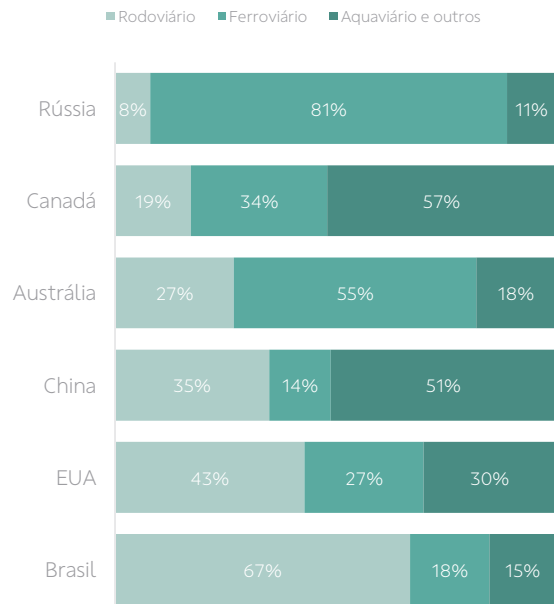
Custo de Logística e Transportes

% PIB



Matriz de transportes por modal

% TKU



Fonte: ABCR, ANTT, ANTF, BB Investimentos

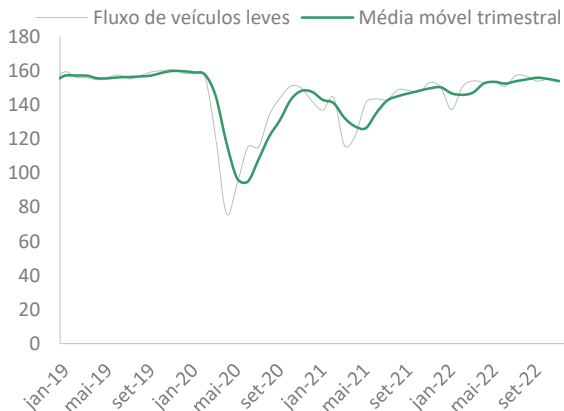
Transportes e Logística: rodovias

O aumento do fluxo de veículos nas estradas brasileiras em 2022 ocorreu majoritariamente pela recuperação do tráfego de veículos leves, que havia apresentado forte retração no período mais restritivo da pandemia.



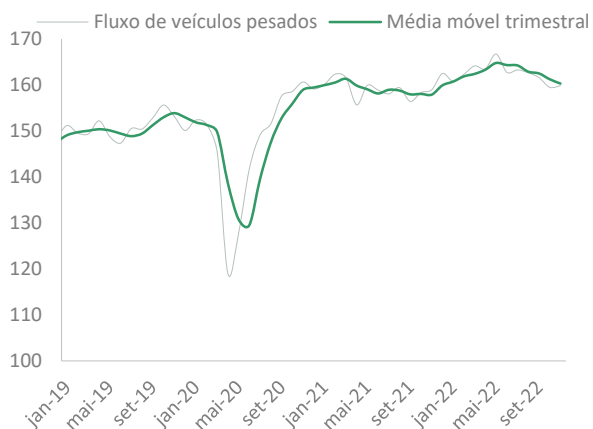
Fluxo de veículos Leves

Índice ABCR



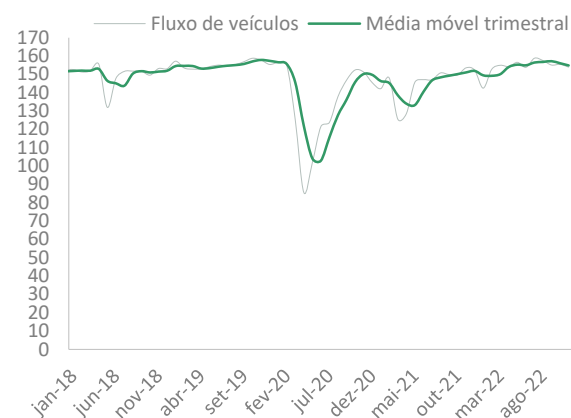
Fluxo veículos de Pesados

Índice ABCR



Fluxo de veículos Total

Índice ABCR



__O fluxo de veículos nas estradas brasileiras vem se recuperando após a crise do coronavírus. Vale ressaltar que o fluxo de veículos pesados apresentou rápida recuperação nos primeiros três meses do início do ano de 2020 e desde então vem crescendo marginalmente ao longo dos últimos 24 meses.

__Com relação ao fluxo de veículos leves, as duas principais ondas iniciais de contaminação contribuíram para a retração do tráfego nas rodovias. Importante destacar a recuperação no tráfego de leves em 2022 em função da reabertura pós programa de vacinação.

__Para 2023, estimamos um crescimento de aproximadamente 1,0% no fluxo total de veículos, com equilíbrio no aumento de tráfego entre leves e pesados.

Fonte: Associação Brasileira de Concessionárias de Rodovias (ABCR), BB Investimentos.

Transportes e Logística: aéreo

A recuperação em 2021/2022 foi parcial. As tarifas praticadas pelas companhias aéreas estão nas máximas históricas para fazer frente às pressões de custos de combustíveis e de arrendamento.



Recuperação do setor

__O ano de 2022 foi o terceiro ano de recuperação das companhias aéreas após a maior crise mundial do setor. No Brasil, a quantidade de passageiros transportados ainda não atingiu os níveis pré-pandemia.

__O Brasil ainda é um mercado com potencial de crescimento quando observamos a quantidade de viagens per capita em relação aos países da America Latina, Europa e EUA.

__A alta no preço dos combustíveis de aviação e despesas com arrendamento de aeronaves foram os principais indutores no preço das tarifas aéreas em 2022. Em 2023, acreditamos que as empresas aéreas deverão enfrentar pressão por elevação de salários e ainda deveremos observar a manutenção dos altos níveis de preços nos combustíveis e no *leasing* das aeronaves.

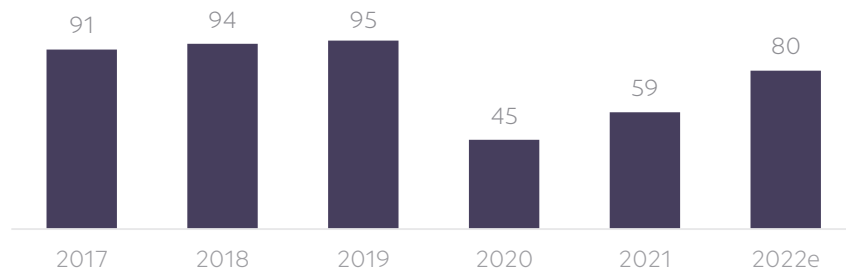
__O transporte de cargas vem contribuindo para o aumento nas receitas das empresas do setor. As constantes interrupções na cadeia de suprimentos e o crescimento do e-commerce contribuem para aumentar o volume de carga transportado pelo modal mais caro, que é o transporte aéreo.

__Ainda que a pressão de custos se mantenha forte em 2023, acreditamos que a demanda por transporte aéreo continuará crescendo por meio das viagens internacionais e principalmente pelo retorno das viagens corporativas.

Fonte: Agencia Nacional de Aviação Civil (ANAC), ABEAR, BB Investimentos.

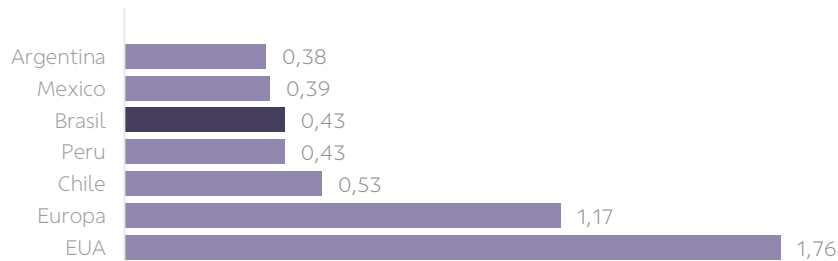
Passageiros transportados no Brasil

milhões



Viagens per capita por País

Viagens por habitante



Transportes e Logística: aéreo

O boom nas vendas de e-commerce e o gargalo logístico internacional contribuíram para a recuperação do segmento de transportes de cargas aéreo



Transporte de carga aérea em expansão

__O mercado endereçável de transporte de cargas no Brasil é de R\$ 45 bilhões, o equivalente a mais de 10x o mercado atual, e as companhias aéreas estão cada vez mais atentas às oportunidades de capturar receitas nesse segmento.

__Com o boom do comércio eletrônico e a busca de eficiência logística, as companhias aéreas foram importantes para agilizar entregas de longa distância junto às principais varejistas nacionais e internacionais que operam e-commerce no Brasil.

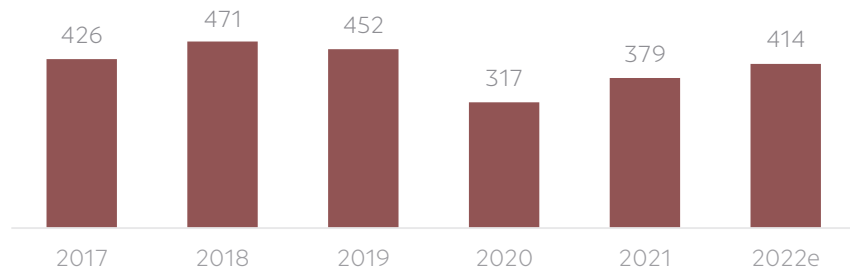
__O transporte de cargas e a logística internacional teve interrupções relevantes com os bloqueios de cidades e, principalmente, portos na China. Com isso, o transporte de carga aérea teve parcela marginal de contribuição ao substituir o transporte marítimo pelo aéreo.

__O setor de transporte de carga contribui para a recuperação de margens operacionais das companhias aéreas. O volume de cargas internacionais superou os níveis pré-pandemia desde 2021, enquanto no mercado doméstico nossa estimativa é que em 2022 o volume transportado atinja 414 mil toneladas contra 379 mil toneladas em 2021. Para 2023, o crescimento deverá ser marginal, acompanhando os dados de atividade econômica.

Fonte: Agência Nacional de Aviação Civil (ANAC), BB Investimentos.

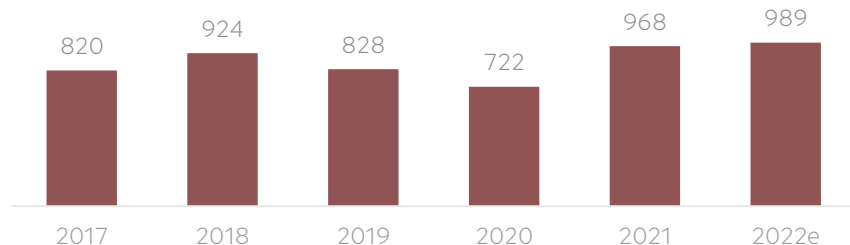
Carga e Correio (doméstico)

Ton'000



Carga e Correio (internacional)

ton



Transportes e Logística: locação de veículos

O modelo de negócio de locação de veículos no Brasil ainda apresenta valores pouco expressivos quando comparado com países desenvolvidos. Tanto no RAC quanto no GTF, o Brasil apresenta potencial de crescimento.



Um oceano azul a ser explorado...

__O mercado de locação de veículos no Brasil nos últimos 5 anos foi marcado pela forte concorrência entre os principais *players*, desbravando um mercado pouco explorado no país.

__A política de preços foi a principal estratégia adotada pelas companhias. Com maior acesso ao mercado de capitais, as locadoras cresceram suas frotas em mais de 2 dígitos anuais na última década, e atualmente são os maiores compradores de veículos novos no país.

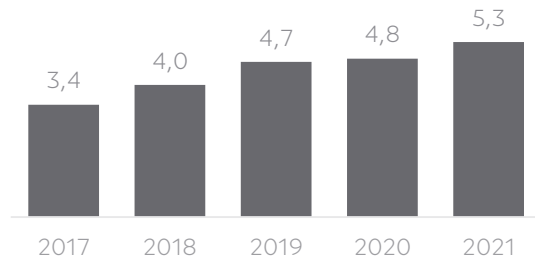
__O mercado de Gestão e Terceirização de Frotas (GTF) ainda é incipiente no Brasil e deverá apresentar crescimento sustentável e de longo prazo.

__A crise dos chips teve impacto na produção das montadoras e reduziu a velocidade de crescimento das locadoras em 2021 e 2022.

__Além do mercado de GTF, o mercado de locação individual por assinatura ainda está em estágio inicial e será mais uma avenida de crescimento das locadoras nos próximos anos.

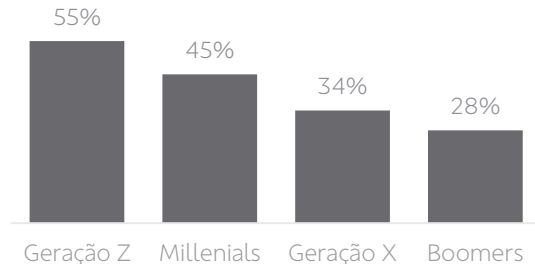
Fonte: ABLA, Datamonitor, ANFAVEA, Fenabrave, BB Investimentos.

Carros alugados / 1000 brasileiros



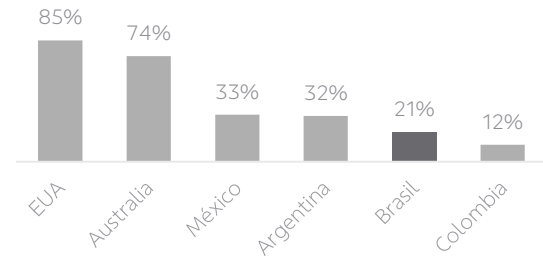
Alugar é o novo comprar

% concordam



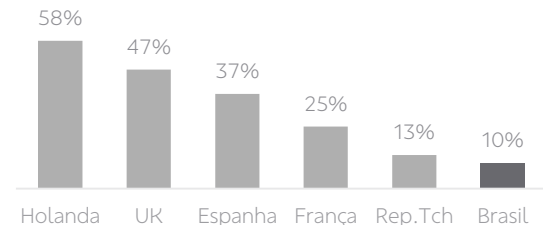
Percentual da população com carro

%



GTF

% Frota corporativa alugada



Seleção Indústria: WEG

Os fundamentos da WEG são consistentes, dado seu posicionamento e protagonismo na transição energética e descarbonização da indústria mundial, além da diversificação de portfólio e geográfica, com plantas industriais ao redor do globo.

Tese de Investimentos

__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.

__A WEG apresenta importantes diferenciais de mercado que vão desde a (i) verticalização da sua capacidade produtiva, que confere maior flexibilidade de produção e estrutura de custo competitiva, a (ii) expansão modular, que minimiza a ociosidade da capacidade de produção, maximiza o retorno sobre o capital e reduz os riscos de demanda. Adicionalmente, a (iii) diversificação tanto no portfólio de produtos quanto na localização das plantas industriais permite maior flexibilidade produtiva ao acessar os mercados globais e conferem a proximidade junto aos clientes.

__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 e anunciou recentemente uma *joint venture* para produzir e vender motores elétricos, com foco nos mercados da Argélia e norte da África.

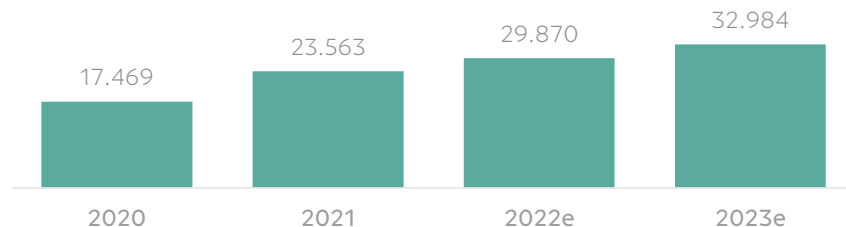
Riscos

(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.

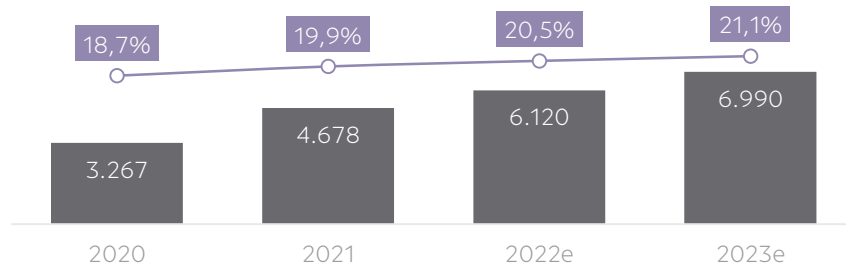
Receita operacional líquida

R\$ milhões



Estimativas de EBITDA Ajustado e margem EBITDA

R\$ milhões e %





 **BB INVESTIMENTOS**

Varejo

Dezembro 2022

Por **Geórgia Jorge, CNPI-P**

Varejo e Shoppings

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB 2023: RADL3.



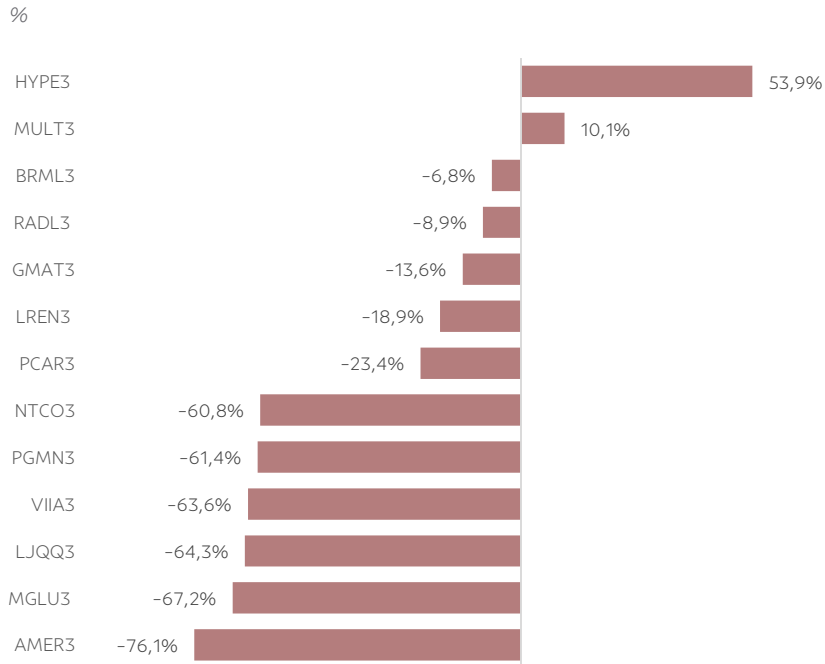
Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2023 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2023e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2023e	EV/EBITDA Média 5 anos
Varejo											
AMERICANAS	AMER3	7,35	8,10	10,2%	Venda	6.856,8	5.409,7	26,0	918,4	3,7	24,6
GRUPO MATEUS	GMAT3	5,21	6,60	26,7%	Neutra	11.554,9	162,0	8,8	13,8	5,6	9,5
HYPERA	HYPE3	42,51	51,40	20,9%	Neutra	27.116,7	5.162,7	13,9	13,9	10,8	12,5
LOJAS QUERO QUERO	LJQQ3	3,99	12,80	220,8%	Neutra	747,3	380,0	13,4	24,8	3,6	8,8
LOJAS RENNER	LREN3	19,44	39,80	104,7%	Compra	19.646,1	180,6	12,1	24,3	6,0	13,8
MAGAZINE LUIZA	MGLU3	2,37	3,50	47,7%	Compra	16.197,4	6.125,0	232,8	125,7	8,1	33,8
NATURA &CO	NTCO3	9,91	14,30	44,3%	Venda	13.319,1	10.241,8	30,2	39,7	4,8	12,0
CIA BRASILEIRA DISTRIBUIC	PCAR3	16,36	20,60	25,9%	Venda	4.458,9	6.896,0	12,2	10,3	1,5	5,9
PAGUE MENOS	PGMN3	3,61	10,20	182,5%	Compra	1.619,8	2.257,0	7,2	19,5	4,4	8,5
RAIA DROGASIL	RADL3	21,90	28,10	28,3%	Neutra	36.970,2	4.822,0	29,6	39,2	12,8	18,0
VIA	VIIA3	1,91	3,30	72,8%	Neutra	3.101,0	11.843,0	n/a	24,7	3,7	7,2
Shoppings											
BR MALLS	BRML3	7,70	10,80	40,3%	Compra	6.493,7	3.952,3	10,0	15,8	7,6	12,6
MULTIPLAN	MULT3	20,24	30,90	52,7%	Compra	12.303,6	2.606,7	14,5	23,7	9,1	15,1

Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 16/12/2022)

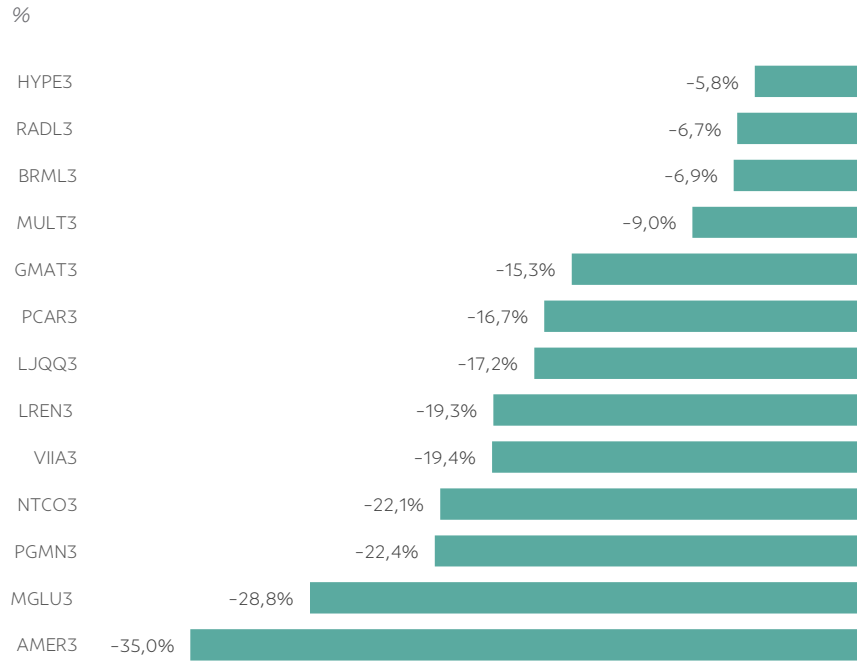
Varejo e Shoppings



Performance em 2022



Performance 1 mês



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 16/12/2022)

Varejo

A piora das perspectivas inflacionárias por conta da guerra entre a Rússia e a Ucrânia, combinada ao início das discussões fiscais após o período eleitoral, contribuíram para um desempenho negativo do setor de varejo na Bolsa no acumulado de 2022.

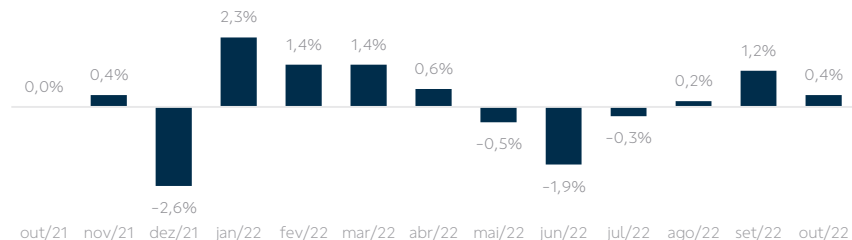
_Após o setor de consumo apresentar performance inferior à do Ibovespa em 2021, acumulando queda de ~26% ante queda de ~12% do índice de referência, nossas expectativas residiam na volta das varejistas ao radar dos investidores no 2S22, principalmente, quando acreditávamos que seria o fim do ciclo de aperto monetário e da menor pressão inflacionária à frente, já sob o efeito da alta dos juros nos meses anteriores. Apesar dessa expectativa ter de fato ocorrido, com o Índice de Consumo performando acima do Ibovespa nos meses de julho e agosto, esse movimento perdeu fôlego à medida que as discussões relacionadas às questões fiscais ao final do ano tomaram corpo, o que implicou na revisão altista das expectativas de inflação e taxa de juros em 2023. Vale pontuar que, além da (i) preocupação com a inflação no Brasil, já elevada ao final de 2021, (ii) a eclosão dos conflitos envolvendo Rússia e Ucrânia em meados de março, o que gerou elevação acentuada nos preços das *commodities* (em especial petróleo e *commodities* agrícolas), e aumento da inflação global, e (iii) a consequente preocupação com um aperto monetário mais intenso nos Estados Unidos, afastaram os investidores de setores mais cíclicos em âmbito global. Tudo considerado, o Icon acumulou queda de ~31% desde o início deste ano, enquanto o Ibovespa teve um variação negativa de ~2% no mesmo período.

_O volume de vendas em 2022 no setor de varejo sentiu a piora das condições macroeconômicas, notadamente a inflação persistentemente alta corroendo o poder de consumo das famílias e a elevação do custo de crédito, o que reduziu o ímpeto dos consumidores, principalmente por bens duráveis. No acumulado do ano, os setores de varejo que mostraram os melhores desempenhos foram Saúde/Beleza e Vestuário. O primeiro foi favorecido por sua resiliência, além de ondas de Covid e de gripe no início do ano, combinadas ao frio mais prolongado nas regiões Sul e Sudeste no meio do ano. O segundo foi beneficiado pela fraca base comparativa, dado que o setor de Vestuário foi bastante prejudicado pelas medidas de contenção ao Covid em vigor no ano anterior. Do lado negativo, o pior desempenho ficou com Móveis e Eletrodomésticos, segmento que começou a perder vigor nas vendas já no início do 2S21.

Fonte: IBGE, BB Investimentos.

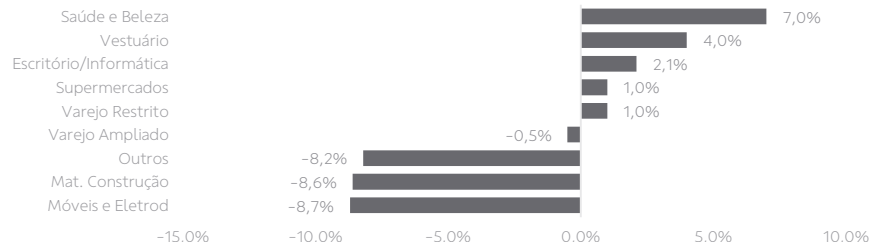
Variação do Volume de Vendas em 2022 – Varejo Restrito

% m/m até outubro



Variação Acumulada de Vendas em 2022 – Dados por Setor

% a/a até outubro



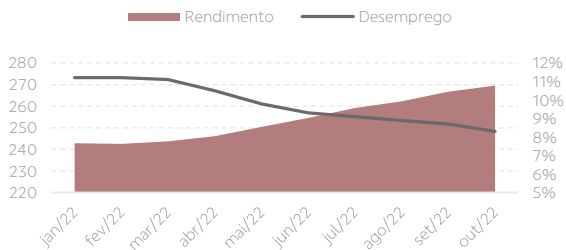
Varejo

Apesar da melhoria em alguns *drivers* macroeconômicos para o setor de varejo desde o início do ano, a taxa de juros em patamares elevados aponta para um cenário de contração da atividade de consumo em 2023.



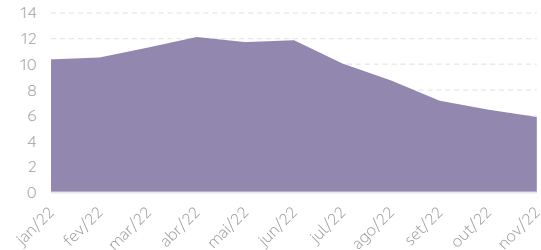
Massa Rendimentos e Tx. Desemprego

R\$ bi e %



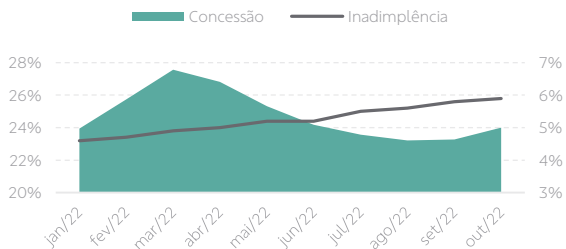
IPCA – Índice Geral acumulado 12 meses

% a/a



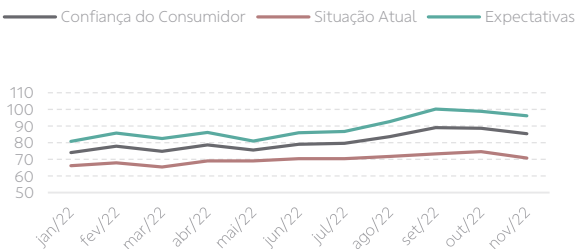
Concessão Crédito¹ e Inadimplência PF

% a/a acumulado 12 meses e %



Confiança do Consumidor

Pontos



__Nos gráficos ao lado, destacamos os principais *drivers* que impulsionam o consumo no Brasil. Apesar de alguns indicadores sinalizarem melhora, ainda há pontos de preocupação. Do lado do **emprego**, observamos gradual melhora da massa de rendimento real (~+11,5% desde o início do ano), favorecida pela redução da inflação. Além disso, houve queda da taxa de desemprego em 2,8 p.p. desde o início do ano. Do lado da **inflação**, constatamos que o pico do acumulado nos últimos 12 meses ocorreu em abril, quando esta atingiu 12,13%. A redução da inflação acumulada nos meses seguintes deveu-se, em grande parte, a medidas governamentais relacionadas à redução dos impostos sobre combustíveis. Vale pontuar que, pela 3ª semana consecutiva até dia 12/dez, o Boletim Focus aponta elevação da inflação projetada para 2023. Já a perda de ímpeto observada na **concessão de crédito** à Pessoa Física em 2022 reflete, ao nosso ver, a elevação da taxa de juros, que saiu de 9,25% no início do ano para 13,75% em meados de agosto, combinada com o aumento da inadimplência pessoa física (+1,3 p.p. desde o início do ano) e a manutenção do endividamento das famílias no patamar mais elevado desde o início da série. Por fim, quanto à **confiança do consumidor**, pontuamos que o índice vem apresentando melhora gradual (+9,8 pts. desde o início do ano), não tanto por conta da melhora em relação à situação atual (+5,2 pts.), mas sim devido à melhora com as expectativas futuras (+12,6 pts.).

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

Varejo

Incertezas quanto à taxa de desconto, e estimativas de crescimento e rentabilidade, têm feito com que as companhias de varejo negociem a múltiplos inferiores às suas médias históricas.

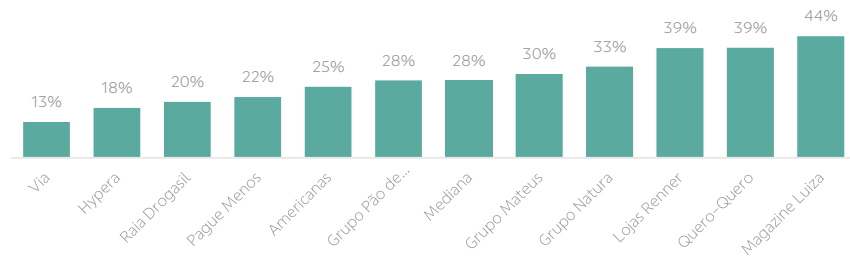


Análise de Múltiplos¹

Companhia	EV/EBITDA (média 2a)	EV/EBITDA 23E	Desconto (%)	P/L (média 2a)	P/L 23E	Desconto (%)
Americanas	18,0	5,2	-71%	3464,7	27,9	-99%
Grupo Mateus	9,7	6,9	-29%	13,7	9,2	-33%
Grupo Natura	11,3	6,9	-39%	43,1	34,2	-21%
Grupo Pão de Açúcar	5,2	4,7	-11%	14,0	12,9	-8%
Hypera	11,3	11,0	-3%	13,6	13,8	2%
Lojas Renner	12,7	7,4	-42%	23,7	12,9	-45%
Magazine Luiza	34,6	9,8	-72%	176,3	345,6	96%
Pague Menos	12,0	7,3	-39%	19,4	8,1	-58%
Quero-Quero	10,0	5,2	-48%	24,5	16,2	-34%
Raia Drogasil	18,6	14,9	-20%	38,2	31,2	-18%
Via	9,1	5,7	-38%	61,1	90,2	48%

Crescimento de EBITDA 2023e²

% a/a



Os papéis das empresas que cobrimos estão negociando a múltiplos bastante inferiores à média histórica dos últimos 2 anos. Isso significa que o mercado está precificando um cenário mais difícil à frente, podendo ocorrer novas revisões baixistas de receita e lucro a depender do impacto da taxa de juros na contração da atividade de consumo em 2023, o que em tese reduziria esse desconto. Combinado a isso, a situação atual esperada para o quadro doméstico, bem como para a intensidade do ciclo de aperto monetário nos Estados Unidos, têm feito com que os investidores agreguem maiores prêmios de risco, elevando as taxas de desconto aplicadas ao *valuation* das companhias. Nesse contexto, optamos por uma abordagem mais conservadora na seleção BB para o setor de varejo, indicando uma companhia com menor expectativa de revisões baixistas de receita e lucro, que apresenta proteção (ainda que parcial) à inflação, com atuação em um segmento de consumo resiliente (medicamentos) e de maior exposição às classes sociais com renda mais elevada.

Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. ¹Múltiplos considerando preço de 08/12/2022; ² Conforme projeções do BB Investimentos.

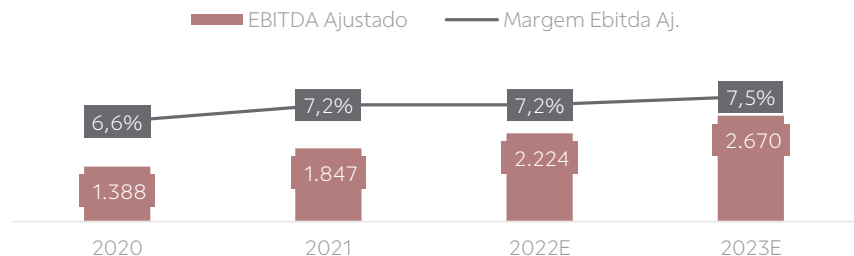
Seleção Varejo: RaiaDrogasil

Selecionamos RaiaDrogasil para compor a Seleção BB 2023, dada sua resiliência e histórico de execução em meio a um cenário incerto para o varejo no próximo ano.



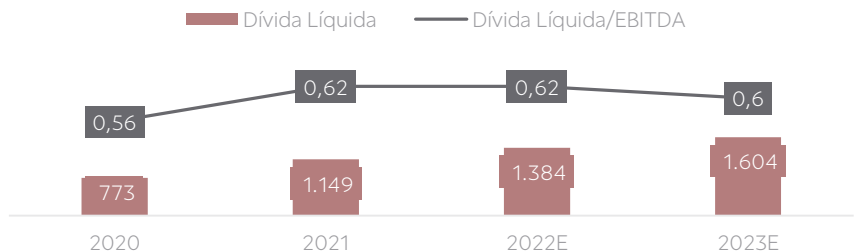
EBITDA e Margem EBITDA

R\$ milhões e %



Dívida líquida e Dívida líquida/EBITDA

R\$ milhões e vezes



Fonte: RaiaDrogasil, BB Investimentos.

Tese de Investimento

_A estratégia da RaiaDrogasil consiste em tornar-se a maior empresa promotora de saúde da população. Para isso, a RD vem trabalhando no desenvolvimento (i) da **Nova Farmácia**, em que há a combinação da oferta de produtos e serviços focados na saúde, além de possibilitar a exploração de uma experiência omnicanal; (ii) do **Marketplace de Saúde**, cujo foco é ampliar a oferta de produtos relacionados à saúde; e (iii) da **Plataforma de Saúde**, na qual é expandido o escopo do *marketplace* para incluir serviços de saúde, além de promover jornadas de apoio ao consumidor na prevenção de doenças e promoção de hábitos saudáveis.

_Nossa opção por RaiaDrogasil para compor a Seleção BB 2023 está calcada (i) na sua **execução** diferenciada, combinando forte expansão física com margens robustas, com expectativa de ganho de alavancagem operacional em 2023; (ii) na **exposição ao setor de drogarias**, com larga avenida de crescimento nos próximos anos e proteção parcial à inflação (mediante os reajustes de medicamentos realizados anualmente pela CMED); (iii) em função da **baixa alavancagem** financeira, reduzindo o impacto da elevada taxa de juros nos lucros da companhia.

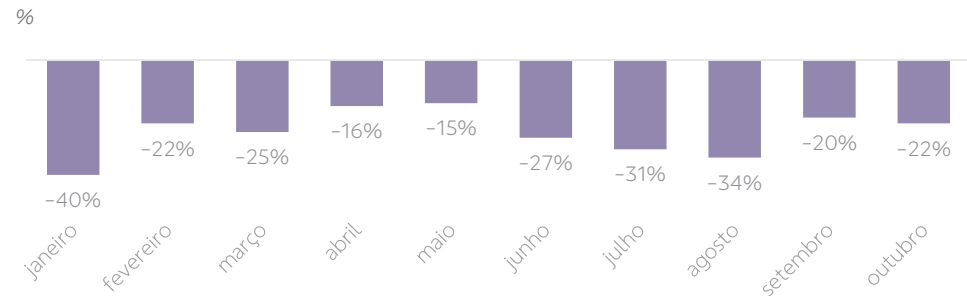
Riscos

(i) Impacto dos investimentos em aquisição de cliente e no desenvolvimento da omnicanalidade acima do esperado; (ii) incapacidade de abrir e operar novas lojas, com crescimento de vendas abaixo do esperado; e (iii) aumento da concorrência em decorrência dos planos de expansão anunciados pelos seus concorrentes nos próximos anos.

Shoppings

Retomada do fluxo de pessoas e aumento da quantidade de cupons contribuiu positivamente para a recuperação do setor este ano, apesar da elevada inflação e taxa de juros terem impactado negativamente o tíquete médio gasto.

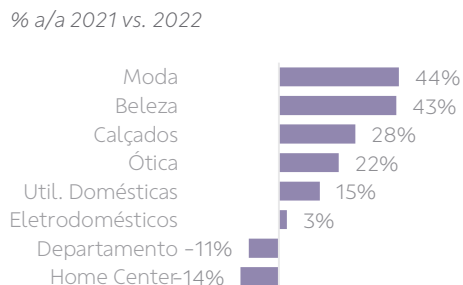
Fluxo de Visitas em Lojas de Shoppings 2019 vs. 2022



Crescimento dos Indicadores de Lojas em Shoppings em 2022



Fluxo Visitas Acumulado 2022¹



_Após ter sido altamente impactado pelas medidas governamentais adotadas visando à contenção do Covid nos anos anteriores, o setor de shopping centers mostrou forte recuperação em 2022. Logo no 1T22, o setor apresentou crescimento de 35% a/a nas vendas, o que levou o mercado a realizar uma revisão para cima das perspectivas de lucro para o ano. Combinada à boa performance de vendas, a receita proveniente de aluguéis e as margens operacionais também sinalizaram recuperação, amparadas pela retirada dos descontos concedidos aos lojistas nos anos anteriores, forte controle da inadimplência e gestão dos custos de ocupação.

_Vale observar que a recuperação das vendas na comparação anual veio apoiada pelo crescimento do fluxo de visitas – apesar de ainda estar aquém do realizado no pré-pandemia – e pelo aumento na quantidade de cupons (equivalente a uma venda), movimentos não acompanhados pelo tíquete médio gasto, que sofreu redução em 2022, refletindo, em nossa opinião, um arrefecimento do ímpeto de consumo diante da inflação persistente e elevada taxa de juros.

_Nesse contexto, a única companhia do setor de shoppings a acumular valorização superior à do Ibovespa em 2022 foi a **Multiplan** (~10%), reflexo de seu portfólio *premium* e gestão exemplar, motivações que nos fez indicá-la para compor a **Seleção BB 2022**.

_Para 2023, no entanto, nossas expectativas para o setor de shoppings são **negativas**. Acreditamos que as condições macroeconômicas deverão pesar sobre o ímpeto de consumo das famílias no próximo ano, o que também deve refletir nos resultados dos shoppings. Por essa razão, optamos por **não indicar** nenhuma companhia do segmento para compor a **Seleção BB 2023**.

Fonte: FX Data Intelligence, F360°, Harmo, 4Intelligence, SBVC, BB Investimentos. ¹Considera lojas de rua e lojas de shoppings até out/22.



Imobiliário

Dezembro 2022

Por **André Oliveira, CNPI**



Imobiliário

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB 2023: DIRR3.

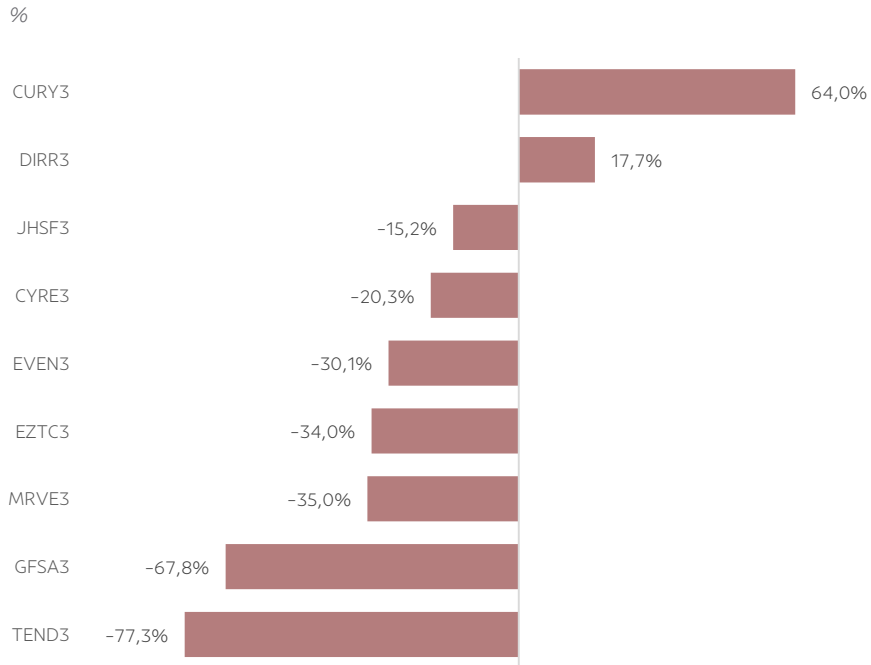


Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2023 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2023e	P/L Média 5 anos	P/VP 2023e	P/VP Média 5 anos
CYRELA	CYRE3	12,10	21,30	76,0%	Compra	4.944,8	409,9	5,3	12,5	0,7	1,2
CURY	CURY3	10,67	n/a	-	-	3.181,4	-300,3	6,3	5,8	4,3	4,2
DIRECIONAL	DIRR3	13,65	22,60	65,6%	Compra	2.047,5	227,5	6,6	8,8	1,5	1,1
EVEN	EVEN3	4,48	n/a	-	-	962,5	-628,0	3,5	15,9	0,5	0,9
EZ TEC	EZTC3	12,92	n/a	-	-	2.899,4	-854,9	6,5	15,1	0,6	1,5
GAFISA	GFSA3	5,66	n/a	-	-	216,6	555,5	n/a	155,3	0,1	0,6
JHSF	JHSF3	4,55	10,30	126,4%	Compra	3.097,7	1.544,4	5,2	13,7	0,6	0,8
MRV	MRVE3	7,49	19,50	160,3%	Compra	3.590,4	2.482,9	7,9	8,6	0,6	1,1
TENDA	TEND3	3,80	7,90	107,9%	Neutra	397,6	331,8	n/a	9,1	0,4	1,4

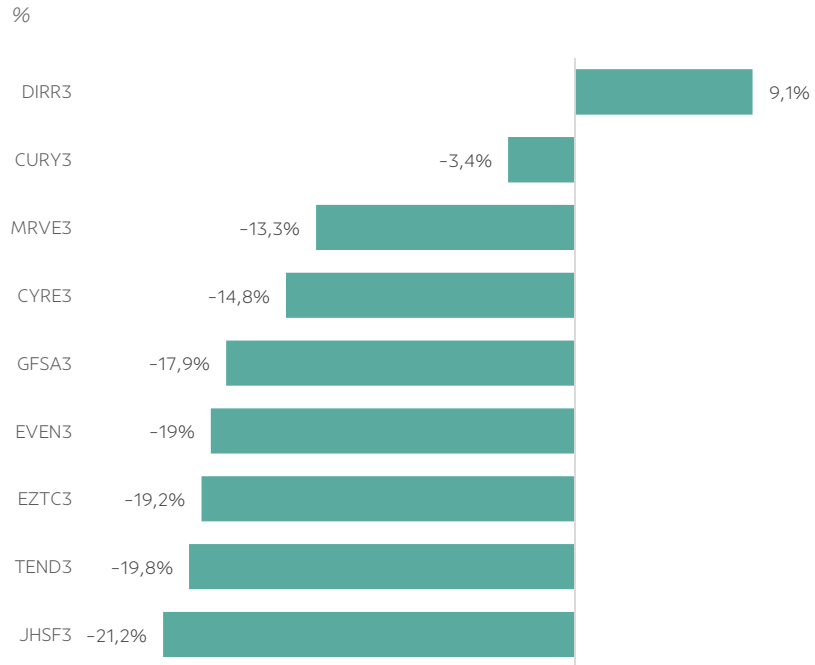
Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 16/12/2022)



Performance em 2022



Performance 1 mês



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 16/12/2022)

Imobiliário: Incorporadoras

Apesar de bom ritmo de lançamentos e vendas, melhores condições de custos e acessibilidade do consumidor, os papéis do setor imobiliário sofreram grande desvalorização em 2022, fruto de perspectivas de juros mais altas para o próximo ano.



_O ano de 2022 se iniciou com perspectivas de manutenção do bom ritmo de lançamentos e vendas observado em 2021, amparado principalmente pelos ajustes no Programa Casa Verde Amarela (PCVA) ao fim do ano passado, pela perspectiva de maior controle de inflação de custos e ao consumidor, bem como pela expectativa de início dos cortes de juros no 2S22.

_No entanto, os conflitos no leste europeu pressionaram a inflação global, o que levou a um processo escalada de juros nas economias, com o Brasil voltando ao patamar de juros de dois dígitos em 13,75% em ago/22.

_Após desidratação dos recursos do Programa no 1S22, e novo descasamento, o segmento econômico ganhou fôlego após novos ajustes realizados no PCVA nos meses seguintes, com a ampliação do prazo para 35 anos e ajuste de faixas.

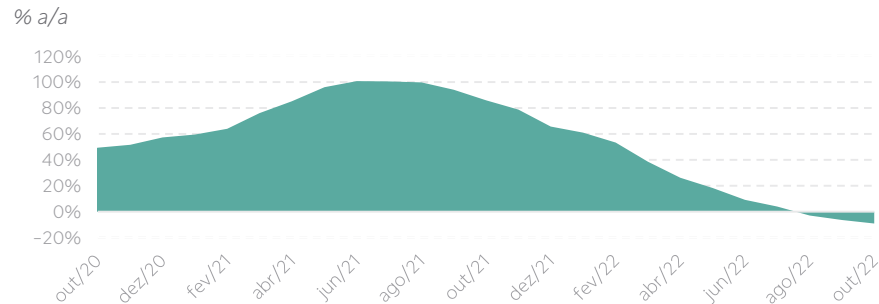
_Já para os empreendimentos MAP (Médio e Alto Padrão), apesar do aperto monetário, o elevado saldo de poupança acumulado de anos anteriores suportou um crescimento de taxas de financiamento PF e PJ em menor grau que os ajustes da Taxa SELIC, o que permitiu a manutenção de um bom nível de lançamentos e vendas no segmento de Médio e Alto Padrão até o momento.

_Diante desses fatores, as companhias apresentaram melhora nos balanços ao longo do ano, com algumas conseguindo apresentar inclusive manutenção de margem, mostrando que o pior ficou para trás. Na bolsa, as ações das companhias ensaiaram uma retomada no início do 2S, mas as discussões sobre política fiscal no país estressaram as expectativas de juros para os próximos anos, o que levou a um movimento de realização na sequência.

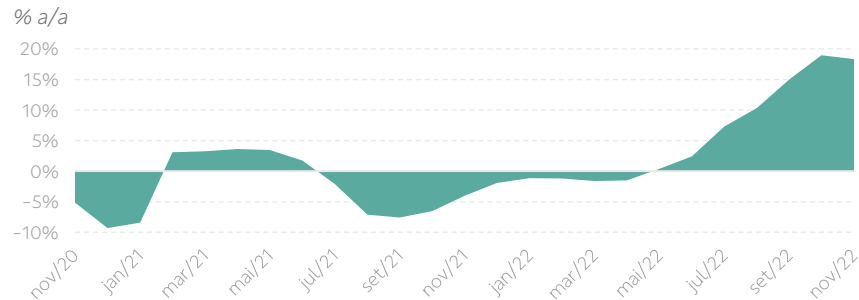
_Para 2023, acreditamos em um **cenário mais próspero para o setor**, com custos mais controlados diante da desaceleração global, o que leva a uma **inflação menos intensa e ajuda a devolver o apetite para compra de imóveis**, além de contar com a perspectiva de início dos cortes de juros a partir do 2S23. Nesse sentido, temos preferência pelas companhias que atuam no segmento econômico, que utilizam Funding FGTS e possuem demanda permanente.

Fonte: Abecip, FGTS, BB Investimentos.

Variação Contratações UDM – Recursos Poupança (SBPE)



Variação das Contratações UDM – Recursos FGTS

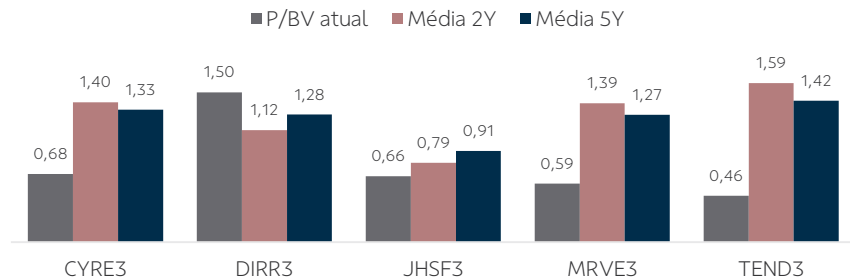


Imobiliário: Incorporadoras

Penalizadas pelo cenário de juros elevados por mais tempo, as incorporadoras de nossa cobertura seguem descontadas em relação à média e em relação as nossas expectativas para 2023.

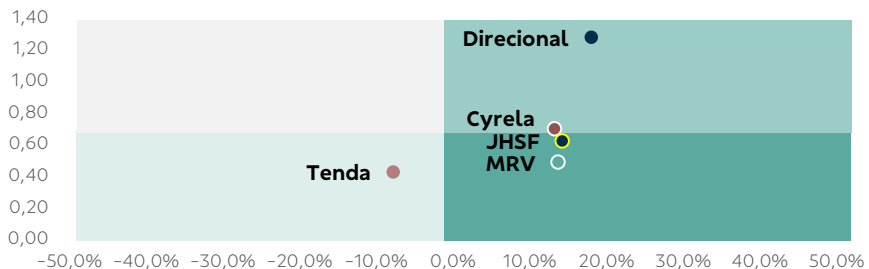


Preço por Valor Patrimonial



ROE 23E vs. P/VP¹

ROE na horizontal e P/VP atual na vertical



Fonte: Economática, Companhias, BB Investimentos. ¹P/BV com data base em 13/12/2022

_Dadas as atuais projeções para o cenário macro brasileiro, que tem trazido pressão principalmente nas expectativas de juros, **nossas preferência para 2023 são para as incorporadoras que atuam no segmento econômico**, que contam com uma demanda mais resiliente, principalmente aquelas que mostraram solidez operacional e manutenção de margens nos últimos anos, como a Direcional, em detrimento daquelas cuja taxa de juros impacta demanda por novos financiamentos.

_Entendemos que o prêmio do múltiplo P/VP da **Direcional** em relação à média histórica é justificado por uma **sólida estrutura** que a companhia apresenta para navegar melhor no atual ambiente de custos e novos ajustes no Programa. Sendo assim, nossa expectativa para 2023 é de **manutenção do bom número de lançamentos e vendas**, mas com menor participação da RIVA, que possui empreendimentos na média renda, dando espaço para empreendimentos dentro do Programa.

_Por outro lado, empresas como **MRV** (operação Brasil) e **Tenda**, com endividamento elevado, enfrentam um **cenário mais desafiador** e, após redução dos lançamentos em 2022, buscam retomar margens, podendo ter que **abrir mão de crescimento em 2023**, mesmo diante de um ambiente de custo mais favorável e perspectivas de novos incentivos no Programa. A MRV também conta com posicionamento nos EUA que, embora mantenha perspectivas de destravar valor no longo prazo, deverá ter crescimento mais lento que o anteriormente esperado dado o ambiente de aperto monetário nos EUA e a dificuldade de capitalização da Resia.

_Em alta renda, a **Cyrela** negocia com desconto em relação à média histórica no P/VP, mas justificado pelas **incertezas em relação ao ritmo de vendas** nos segmentos de média e alta renda para 2023, dada a desaceleração esperada no ambiente macro doméstico. Já para a JHSF, apesar de ter acelerado nas operações ligadas ao consumo, com boas perspectivas de adição de ABL (Área Bruta Locável) e mais de R\$ 6 bilhões de novos lançamentos imobiliários para 2023 (+30% a/a), impactando positivamente nos resultados da companhia, entendemos que o **upside** é limitado talvez por uma dificuldade do mercado em precificar a companhia na avaliação relativa com os pares corretos.

Imobiliário: Incorporadoras

Queda na taxa de desocupação combinado com o avanço do rendimento médio e perspectivas de cortes de juros no 2S23 devem contribuir para maior apetite dos consumidores.

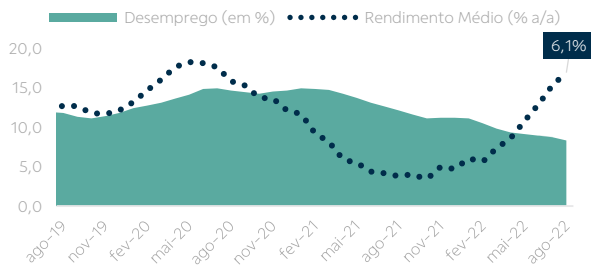


Emprego

_Amparado pelo desempenho positivo da atividade econômica ao longo de 2022, a taxa de desocupação recuou para 8,3%, menor patamar desde março de 2015, bem como o rendimento médio avançou 6% ante o mesmo período de 2021. 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.

Desemprego e Renda

% e variação % a/a



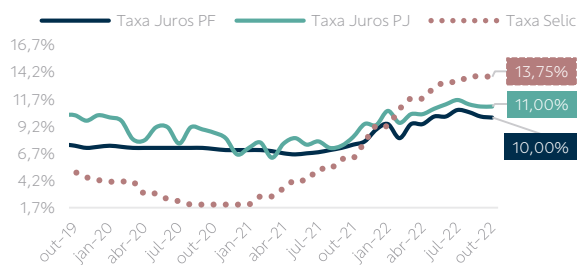
Fonte: IBGE, Bacen, FGV Ibre.

Taxas de Juros

_Após o aperto monetário iniciado em 2021, em outubro de 2022, a taxa de juros **Pessoa Física** para financiamento imobiliário chegou a 10% (+2,5 p.p. a/a), enquanto a taxa **Pessoa Jurídica** foi de 11% (+2,8 p.p. a/a). Apesar desse movimento, a intensidade do ajuste não acompanhou a variação da SELIC, que alcançou 13,75% neste mesmo período, e que deve se manter assim até meados de 2023, quando há expectativas de cortes, beneficiando o poder de compra da população.

Taxa de Juros X Taxa Selic

%

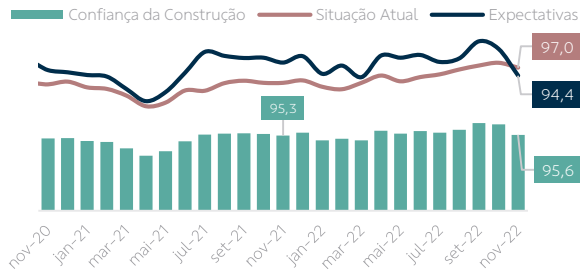


Dados de Confiança

_Após dois meses acima do patamar neutro de 100 pontos (indicando maior confiança do setor), o Índice de Confiança da Construção (ICST), medido pela FGV Ibre, recuou pelo segundo mês seguido, desse vez em 5,3 pontos e alcançando 95,6 pontos em novembro, evidenciando o cenário em relação às expectativas de juros para os próximos meses. Neste momento, a melhora do indicador está condicionada ao alívio da pressão fiscal e inflacionária, principalmente.

Índice Confiança da Construção – ICST

Pontos



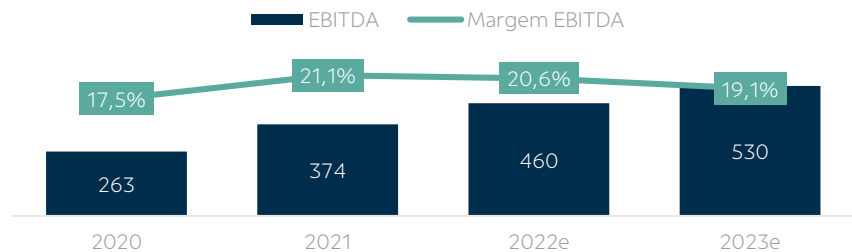
Seleção Incorporadoras: Direcional

A Direcional foi selecionada para compor a Seleção BB 2023 devido ao seu posicionamento dentro do programa habitacional (PCVA) e regionalmente em praças de forte demanda.



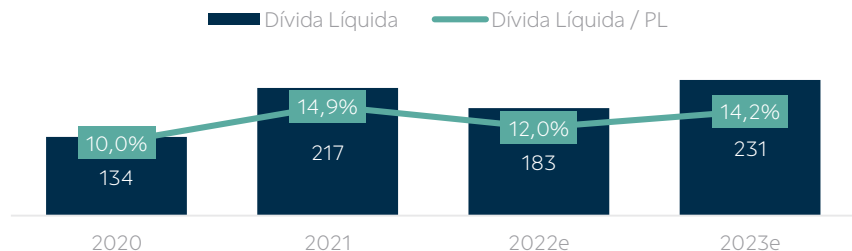
EBITDA e Margem EBITDA

R\$ milhões e %



Dívida Líquida e Dívida Líquida/Patrimônio Líquido

R\$ milhões e %



Fonte: Direcional, BB Investimentos.

Tese de Investimento

_A tese da Direcional consiste em desenvolver empreendimentos com foco na baixa e média renda, com boa exposição dentro do programa habitacional e atuação em regiões pouco atendidas mas com forte demanda, como Manaus e Brasília.

_Além disso, com boa gestão de estoques e de obras, a Direcional se mostrou resiliente ao cenário de custos elevados nos últimos anos, o que permitiu margens saudáveis e continuidade dos lançamentos, inclusive com recordes consecutivos, sendo o destaque no setor em 2022. A companhia possui mais de R\$ 26 bilhões em banco de terrenos e endividamento controlado, o que a deixa bem posicionada para aproveitar um ambiente macro doméstico mais favorável.

_Embora o cenário atual sugira taxas de juros elevadas por mais tempo, cujas expectativas de corte por enquanto estão em meados do segundo semestre do ano que vem, em nossa visão, o cenário de 2023 é positivo para a Direcional. Seja pelo lado operacional da companhia, que pode ser beneficiar com um custo de construção mais estável, seja pelo lado da demanda, que deve se fortalecer em meio às perspectivas de queda do desemprego, elevação de renda média, inflação mais contida e captura dos ajustes realizados no Programa Habitacional, que conta com recursos oriundos do FGTS.

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.



Educação e Saúde

Dezembro 2022

Por **Melina Constantino, CNPI**



Educação e Saúde

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB 2023: n/a.

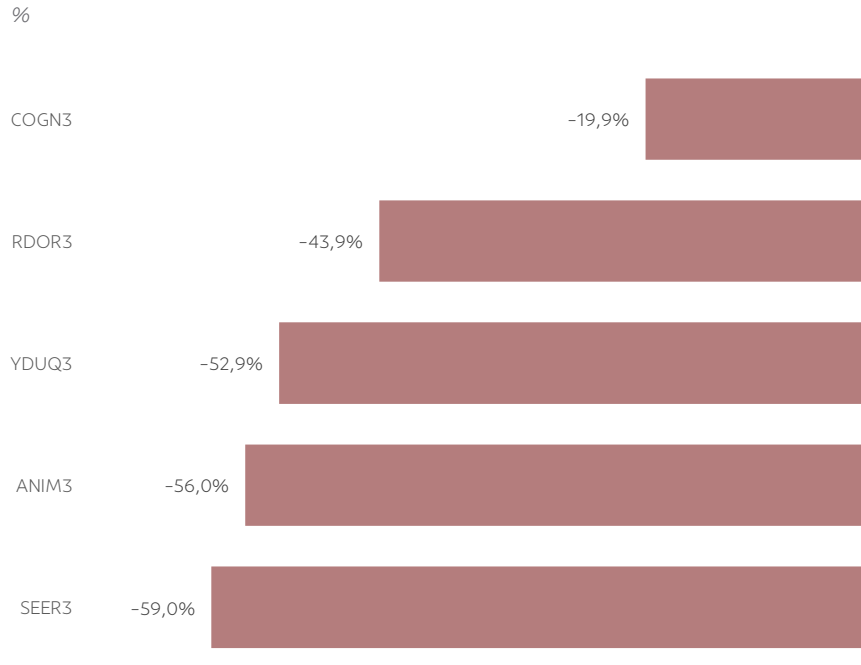


Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2023 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2023e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2023e	EV/EBITDA Média 5 anos
Educação											
ANIMA	ANIM3	3,70	n/a	-	-	1.510,5	4.542,6	37,4	22,2	4,0	8,2
COGNA	COGN3	1,97	4,00	103,0%	Neutra	3.753,2	5.852,8	n/a	447,2	6,6	8,3
SER EDUCACIONAL	SEER3	4,30	n/a	-	-	554,8	957,2	7,8	12,8	4,0	6,4
YDUQS	YDUQ3	9,61	20,00	108,1%	Compra	3.053,8	3.692,8	12,6	12,6	4,3	7,3
Saúde											
REDE D'OR SAO LUIZ	RDOR3	24,93	44,00	76,5%	Compra	50.882,4	18.231,9	21,5	40,9	10,3	18,8

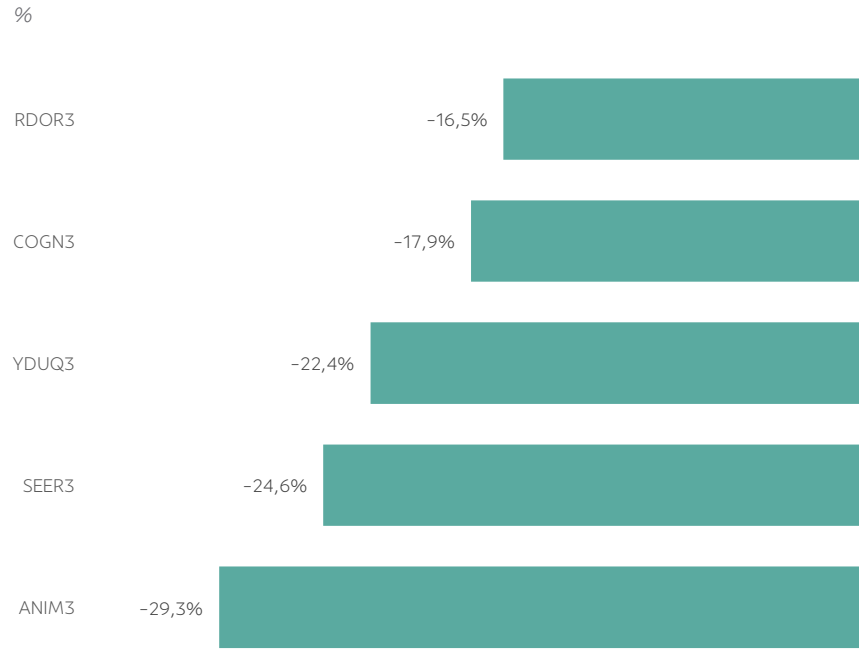
Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 16/12/2022)



Performance em 2022



Performance 1 mês



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 16/12/2022)

Educação

O mercado de trabalho surpreendeu positivamente em 2022, com saldo positivo de contratações formais e queda na taxa de desemprego. Mesmo assim, o setor de educação foi impactado negativamente pela dinâmica das condições macroeconômicas ao longo do ano.

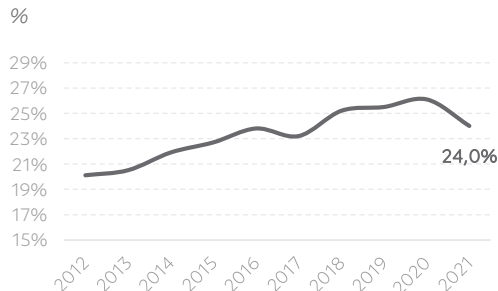


_A piora das condições macroeconômicas, a nível global, afetou a performance das empresas do setor educacional ao longo de todo o ano de 2022. Mesmo após dois anos (2020 e 2021) de intensa desvalorização, nem mesmo os melhores resultados trimestrais das empresas foram suficientes para gerar atratividade para o setor na Bolsa. A educação privada é um **segmento cíclico** e diretamente correlacionado a indicadores domésticos de **emprego e renda**, que acabaram surpreendendo positivamente ao longo de todo o ano: a **taxa de desemprego** saiu de 11,1% no trimestre encerrado em dez/21 para 8,3% no trimestre encerrado em out/22, uma queda relevante, mesmo diante do intenso aperto monetário ao longo do ano que elevou a Taxa Selic a 13,75% a.a. Além disso, o saldo médio de admissões de empregos formais foi positivo em todos os meses de 2022 (até outubro), com o setor de serviços liderando as contratações.

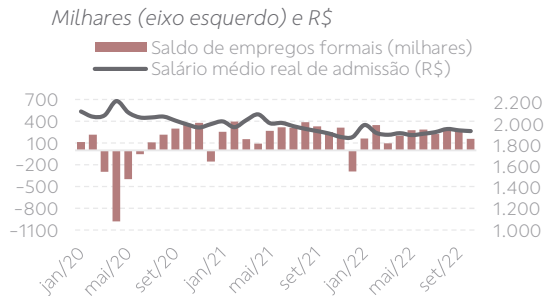
_Os dados do INEP sobre o Censo da Educação Superior de 2021 mostram a **queda relevante** de matrículas em **cursos presenciais** nos dois primeiros anos de pandemia e o **crescimento expressivo** de ingressantes em cursos de **ensino à distância**, que possuem mensalidades com preços mais acessíveis e representam a alternativa mais viável ao aluno de baixa renda.

Fontes: INEP, Ministério da Economia/Novo Caged, BB Investimentos. ¹ Proporção entre (População de 18 a 24 anos que frequenta ou já concluiu o ensino superior)/(População de 18 a 24 anos), ² Boletim Focus de 09/dez

Taxa de escolaridade – Ensino Superior¹

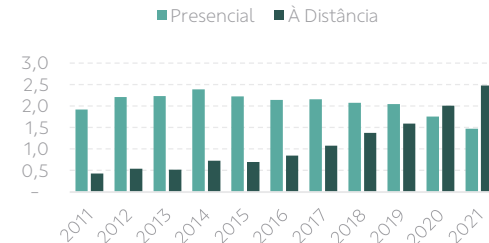


Criação de empregos formais



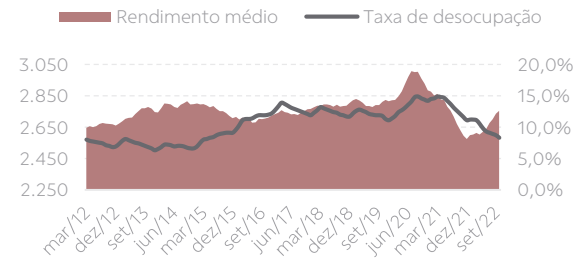
Ingressantes em cursos de graduação

Milhões de alunos – rede privada e pública



Taxa de desemprego e renda média real

R\$ (eixo esquerdo) e %



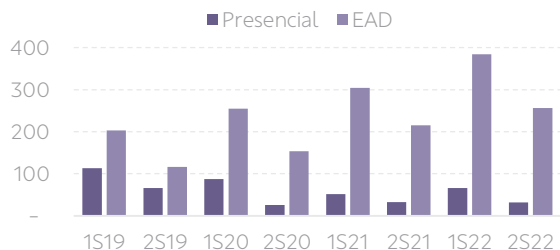
Educação

Dois dos maiores grupos educacionais listados, Cogna e Yduqs, reportaram melhores indicadores operacionais e financeiros em 2022, deixando os impactos severos da pandemia para trás.



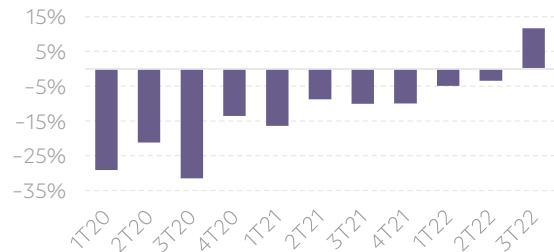
Cogna – Captação de alunos de graduação

Mil alunos



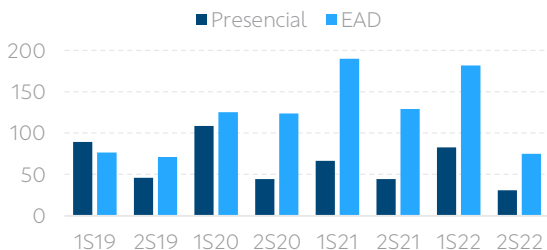
Cogna – Receita Líquida de Kroton

Variação % a/a



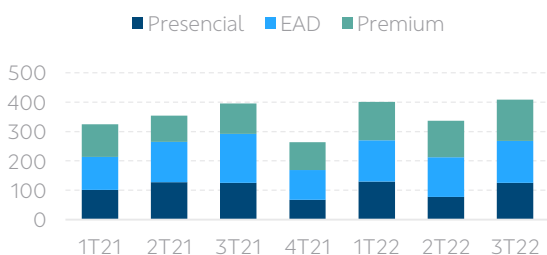
Yduqs – Captação de alunos de graduação

Mil alunos



Yduqs – EBITDA ajustado por unidade

R\$ Milhões



_O ensino digital tem sido uma importante avenida de crescimento para os maiores grupos educacionais no país, especialmente após o início da pandemia do Covid-19. Aliado à redução do FIES, os cursos de graduação à distância possuem preços mais acessíveis e têm se encaixado muito bem à realidade da maior parte da população brasileira. Tanto a **Cogna** como a **Yduqs** mostraram **números de captação de alunos nos cursos EAD** bastante expressivos nos últimos dois anos – safra de alunos que tem contribuído para o incremento de receita e da retomada de rentabilidade para essas empresas, já que esta modalidade possui **menor custo fixo** e incremento marginal de custo variável por aluno.

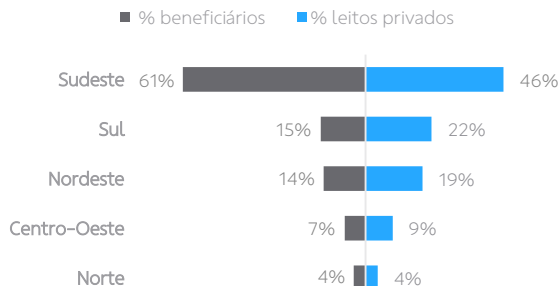
_A **Cogna** reportou reversão de tendência de receita da **Kroton** – sua unidade de negócios de ensino superior – no 3T22, após sucessivos períodos de queda. A **Yduqs** segue colhendo frutos da **elevada rentabilidade de sua unidade de negócios premium**, especialmente dos cursos de medicina, que têm contribuído para compensar os números mais fracos do presencial.

_No geral, temos clareza de que os impactos severos da pandemia ficaram para trás e o grande desafio destas companhias tem sido conciliar este melhor momento operacional com as atuais expectativas para o cenário macroeconômico doméstico.

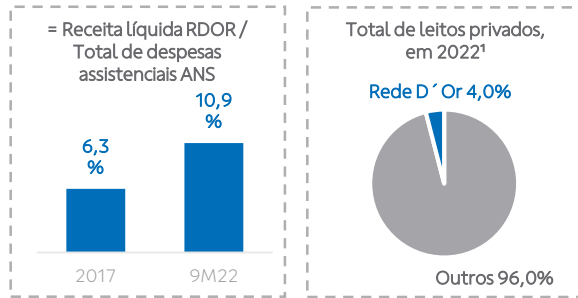
Fontes: INEP, Ministério da Economia/Novo Caged, Cogna, Yduqs, BB Investimentos.

Fundamentos de longo prazo seguem intactos e empresas líderes de mercado se respaldam em uma visão prospectiva favorável. No curto prazo, os efeitos nocivos de uma taxa de juros elevada têm retirado atratividade do setor, que é intensivo em capital e correlacionado aos indicadores domésticos de emprego e renda.

Distribuição de Leitos Privados versus Beneficiários de Planos de Saúde, por região, em 2022¹

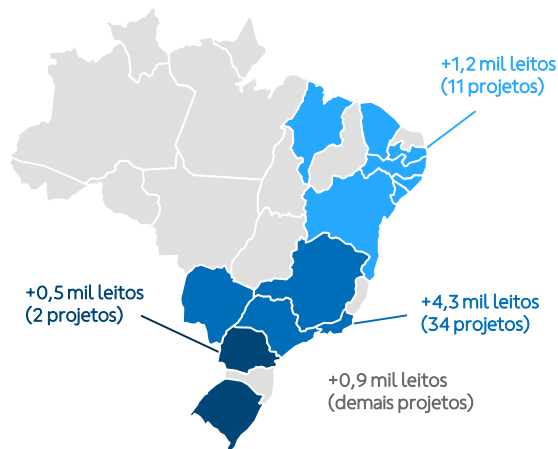


Participação de mercado da Rede D'Or



Projetos de expansão orgânica da Rede D'Or

De acordo com informações do Formulário de Referência da Cia.



2021-2025
Investimentos previstos: ~R\$ 10 bilhões
Total de leitos: ~6,9 mil

_O setor de saúde foi impactado pelos solavancos na economia brasileira e pelos efeitos da pandemia, nos dois últimos anos. A **elevação da taxa Selic** afeta especialmente as companhias que possuem **altos níveis de investimentos de longo prazo** – uma característica comum do setor – além de impactar diretamente no aumento das **despesas financeiras** de curto prazo, reduzindo a expectativa de lucros.

_Entretanto, consideramos que os fundamentos de longo prazo seguem intactos, com as empresas líderes de mercado se respaldando em uma **visão prospectiva favorável**.

_O segmento hospitalar permanece fragmentado, permitindo oportunidades para companhias consolidadoras de mercado, como a **Rede D'Or** – que possui **~4% do total de leitos privados** do país e cuja receita líquida do acumulado de 9 meses de 2022 representou **~11% do total das despesas assistenciais das operadoras na ANS**.

_Além disso, a companhia possui diversos projetos de expansão em andamento, que devem adicionar quase 7 mil leitos à rede hospitalar privada nos próximos anos. A maior parte desses projetos está concentrada na região sudeste, que apesar de possuir a grande maioria dos beneficiários de planos de saúde (~61%), ainda não concentra o total de leitos privados na mesma proporção (~46%).

Fontes: ANS, Federação Brasileira de Hospitais, Rede D'Or, BB Investimentos. ¹Dados de jan/22 – Federação Brasileira de Hospitais



 **BB INVESTIMENTOS**

Fundos Imobiliários

Dezembro 2022

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

Fundos Imobiliários

IFIX | Apesar do cenário atual de juros e da volatilidade atípica enfrentada por essa classe de ativos, o mercado de fundos imobiliários deve seguir em recuperação.



2023: Oportunidades de ganho em meio à volatilidade

Embora o ano de 2022 tenha sido bastante desafiador para o mercado de Fundos Imobiliários, seguimos observando um crescimento consistente da base de cotistas. Conforme dados da B3, o número de investidores com posição em FII passou de cerca de 200 mil em 2018 para pouco mais de 1,5 milhão ao final do ano passado. O último relatório de outubro deste ano já aponta para um número próximo a 2 milhões de investidores, em sua grande maioria pessoas físicas.

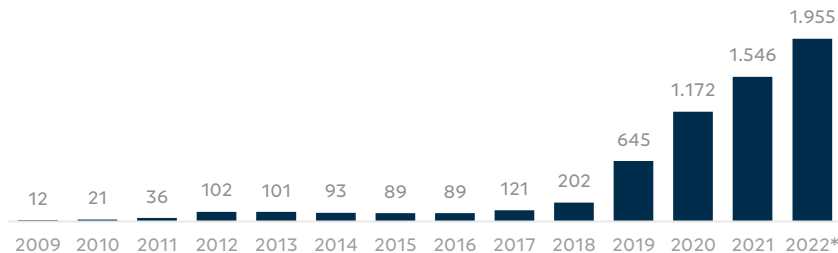
Em relação ao desempenho dos fundos, o mercado vem em uma tendência de recuperação gradual, com o IFIX, principal índice de referência do mercado de FIIs, acumulando uma alta de 2,2% em 2022 (até fim de novembro). No geral, observamos os fundos de tijolo voltando a negociar em patamares mais próximos do valor patrimonial das cotas e, além disso, vimos também a continuidade do crescimento dos fundos de papel (crédito privado), que vêm se consolidando como a principal classe de ativos dentro do mercado de FIIs.

Para o ano de 2023, mesmo considerando o cenário macroeconômico ainda incerto, nossa expectativa é de continuidade do movimento de recuperação no preço das cotas, tanto em fundos de tijolo, dada a perspectiva de início do ciclo de cortes da Selic, quanto em fundos de papel, com a inflação ainda operando em patamares elevados. O cenário fiscal deve seguir como o principal fator de risco no curto prazo, pois influencia os prêmios de risco embutidos nas curvas de juros futuros, trazendo volatilidade para o IFIX.

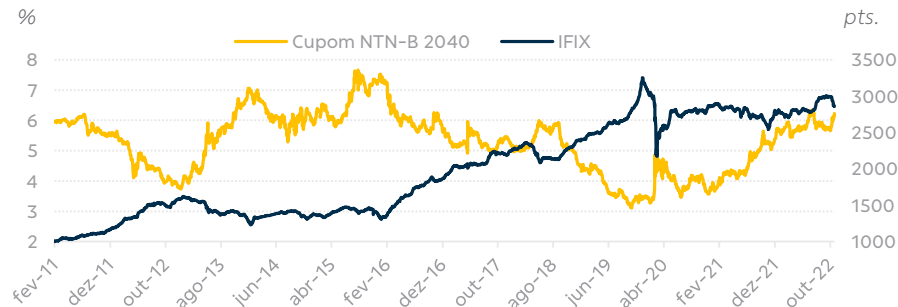
Fonte: B3, Economática, BB Investimentos. *até outubro de 2022

Evolução do Número de Investidores em FII

Em milhares



Juros Futuros x IFIX



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 (CRIs).



Patrimônio Líquido R\$ 2,52 Bi	Nº de Cotistas 177 mil
Liquidez Média Diária¹ R\$ 5,6 Mi	Relação P/VP 0,90
Cota Patrimonial R\$ 95,33	Cota a Mercado R\$ 85,70
Segmento Recebíveis	Gestor REC Gestão

Desempenho da cota

Período	Retorno	Div. Yld
No mês	-4,18%	0,86%
6 meses	-9,70%	5,69%
12 meses	1,01%	13,84%
No ano	-2,71%	12,31%

Últimas atualizações

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

RECR11

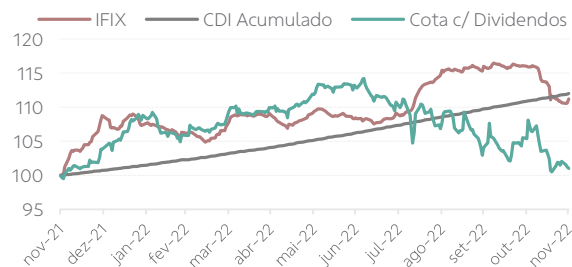
O fundo encerrou novembro com 95% do PL investidos em CRIs. A carteira de ativos do fundo é bastante diversificada, com cerca de 95 operações de CRIs vigentes. A maior parte das operações de CRI (cerca de 81,5%) está indexada à inflação, com uma maioria na taxa de IPCA + 7,81%. Outros 18% da carteira são indexados ao CDI, com uma taxa média de CDI + 4,6%.

Ao longo do mês de novembro, o Fundo realizou uma nova alocação em operação de CRI que totalizou cerca de R\$ 3,1 milhões. No âmbito da 4ª Emissão de Cotas do FII SNCI11, o fundo exerceu os direitos de preferência e sobras alocando um valor correspondente a R\$ 32,1 milhões. Ao mesmo tempo, o fundo alienou em outubro 157.506 cotas do mesmo fundo no mercado secundário realizando, assim, um ganho de capital de R\$ 134,4 mil, e mais 51.485 cotas em novembro, com mais um ganho de R\$ 43,7 mil. Em dezembro, o Fundo anunciou a distribuição do montante de R\$ 19,4 milhões em dividendos, ou o equivalente a R\$ 0,74 por cota, resultado este já não mais impactado pelo movimento de deflação no IPCA.

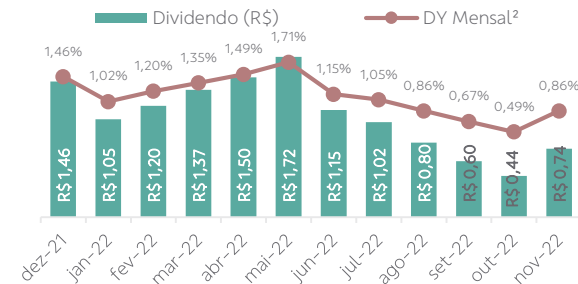
Ainda que haja uma preocupação em relação a uma eventual queda dos rendimentos em função do arrefecimento da inflação no médio prazo, entendemos que o fundo deve seguir pagando dividendos acima da média do mercado. Considerando essa perspectiva de recuperação dos dividendos e, dado seu patamar atual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

Retorno da Cota (vs IFIX)

Base 100 (últimos 12 meses)



Rendimentos



Fonte: Economática, BB Investimentos. ¹Média dos últimos 12 meses; ² Com base no valor da cota no início do período

Crédito Privado (CDI): KNCR11 – Kinea 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\$ 5,59 Bi	Nº de Cotistas 148 mil
Liquidez Média Diária ¹ R\$ 11,4 Mi	Relação P/VP 1,00
Cota Patrimonial R\$ 100,68	Cota a Mercado R\$ 100,20
Segmento Recebíveis	Gestor Kinea Investimentos

Desempenho da cota

Período	Retorno	Div. Yld
No mês	-0,34%	1,09%
6 meses	4,59%	6,71%
12 meses	14,22%	12,12%
No ano	9,88%	11,19%

Últimas atualizações

[Último Relatório Gerencial](#)
[Resumo Mensal Filis Kinea](#)
[Outros Comunicados do Fundo](#)

KNCR11

Ao final de novembro, o Fundo apresentava uma alocação em relação ao seu patrimônio de 96,3% em operações CRIs (incluindo operações compromissadas reversas) e 11,1% em instrumentos de caixa, que serão destinados a novas operações. A maior parte da carteira (cerca de 95,6%) está indexada a CDI+. São 63 operações ativas, com taxa média ponderada de CDI + 2,52% e prazo médio de 5,9 anos.

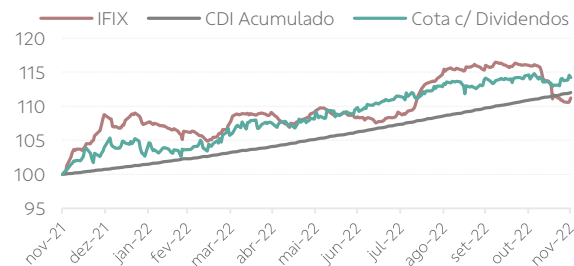
Ao longo dos últimos meses, o fundo vem mantendo um elevado patamar de distribuição de dividendos, sendo que, para o mês de dezembro, já foi anunciada a distribuição de R\$ 1,10 por cota, o que representa um *Yield* anualizado de cerca 13%. Vale ressaltar que o KNCR11 vem se beneficiando do cenário de juros em patamares elevados em função de sua carteira ser majoritariamente pós-fixada.

No último Relatório Gerencial, o gestor destacou que encerrou o processo de captação de sua 9ª emissão de cotas, levantando R\$ 1,77 bilhão em novos recursos, e que o objetivo é trazer maior diversificação de riscos para a carteira, além da maior liquidez no mercado secundário.

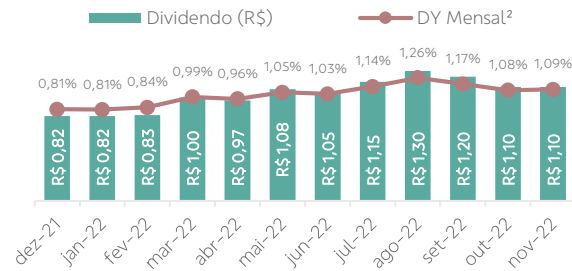
Nossa recomendação para fundo está em linha com o cenário macroeconômico que vem se desenhando para os próximos meses, de inflação ainda pressionada e manutenção dos juros em patamares mais elevados. Tal cenário tende a favorecer os fundos de papel com maior exposição ao CDI, como é o caso do KNCR11.

Retorno da Cota (vs IFIX)

Base 100 (últimos 12 meses)



Rendimentos



Fonte: Economática, BB Investimentos. ¹Média dos últimos 12 meses; ² Com base no valor da cota no início do período

Galpões Logísticos: PATL11 – Pátria Logística

O objetivo do Fundo é a obtenção de renda e eventual ganho de capital através da seleção, aquisição e administração ativa de um portfólio de imóveis logísticos e industriais, construídos ou em construção.



Patrimônio Líquido R\$ 489 Mi	Nº de Cotistas 24 mil
Liquidez Média Diária¹ R\$ 0,73 Mi	Relação P/VP 0,73
Cota Patrimonial R\$ 98,01	Cota a Mercado R\$ 71,10
Segmento Logística	Gestor VBI Real Estate

Desempenho da cota		
Período	Retorno	Div. Yld
No mês	-8,89%	0,73%
6 meses	-1,83%	4,49%
12 meses	25,71%	10,95%
No ano	5,39%	8,57%

Últimas atualizações

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

PATL11

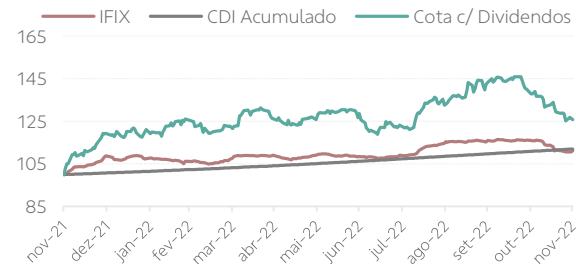
O Fundo possui 96,2% dos seus ativos alocados em imóveis logísticos, totalizando 151,1 mil m² de área bruta locável no portfólio. No fechamento do último mês, cerca de R\$ 3,9 milhões estavam investidos em aplicações financeiras líquidas. O Fundo possui parte dos seus investimentos em outros FII's, que investem preponderantemente em ativos logísticos. A estratégia segue o racional de alocação em fundos multiativos, de gestão ativa e com boa liquidez.

Ao longo dos últimos meses, o fundo vem distribuindo de forma recorrente R\$ 0,58 por cota, o que representa um *dividend yield* anualizado de quase 9%, considerando o preço atual da cota. Esse patamar de distribuição posiciona o PATL11 como um dos fundos logísticos com maior *dividend yield* do mercado, considerando distribuições recorrentes e nenhuma alavancagem. Vale ressaltar que os imóveis do fundo estão praticamente 100% ocupados e que a gestão não vem registrando eventos de inadimplência. Cerca de 74% da receita imobiliária do fundo vem de contratos atípicos. Além disso, 79% dos contratos estão com vencimento para depois de 2025. Tais características reforçam a previsibilidade da distribuição de dividendos.

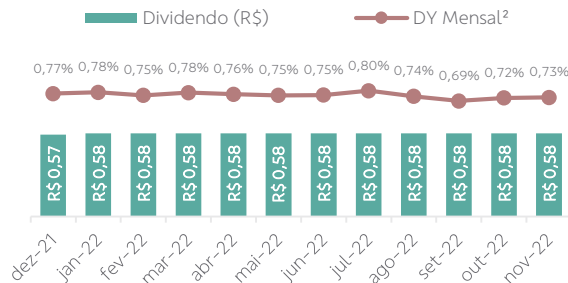
Desde o início de outubro, seguindo o movimento dos fundos de tijolo, o PATL11 apresentou um retorno negativo em torno de 14%, o que acabou elevando o patamar de desconto do fundo para 27% em relação ao valor patrimonial (P/VP de 0,73x).

Retorno da Cota (vs IFIX)

Base 100 (últimos 12 meses)



Rendimentos



Fonte: Economática, BB Investimentos. ¹Média dos últimos 12 meses; ²Com base no valor da cota no início do período

Lajes Corporativas: JSRE11 – JS Real Estate Multigestão

Apesar de ser um fundo de mandato híbrido, o JSRE11 investe cerca de 96% do Patrimônio Líquido em edifícios comerciais.



Patrimônio Líquido R\$ 2,36 Bi	Nº de Cotistas 83 mil
Liquidez Média Diária ¹ R\$ 3,29 Mi	Relação P/VP 0,64
Cota Patrimonial R\$ 113,42	Cota a Mercado R\$ 72,41
Segmento Escritórios	Gestor Safra Asset

Desempenho da cota

Período	Retorno	Div. Yld
No mês	-15,47%	0,57%
6 meses	-3,50%	3,78%
12 meses	11,81%	8,64%
No ano	-6,29%	6,70%

Últimas atualizações

[Último Relatório Gerencial](#)

[Outros Comunicados do Fundo](#)

[Vídeo – Apresentação dos Imóveis](#)

JSRE11

Trata-se de um fundo Imobiliário híbrido com gestão ativa, podendo alocar seus recursos em ativos imobiliários como: imóveis, cotas de outros FII's, Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), dentre outros ativos conforme previsto no seu regulamento. O objetivo do fundo é distribuir renda aos cotistas através do recebimento de receitas como: aluguéis, rendimentos e ganho de capital.

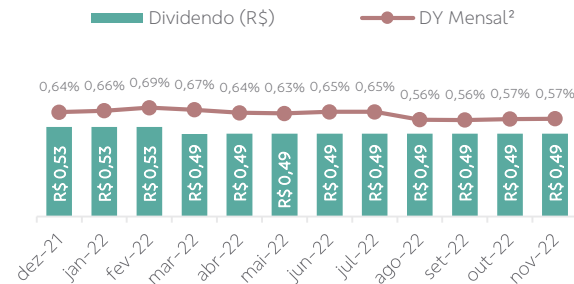
Apesar de ser um fundo de mandato híbrido, o JSRE11 investe cerca de 96% do Patrimônio Líquido em edifícios comerciais. Sua carteira de inquilinos é bem diversificada, inclusive em relação aos segmentos de atuação. Os imóveis são bem localizados e sua taxa de vacância física é de cerca de 10,4%, que é bem inferior à vacância média da cidade de São Paulo. Na carteira de FII's, o fundo detém uma posição relevante em cotas do fundo HGPO11, o qual recebeu, recentemente, uma nova proposta para venda dos imóveis do portfólio. Tal proposta deve ser submetida a uma nova Assembleia e, caso a venda seja concretizada, o fundo deverá obter uma receita expressiva com ganho de capital. No último relatório gerencial, o gestor destacou que firmou um novo contrato de locação junto ao edifício Paulista, o que contribuiu para a redução da vacância física do fundo de 14,4% para 10,4%. Em novembro, o fundo apresentou um dos piores retornos do IFIX, o que elevou o desconto em relação ao valor patrimonial para 36% (P/VP de 0,64x). Considerando a qualidade do seu portfólio, a taxa de vacância (uma das menores do segmento) e o baixo nível de alavancagem (menos de 6% do ativo), entendemos que o JSRE11 se apresenta como uma das melhores alternativas dentro do segmento de lajes corporativas.

Retorno da Cota (vs IFIX)

Base 100 (últimos 12 meses)



Rendimentos



Fonte: Economática, BB Investimentos. ¹Média dos últimos 12 meses; ²Com base no valor da cota no início do período

Residencial: MFII11 – Mérito Desenvolvimento Imobiliário

O fundo tem por objetivo a aquisição de participações em empreendimentos imobiliários residenciais desenvolvidos em parceria com incorporadoras de excelência comprovada.



Patrimônio Líquido R\$ 419 Mi	Nº de Cotistas 29 mil
Liquidez Média Diária¹ R\$ 326 mil	Relação P/VP 0,96
Cota Patrimonial R\$ 100,94	Cota a Mercado R\$ 96,50
Segmento Residencial	Gestor Mérito Investimentos

Desempenho da cota		
Período	Retorno	Div. Yld
No mês	-1,17%	1,14%
6 meses	5,26%	6,72%
12 meses	5,66%	13,12%
No ano	-2,91%	11,22%

Últimas atualizações

[Último Relatório Gerencial](#)
[Fato Relevante – 06/10](#)
[Outros Comunicados do Fundo](#)

MFII11

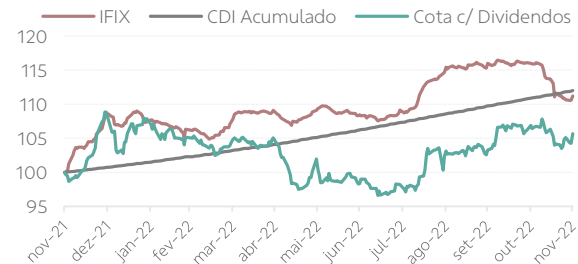
A carteira do MFII11 possui ativos em nove estados brasileiros nas regiões Sudeste, Nordeste e Sul do país. Os projetos desenvolvidos pelo Fundo atualmente são todos residenciais, com foco no mercado de baixa a média renda, onde se encontra o maior déficit habitacional no Brasil. A distribuição do capital entre projetos em fase de pré-lançamento, em obras e concluídos faz parte da estratégia elaborada de forma a equilibrar as entradas e saídas de caixa do Fundo ao longo do tempo.

No último dia 31/10, o fundo divulgou o cronograma de pagamentos de dividendos para o próximo trimestre. De acordo com o Comunicado, o MFII11 apurou um resultado de R\$ 3,34 por cota no último trimestre. Esse valor deverá ser distribuído aos cotistas de acordo com o seguinte cronograma: R\$ 1,11 em 16/11/2022, R\$ 1,11 em 14/12/2022 e R\$ 1,12 em 13/01/2023.

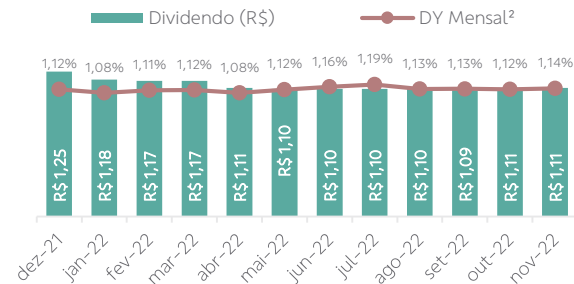
Após mostrar certa resiliência durante a pandemia e o movimento de alta de juros, enxergamos um cenário mais favorável para o segmento de desenvolvimento residencial ao longo dos próximos meses. Tal visão é amparada, principalmente, pela (i) queda dos custos da construção civil, (ii) recuperação do mercado de trabalho, (iii) perspectiva de início do ciclo de cortes da Selic, e também pelos (iv) estímulos anunciados recentemente, como os ajustes nas faixas do programa Casa Verde Amarela e aumento do prazo de financiamento com recursos do FGTS (agora para 35 anos) que, de certa forma, beneficiam os públicos de média e baixa renda. **Dentro segmento residencial, considerando a diversificação regional, entendemos que o MFII11 é a melhor escolha e, por isso, promovemos o retorno do fundo para nossa carteira recomendada [Fil Renda](#) a partir do mês de outubro.**

Retorno da Cota (vs IFIX)

Base 100 (últimos 12 meses)



Rendimentos



Fonte: Economática, BB Investimentos. ¹Média dos últimos 12 meses; ²Com base no valor da cota no início do período

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\$ 1,08 Bi	Nº de Cotistas 68 mil
Liquidez Média Diária¹ R\$ 3,58 Mi	Relação P/VP 1,05
Cota Patrimonial R\$ 97,31	Cota a Mercado R\$ 101,86
Segmento Agronegócio	Gestor Riza Asset

Desempenho da cota		
Período	Retorno	Div. Yld
No mês	-0,51%	1,22%
6 meses	5,98%	7,24%
12 meses	22,48%	15,54%
No ano	14,63%	13,68%

Últimas atualizações

[Último Relatório Gerencial 24/11 – Fato Relevante](#)
[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.

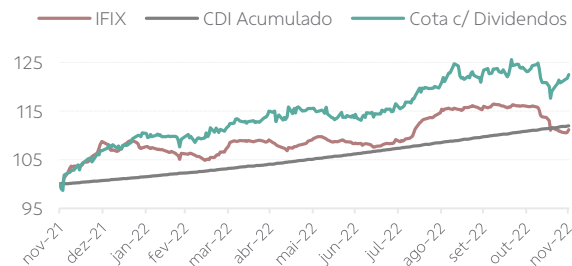
Atualmente, o fundo detém investimentos em 14 propriedades rurais em regiões estratégicas, com uma área total de 52,4 mil hectares. O *yield* médio dos contratos de arrendamento é de 12,6% a.a. e o prazo médio de vencimento destes é de 11,5 anos.

Nos últimos 12 meses, o fundo acumula um retorno de quase 16% e um *dividend yield* de mais 15,3%, o que é superior à média do segmento. Mesmo se deixarmos de considerar o impacto do ganho não recorrente referente a venda de algumas propriedades em agosto/21, o rendimento segue em um patamar bem atrativo.

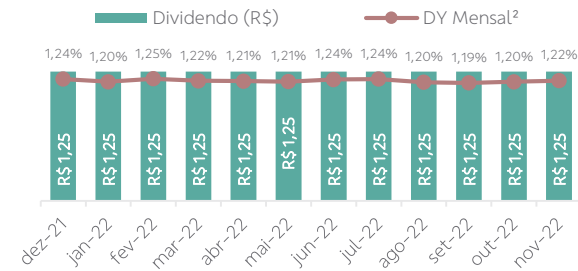
O RZTR11 é um dos poucos fundos imobiliários que atua no segmento de terras agrícolas e, apesar de ser um fundo relativamente novo, seu histórico vem provando a viabilidade desta tese. O agronegócio vem se consolidando, cada vez mais, como um dos segmentos mais resilientes da economia e, dentro do mercado de FIIs, o Riza Terrax é uma das melhores alternativas para exposição nesse segmento, em nossa visão.

Retorno da Cota (vs IFIX)

Base 100 (últimos 12 meses)



Rendimentos



Fonte: Economática, 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 companhias 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
Catherine Kiselar	X	X	-	-	-	-
Carlos André Oliveira	X	X	X	-	-	-
Daniel Cobucci	X	X	-	-	X	-
Georgia Jorge	X	X	X	-	-	-
Hamilton Moreira Alves	X	X	-	-	-	-
Jose Roberto dos Anjos	X	X	-	-	-	-
Leonardo Nitta	X	X	X	-	-	-
Luan Calimerio	X	X	X	-	-	-
Mary Silva	X	X	X	-	-	-

Analistas	Itens					
	1	2	3	4	5	6
Melina Constantino	X	X	X	-	-	-
Rafael Dias	X	X	-	-	-	-
Rafael Reis	X	X	X	-	-	-
Renato Odo	X	X	X	-	-	-
Renato Hallgren	X	X	X	-	-	-
Richardi Ferreira	X	X	X	-	-	-
Victor Penna	X	X	X	-	-	-
Wesley Bernabé	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

Francisco Augusto Lassalvia

lassalvia@bb.com.br

Head de Private Bank

Julio Vezzano

juliovezzano@bb.com.br

Gerente Executiva

Karen Ferreira

karen.ferreira@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

Rafael Reis

rafael.reis@bb.com.br

Educação e Saúde

Melina Constantino

mconstantino@bb.com.br

Imobiliário

André Oliveira

andre.oliveira@bb.com.br

Óleo e Gás

Daniel Cobucci

cobucci@bb.com.br

Serviços Financeiros

Luan Calimerio

luan.calimerio@bb.com.br

Sid. e Min, Papel e Celulose

Mary Silva

mary.silva@bb.com.br

Transporte e Logística

Renato Hallgren

renatoh@bb.com.br

Utilities

Rafael Dias

rafaeldias@bb.com.br

Varejo e Shoppings

Georgia Jorge

georgiadaj@bb.com.br

Fundos Imobiliários

Richard Ferreira

richardi@bb.com.br

Estratégia de Renda Variável e Renda Fixa

Especialista: Leonardo Nitta

leonardo.nitta@bb.com.br

Catherine Kiselar

ckiselar@bb.com.br

Hamilton Moreira Alves

hmoreira@bb.com.br

José Roberto dos Anjos

robertodosanjos@bb.com.br

Renato Odo

renato.odo@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 Haui

Marco Aurélio de Sá

Leonardo Jafet