



Perspectivas 2021

Reconstrução paciente (parte 2)

Dezembro 2020

Sumário Executivo**3****Macroeconomia****4****Renda Fixa****26****Commodities****30****Seleção BB 2021****35****Riscos****44****Setor Financeiro****45****Siderurgia e Mineração****55****Papel e Celulose****60****Petróleo e Gás****65****Alimentos e Bebidas, Agronegócios****71****Setor Elétrico****81****Saneamento****87****Transportes e Logística****91****Bens de Capital****105****Varejo****112****Imobiliário****119****Educação****128**

Sumário Executivo

A reconstrução do país, cuja parte 1 foi explorada em nosso relatório de 2019, inicia um novo recomeço em 2021. A percepção é que será um ano de recomposição de preços dos ativos, agora baseada na recuperação econômica global.

Perspectivas para o Brasil em 2021

No Brasil, o panorama principal está relacionado com o ajuste adequado do déficit ocasionado pelas medidas de política fiscal expansionistas implementadas pelo Governo para evitar ao máximo o impacto negativo gerado pela pandemia do Covid-19, assim como ocorreu nos demais países pelo mundo. Em suma, conforme forem sendo observadas perspectivas favoráveis para os avanços das reformas no Congresso Nacional, o mercado irá reprecificar os ativos domésticos. Ou seja, o maior risco agregado interno está na aprovação ou não das reformas necessárias, bem como em sua tempestividade. Internamente, em um primeiro momento, temos a percepção que a taxa básica de juros (Selic) deve continuar em seu piso histórico pelo menos até o final do primeiro semestre de 2021 ou mesmo baixa no médio prazo, o que continuará a favorecer a renda variável em detrimento da renda fixa. A inflação tende a ficar sob controle e dentro da meta esperada de 3,75% para 2021, apesar das pressões recentes. Externamente, a visão inicial é de um cenário internacional mais benigno, com avanço econômico global mais firme, após debelados os efeitos adversos advindos da pandemia do coronavírus, com recuperação mais contundente das economias emergentes.

Fonte: Bloomberg, BB Investimentos

Perspectivas para o Ibovespa em 2021

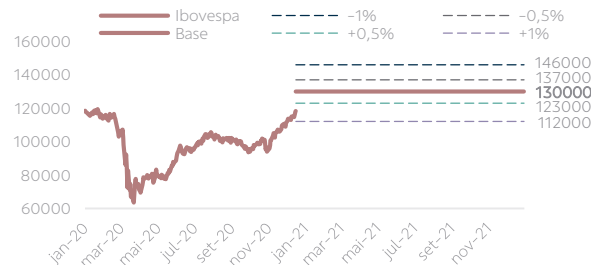
O Ibovespa deverá avançar refletindo tanto a recuperação econômica doméstica, quanto a global. A maior liquidez internacional e a taxa básica de juros (Selic) baixa serão catalisadores e deverão manter o cenário mais otimista. A percepção é que 2021 será um ano de recomposição de preços dos ativos, apoiada com consistência na consolidação da recuperação econômica mundial. Entre outros, destacam-se os seguintes fatores: taxas de juros em baixos patamares mundialmente, principalmente nas grandes economias; permanência de vasta liquidez global para manter o suporte necessário à reativação econômica; liberação de vacinas para o coronavírus – fato que poderia levar logo à normalização das atividades; e, como impulsionador, existem sinais de uma demanda reprimida em decorrência do impacto adverso ocasionado pela pandemia, associada a uma capacidade ociosa capaz de elevar a oferta. Já como risco interno, se sobressaem imbróglios inerentes às negociações das reformas essenciais que viabilizem uma trajetória cadente para o déficit fiscal doméstico. E, como riscos externos, a possibilidade de um novo acirramento da guerra comercial entre Estados Unidos e China, bem como a eficácia da vacina contra o coronavírus.

Sumário

IBOV		
Preço em 18/12/2020	Pts	118.024
Preço-alvo (Dez-2021)	Pts	130.000
Potencial de Valorização	%	10,1%
Máximo (52 sem.)	Pts	119.593
Mínimo (52 sem.)	Pts	61.690
Variação em 2020 (%)	%	2,1%
Preço/Lucro (Dez-2020)	x	45,5

Sensibilidade de Preço do Ibovespa

Mudanças de 50 e 100 bps no custo de capital; pontos



Macroeconomia

Dezembro 2020

Por **Henrique Tomaz, CFA** e **Richard Ferreira**

Panorama macro 2021

Panorama Macro | O nível de incerteza em relação à evolução da pandemia ainda é bastante elevado. Apesar disso, há uma expectativa de forte recuperação das economias globais ao longo de 2021.

As perspectivas de crescimento econômico global para o ano de 2021 se baseiam na hipótese de que a maioria dos países já terá superado a crise causada pela pandemia do novo coronavírus, que assolou o mundo em 2020. Alguns países, inclusive, já colocaram em prática seus planos de imunização da população, o que permitirá uma maior flexibilização das medidas de isolamento social, sobretudo naqueles países que vem sofrendo com a segunda onda da pandemia. Mesmo com a expectativa de forte recuperação da economia, o mercado de trabalho ainda deve demorar para voltar aos mesmos níveis de antes da crise. Nos países desenvolvidos, em especial os da Zona do Euro e o Japão, os níveis de inflação devem seguir oscilando abaixo das metas definidas pelos respectivos Bancos Centrais. Tal cenário sugere que a retirada dos estímulos fiscais deva ocorrer de forma gradual. Com relação aos estímulos monetários, a expectativa é de que as taxas de juros nas principais economias sigam em patamares mais baixos por um longo período. Além disso, são esperados estímulos adicionais por parte de alguns Bancos Centrais como é o caso, por exemplo, do Banco Central Europeu.



Projeções

Brasil | 2021 deverá ser de recuperação, após um ano marcado pelo forte impacto causado pelo Covid-19. À medida que a atividade econômica retorne à normalidade, a Selic deverá iniciar uma trajetória de alta a partir do 2º trimestre.

Juros devem voltar a subir no 2º trim.

Após registrar uma queda expressiva em 2020, reflexo das medidas de restrição e isolamento social, o PIB brasileiro deve seguir em um ritmo de recuperação em 2021, crescendo cerca de 3,5%. Com relação à inflação, a recente alta nos preços de alimentos deve fazer com que o IPCA anual oscile acima da meta por alguns meses, chegando, inclusive, a romper o seu limite superior (5,25% em 2021) em um horizonte de tempo mais curto.

No longo prazo, no entanto, a expectativa é de que haja uma acomodação dos preços, o que deve levar a inflação para níveis mais próximos do centro da meta. Este cenário benigno deve permitir a manutenção dos juros nas mínimas históricas por mais alguns meses, pelo menos até que a economia dê sinais de superação da crise. Nossa expectativa é de que as taxas voltem a subir de forma gradual já partir do segundo trimestre, encerrando 2021 em 3,0% a.a. Do lado fiscal, nosso cenário base prevê a manutenção do teto de gastos, o que, de certa forma, deve trazer algum alívio para o câmbio.

Projeções – BB Investimentos

% a.a.

Índice	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PIB	1,3	1,8	1,4	-4,4	3,5	2,5
Inflação	2,9	3,8	4,3	4,3	3,4	3,5
Taxa de Juros	7,0	6,5	4,5	2,0	3,0	4,0
Câmbio (BRL/USD)	3,31	3,87	4,10	5,10	5,00	4,90

Panorama Externo

Projeções | As principais economias do mundo devem apresentar um padrão similar de crescimento do PIB nos próximos anos, caracterizado por uma rápida recuperação após o choque causado pela pandemia.

Crescimento do PIB - FMI

% a.a.

Região	2019	2020E	2021E	2022E
Mundo	2,8	-3,9	5,2	3,8
Desenvolvidos	1,7	-5,3	4,0	3,1
União Europeia	1,5	-7,7	4,7	3,6
G8	1,6	-5,2	4,0	3,0
EUA	2,2	-3,6	3,8	3,0
Emergentes	4,3	-0,8	5,0	5,1
Ásia (ex Jap.)	5,3	0,7	5,4	5,6
Europa Oriental	2,4	-4,0	3,7	3,4
LATAM	1,3	-6,8	4,3	2,9
Oriente Médio	1,6	-4,0	3,1	3,5
África	1,8	-3,5	3,5	3,6

2021: um ano de recuperação mundial

A adoção de medidas de estímulos fiscais e monetários sem precedentes por parte de governos e bancos centrais ao redor do mundo, impediu que experimentássemos um desastre econômico ainda maior em 2020. A estimativa do FMI para o PIB global neste ano prevê uma forte retração de cerca de 4,0%.

Assumindo que tais medidas sejam mantidas ao longo dos próximos meses, principalmente nos países mais afetados pela pandemia, a expectativa é de que 2021 seja um ano de forte recuperação da economia global, com países desenvolvidos crescendo a uma taxa de 4,0%, e os emergentes, puxados pela China, crescendo a taxas ainda maiores, em 5,0% na média.

Tais projeções, no entanto, partem do pressuposto que o processo de imunização da população contra o novo coronavírus se consolide ao longo do ano, permitindo, assim, a completa retirada das restrições e das medidas de isolamento social.

Panorama Externo

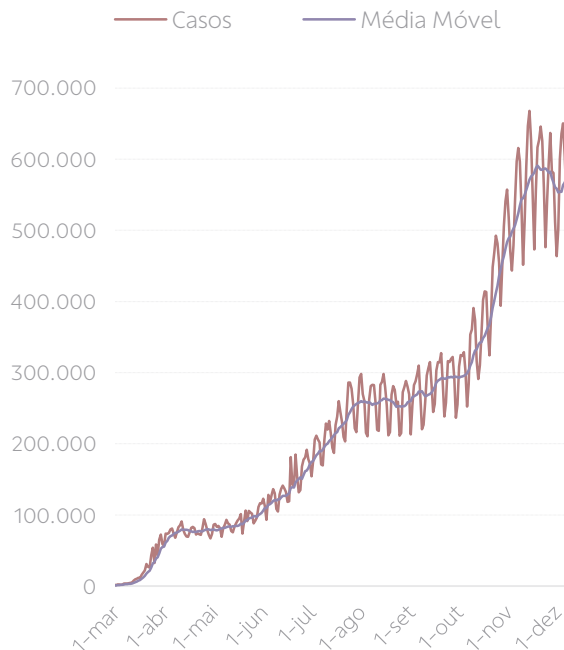
Covid-19 | O ano de 2020 será marcado pela pandemia de Covid-19. O número de novos casos registrados da doença segue em alta, com vários países cessando ou regredindo com seus planos de flexibilização das atividades.

Pandemia ainda está fora de controle

Conforme acompanhamento realizado pela OMS, até a data de produção do presente relatório, já haviam sido registrados mais de 70 milhões de casos de Covid-19 em todo o mundo, com um total de 1,6 milhão de mortos em função da doença. Tendo a cidade de Wuhan (na China) como foco dos primeiros casos do novo coronavírus, a epidemia logo se alastrou para outros países da Ásia e também da Europa atingindo, alguns meses depois, quase todos os países do mundo. Como forma de controlar o avanço da pandemia, os governos adotaram como principal estratégia a imposição de restrições, que tiveram um impacto significativo na atividade econômica. Com a flexibilização de tais medidas, alguns países passaram a enfrentar uma segunda onda de infecções. Nos últimos meses, o número de casos vem subindo de forma surpreendente nos EUA, na Índia e em alguns países da Europa e da América Latina, o que levou a uma paralisação e, em alguns casos, até a regressão do processo de flexibilização das atividades.

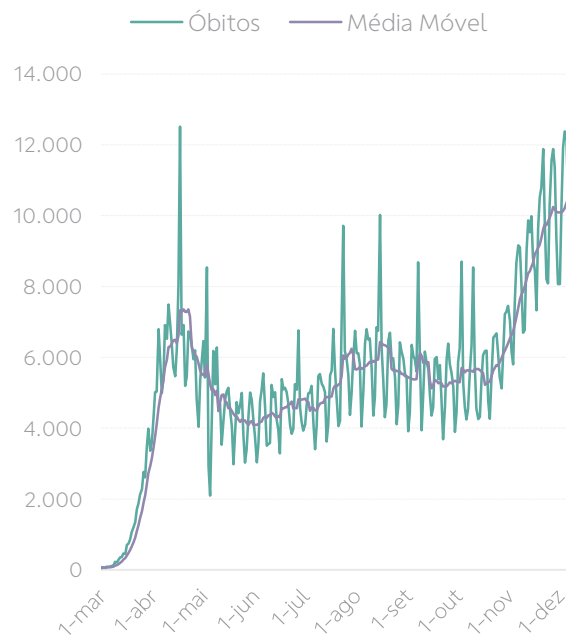
Casos

casos diários



Óbitos

óbitos diários



Panorama Externo

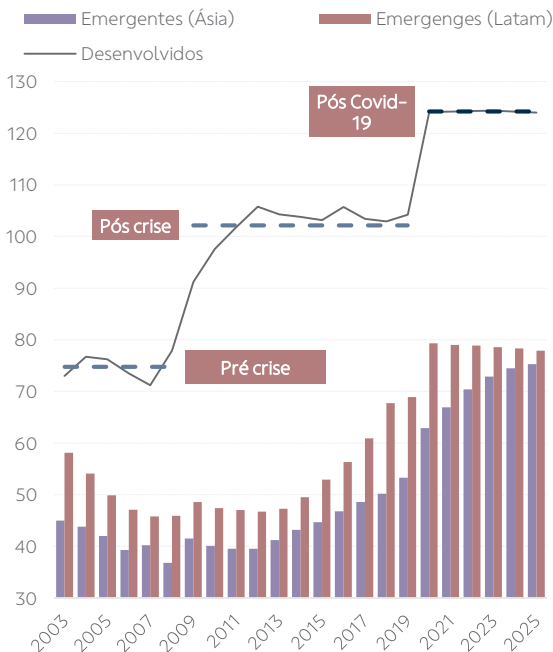
Covid-19 | Como forma de mitigar os efeitos econômicos negativos causados pelas medidas restritivas, os governos lançaram mão de trilhões de dólares em estímulos, o que acarretou em um aumento significativo do endividamento global dos países.

Estímulos fiscais sem precedentes

As medidas de restrição adotadas em muitos países para conter o avanço da pandemia tiveram um impacto bastante negativo na atividade econômica. Para mitigar os efeitos da crise, muitos governos implementaram estímulos fiscais sem precedentes, que incluíram aumento de gastos, redução ou isenção de impostos e, até mesmo, empréstimos. A estimativa do FMI é que tais medidas tenham alcançado cerca de 12% do PIB global. Os efeitos desta política fiscal mais expansionista, aliada a própria queda de arrecadação causada pela retração da atividade econômica, devem trazer sérias consequências do ponto de vista das finanças públicas. Em 2020, a dívida pública mundial deve atingir cerca de 100% do PIB global, maior percentual já registrado. Nos países desenvolvidos, as medidas fiscais adotadas em resposta à crise devem elevar o endividamento público, na média, para algo em torno de 124% do PIB em 2020. Nos emergentes, a piora deve ser mais contida, com o endividamento médio atingindo 66% do PIB.

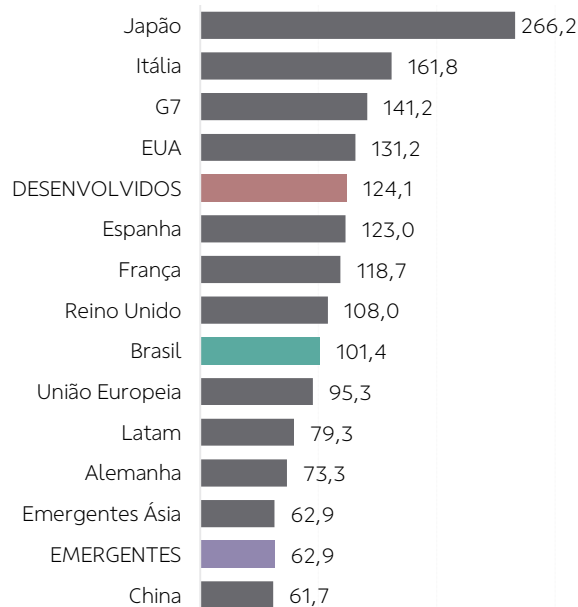
FMI – Dívida Bruta

% do PIB



FMI – Dívida Bruta

% do PIB | Estimativa do FMI para 2020



Panorama Externo

Eleições EUA | Com o controle da Câmara definido, resta saber qual partido irá controlar o Senado. Caso os democratas consigam controlar também o Senado, poderá haver um aumento dos gastos, com elevação de inflação e juros nos EUA.

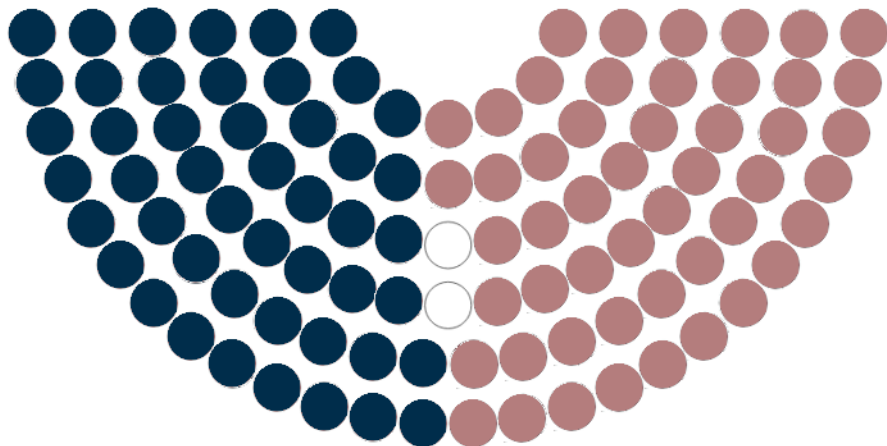
Senado

de assentos

51 assentos necessários para controlar o senado



- Controle: Indefinido
- Cadeiras remanescentes: Geórgia (2)
- Projeção final: Indefinido (disputa em 2º turno ocorrerá em 06-jan-2021)
- Em caso de empate 50/50, a vice-presidente (Khamala Haris) decide



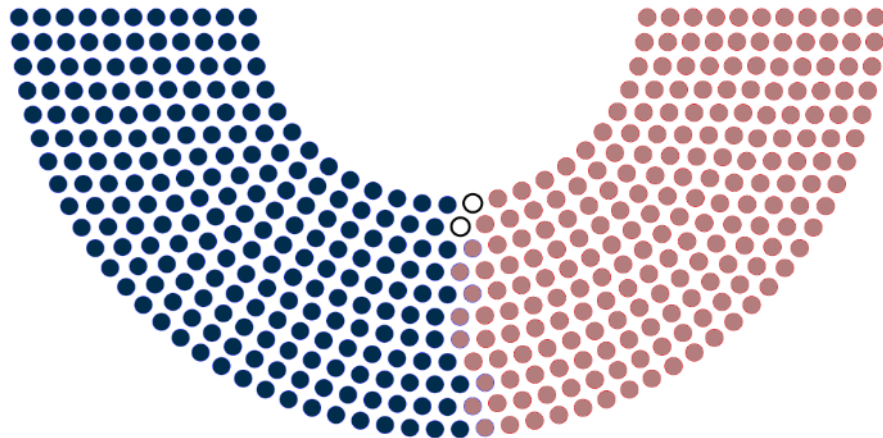
Câmara

de assentos

218 assentos necessários para controlar a câmara



- Controle: Democratas
- Cadeiras remanescentes: Iowa (1) e NY (1)
- Projeção final: Democratas 224 x 222 Republicanos



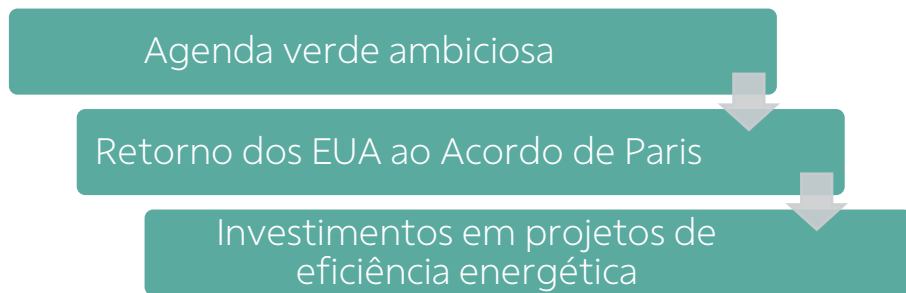
Panorama Externo

ESG | A confirmação da vitória do democrata Joe Biden nas eleições presidenciais americanas deve dar um novo impulso ao movimento ESG nos EUA e em outras partes do mundo, incluindo o Brasil.

Vitória de Biden fortalece a agenda verde

Com a eleição de Joe Biden para a presidência dos EUA, o mercado de investimentos ESG (sigla em inglês para Ambiental, Social e Governança) deve ganhar um novo impulso. A plataforma democrata conta com um ambicioso plano de investimentos públicos e privados para revolucionar a matriz energética americana, substituindo fontes de energia tradicionais, como o petróleo, por fontes mais limpas e renováveis. Outro ponto importante defendido por Biden é o retorno dos EUA ao Acordo de Paris, cuja saída havia sido formalizada pela administração Trump em novembro de 2019. O acordo visa, entre outras medidas, concentrar esforços para combater a ameaça de mudança climática por meio da redução das emissões de gases de efeito estufa em um contexto mais amplo de desenvolvimento sustentável. Em linha com a proposta dos democratas, novos projetos de eficiência energética devem ter a tramitação facilitada, inclusive no que diz respeito à questão do financiamento. No que tange aos meios de transporte, a proposta sugere acelerar a adoção de veículos de “zero emissão” e implementar novos padrões e requisitos mínimos para automóveis e caminhões, levando-se em conta a tecnologia atualmente disponível. São esperados, também, novos investimentos em infraestrutura e na modernização dos meios de transporte, visando reduzir a poluição e aumentar a competitividade nos EUA. Em resumo, trata-se de um plano bastante ousado que deve trazer impactos relevantes nos mercados financeiros. Novas regulamentações devem ser introduzidas com o objetivo de aumentar o nível de transparência das companhias no que se refere à adoção de boas práticas ESG. Sob a administração Biden, empresas e países que não se adequarem a estas novas regras devem sofrer alguma pressão.

Principais pilares do plano de governo de Biden



Metas do plano de governo de Joe Biden

Garantir que o país alcance 100% de energia limpa e seja “carbono-neutro” até o ano de 2050

Incentivo à criação de nova tecnologia de combustível renovável para aeronaves

Incentivo à criação de 500 mil novos pontos de recarga e subsídios fiscais para carros elétricos

US\$ 2 trilhões para investimento “verde” em infraestrutura, energia, indústria automotiva, transportes, edificações, agricultura e inovação

Incentivo à inclusão de mulheres e negros no mercado de trabalho por meio de programas de aprendizes, metas de alocação e treinamentos

Proporcionar, até 2030, transporte público coletivo de qualidade para todos os municípios com população acima de 100 mil habitantes

Cenário doméstico

Perspectivas para o Brasil | Com uma situação fiscal bem delicada, sem um horizonte de tempo definido para o fim da pandemia de Covid-19 e um mercado de trabalho fragilizado, o cenário doméstico se mostra bastante desafiador para 2021.



Cenário doméstico

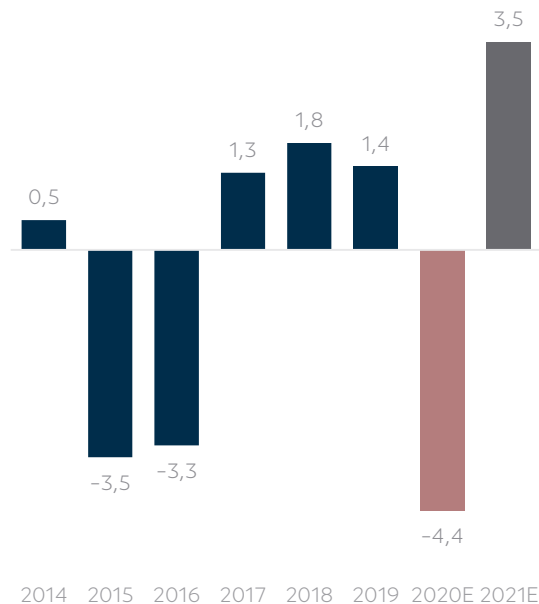
Brasil | Após os danos causados pela pandemia, a expectativa é que, em 2021, o país recupere a trajetória de crescimento. A fragilidade fiscal e a piora do mercado de trabalho são fatores que devem limitar uma retomada mais vigorosa.

2021: Um ano de recuperação

Após registrar uma queda recorde de 9,6% no segundo trimestre, o PIB brasileiro vem em um processo de recuperação. Com os danos causados pela pandemia, a expectativa é que a atividade econômica encerre 2020 com uma queda de 4,4%, voltando a crescer em 2021. O resultado deste ano só não foi pior em função da forte expansão dos gastos públicos, em especial o auxílio emergencial, que absorveram parte do impacto da crise. Com isso, a situação das contas públicas, que já apresentavam um quadro de fragilidade, acabou se deteriorando ainda mais. Em 2020, o déficit primário do setor público deve ultrapassar a casa dos dois dígitos, em termos de percentual do PIB. Consequentemente, espera-se um aumento expressivo do endividamento público. Além da limitada capacidade de investimentos públicos, outro fator que deve restringir o crescimento do país em 2021 é a piora do mercado de trabalho, cuja taxa de desemprego registra, atualmente, o maior valor da série (14,6%).

Produto Interno Bruto

% a.a.



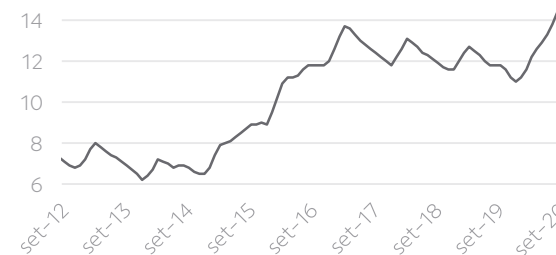
Déficit Primário

% do PIB



Desemprego

% da força de trabalho

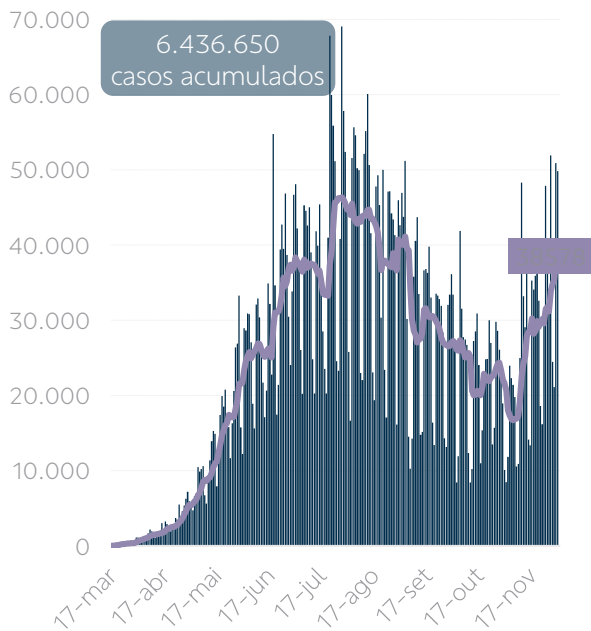


Cenário doméstico

Covid-19 | Com mais de 6,4 milhões de casos registrados e cerca de 174 mil mortes, o Brasil acabou se consolidando como um dos países mais afetados pela pandemia de Covid-19 no mundo.

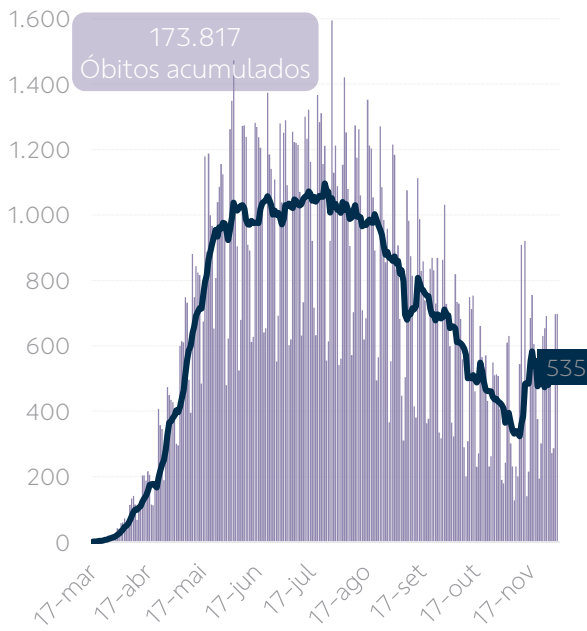
Casos

casos diários



Óbitos

óbitos diários



Covid-19 no Brasil

Em números absolutos, o Brasil foi um dos países mais afetados pela pandemia no mundo. Com mais de 6,4 milhões de casos registrados, o país ocupa a terceira posição mundial nessa estatística, atrás apenas dos EUA e Índia. O número de novos óbitos diários chegou a ficar, durante quase três meses, oscilando ao redor de cerca de mil mortes por dia na média semanal. Com isso, o número absoluto de mortes no país já chega a 174 mil. Apenas os EUA, com quase 300 mil mortes, estão à frente do Brasil nesse indicador. Desde o final de agosto, os números da pandemia no Brasil vinham em uma trajetória de queda, mas, nas últimas semanas, a tendência se inverteu e tanto o número de novos casos quanto o número de novos óbitos voltaram a subir, pressionando, novamente, os sistemas de saúde. Dessa forma, o processo de flexibilização das medidas de restrição e isolamento social acabou sendo interrompido em várias partes do país. Em alguns lugares, inclusive, houve uma regressão no processo com a retomada de algumas restrições.

Cenário doméstico

Situação Fiscal | A crise causada pela pandemia levou a uma queda na arrecadação do governo. Ao mesmo tempo, os estímulos fiscais para o enfrentamento da crise levaram a um aumento significativo nos gastos públicos.

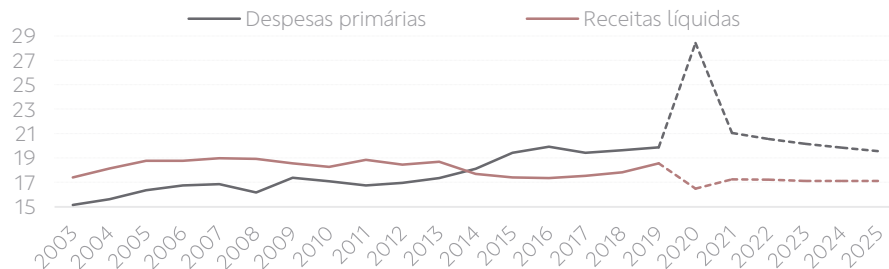
Política fiscal restrita

A situação das contas públicas no Brasil já vinha apresentando um quadro de fragilidade desde 2014, quando as despesas obrigatórias do governo começaram a crescer de forma desequilibrada, puxadas principalmente pelo aumento dos gastos com o pagamento de aposentadorias e pensões. Tal situação se agravou durante a crise de 2015/2016, com a queda da arrecadação causada pela retração da atividade econômica. O teto de gastos, vigente desde 2017, e a reforma previdenciária, aprovada em 2019, representaram grandes avanços em relação à correção deste desequilíbrio fiscal no longo prazo. No entanto, a forte expansão registrada nos gastos públicos em 2020, como resposta à crise econômica causada pelo avanço da pandemia no país, acabou trazendo um impacto bastante negativo para as contas do governo, com um aumento significativo do déficit primário, assim como do nível de endividamento público.

A meta de resultado primário do Governo Central para 2020 previa um déficit de R\$ 124,1 bilhões (1,64% do PIB). No entanto, o Decreto Legislativo nº 6/2020 dispensou o governo do cumprimento das metas fiscais estabelecidas pela Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) para este ano. A estimativa do Tesouro Nacional é de que as medidas para enfrentamento da Covid-19 elevem o déficit primário deste ano para algo na casa de R\$ 844,3 bilhões (cerca de 11,7% do PIB), o que representaria um rombo sem precedentes na história recente.

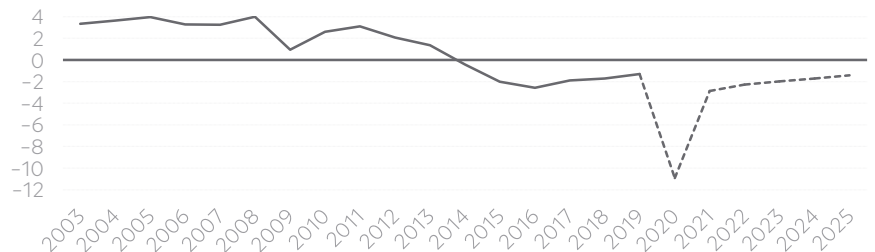
Receitas x Despesas

% do PIB



Déficit Primário

% do PIB



Cenário doméstico

Situação Fiscal | O aumento das despesas obrigatórias, associado principalmente às medidas de enfrentamento à Covid-19, consumiu a totalidade da receita líquida do governo, restringindo, assim, os gastos com custeio e investimentos.

Política fiscal restrita

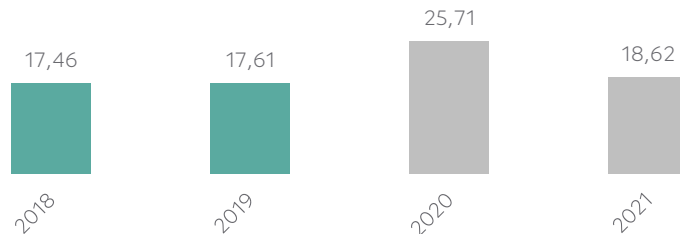
Desde o início da última recessão, em 2015, as despesas obrigatórias, que incluem as despesas com aposentadorias e pensões do INSS e os salários dos servidores públicos federais, vêm consumindo praticamente toda a receita líquida arrecadada pelo governo.

Em 2020, as despesas obrigatórias cresceram consideravelmente em função das medidas de estímulo fiscal para enfrentamento à Covid-19 e, desta forma, comprimiram ainda mais o espaço fiscal para a execução de despesas discricionárias, sobretudo despesas de custeio da máquina administrativa e de investimentos públicos.

A expectativa é de que o nível de despesas obrigatórias do governo passe de 17,61% do PIB, em 2019, para algo na casa de 25,71% do PIB, em 2020. Este aumento das despesas obrigatórias foi, em grande medida, causado pelo pagamento do auxílio emergencial que, mesmo se tratando de uma despesa discricionária, acabou sendo classificada como despesa obrigatória, dado seu caráter emergencial. Tal programa, a princípio, está previsto para vigorar até o final deste ano e sua continuidade em 2021 ainda está em discussão no âmbito político o que, de certa forma, eleva ainda mais a incerteza em relação ao ritmo de recuperação da atividade econômica e a situação fiscal do país no ano que vem.

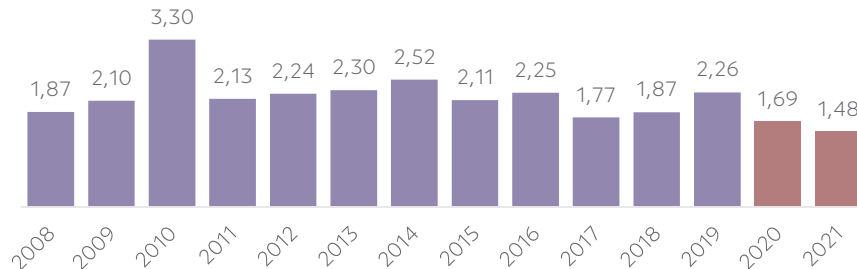
Despesas Obrigatórias

% do PIB



Gastos Discricionários

% do PIB



Cenário doméstico

Situação Fiscal | O aumento do déficit primário, causado pelo incremento das despesas obrigatórias, deve trazer consequências negativas para a trajetória da dívida bruta brasileira.

Impacto negativo na trajetória da dívida bruta

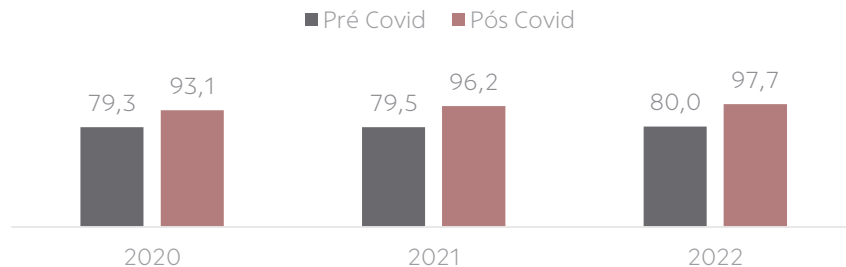
Além da queda na arrecadação decorrente da retração da atividade econômica, as medidas de estímulo fiscal, adotadas como resposta aos efeitos da crise causada pela pandemia de Covid-19 no país, acabaram impactando significativamente o resultado das contas do governo e a trajetória da dívida pública. Tais estímulos compreendem, entre outras medidas, a elevação expressiva das despesas obrigatórias, principalmente em função do pagamento do auxílio emergencial, e a renúncia de alguns tributos como, por exemplo, a isenção temporária de IOF para operações de crédito. Assim, o governo deve encerrar as contas deste ano com um déficit primário de cerca de 11,7% do PIB.

Com isso, a expectativa é de que a dívida bruta do governo geral também se eleve, chegando próximo a 100% do PIB, patamar bem superior à média do endividamento de outros países emergentes (cerca de 63% do PIB). Esta deterioração do cenário fiscal representa um dos maiores obstáculos do país no caminho para retomada do crescimento. O elevado grau de incerteza em torno da evolução da pandemia no Brasil tende a aumentar a pressão política para manutenção dos estímulos, o que poderia piorar ainda mais a o balanço fiscal do governo e a trajetória da dívida pública.

Superada a pandemia, no entanto, a expectativa é de que a agenda de consolidação fiscal seja retomada. Várias propostas já estão na pauta do Congresso e, se aprovadas, devem garantir um maior conforto em relação à sustentabilidade da dívida pública no longo prazo.

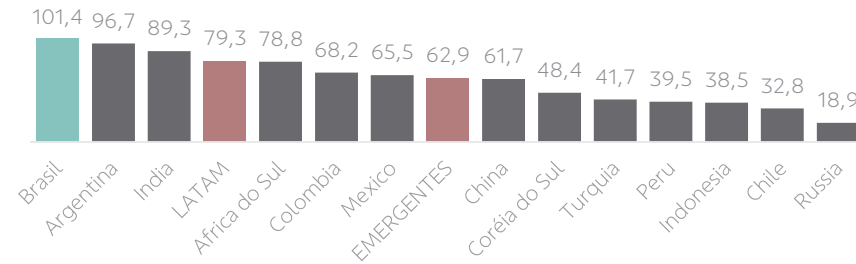
Dívida Bruta do Setor Público

% do PIB (estimativas Instituto Fiscal Independente)



FMI – Dívida Pública Bruta

% do PIB | Estimativa do FMI para 2020 (principais emergentes)



Cenário doméstico

Reformas Macroeconômicas | Para controlar a trajetória expansiva da dívida pública, reformas macroeconômicas serão necessárias. Dentre reformas protocoladas, as PECs do Pacto Federativo e Emergência Fiscal são destaques.

Pacto Federativo

PEC 188/2019

Estabelece medidas de ajuste fiscal aplicáveis ao custeio da máquina pública; modifica a estrutura do orçamento federal; estende a proibição de vinculação de receitas de impostos a qualquer espécie de receitas públicas, ressalvadas as hipóteses que estabelece; permite a redução temporária da jornada de trabalho de servidores públicos como medida para reduzir despesas com pessoal; propõe mecanismos de estabilização e ajuste fiscal quando as operações de créditos excederem as despesas de capital, as despesas correntes superarem noventa e cinco por cento das receitas correntes ou a realização de receitas e despesas puder não comportar o cumprimento das metas fiscais do ente; e cria o Conselho Fiscal da República.

Emergência Fiscal

PEC 186/2019

Institui mecanismos de ajuste fiscal, caso, para a União, as operações de crédito excedam a despesa de capital ou, para Estados e Municípios, as despesas correntes superem 95% das receitas correntes; modifica as medidas para cumprimento dos limites de despesa com pessoal previstos em lei complementar; veda que lei ou ato autorize pagamento retroativo de despesa com pessoal; determina a reavaliação periódica dos benefícios tributários, creditícios e financeiros; veda, a partir de 2026, a ampliação de benefícios tributários, caso estes ultrapassem 2% do PIB; determina a restituição ao Tesouro do saldo financeiro de recursos orçamentários transferidos aos Poderes Legislativo e Judiciário.

Fundos Públicos

PEC 187/2019

Estabelece que a instituição de fundos públicos exija lei complementar e, em relação aos já existentes, obriga que sejam ratificados pelos respectivos Poderes Legislativos, por meio de Lei Complementar específica para cada um dos fundos públicos, até o final do segundo exercício financeiro subsequente à data da promulgação da Emenda Constitucional correspondente, sob pena de extinção do fundo e transferência do respectivo patrimônio para o Poder ao qual ele se vinculava.

Prevê a utilização de recursos não utilizados que estão parados em fundos públicos. Estima-se que existam R\$ 220 bilhões parados em 248 fundos.

Plano de Ajuda Fiscal

PLP 101/2020

Estabelece o Programa de Acompanhamento e Transparência Fiscal (PATF), o Plano de Promoção do Equilíbrio Fiscal (PEF) e altera a regra dos contratos de refinanciamento da união. O chamado "Plano Mansueto", já aprovado pelo congresso no final deste ano, permite que os estados recebam ajuda do governo federal em troca de medidas de ajuste fiscal. Será instituído, ainda, o Programa de Acompanhamento e Transparência Fiscal (PATF), com o objetivo de reforçar a transparência fiscal dos entes federativos e compatibilizar as respectivas políticas fiscais com a da União. Os entes que aderirem ao PATF se comprometem a contrair novas dívidas desde que estas estejam em conformidade com o programa.

Cenário doméstico

Reformas Macroeconômicas | Com menor impacto fiscal no curto prazo, a reforma administrativa encontra-se em debate no congresso. A reforma tributária também é destaque, com duas PECs tramitando e outra proposta do executivo.

Reforma Administrativa

PEC 32/2020

Proposta altera dispositivos sobre servidores e empregados públicos e modifica a organização da administração pública direta e indireta de qualquer dos entes federativos. A reforma não contempla os servidores em exercício e só surtirá efeito nos novos ingressantes após a aprovação da PEC.

Um dos principais pontos da reforma é a criação de período de experiência obrigatório para os futuros ingressantes, sendo necessário alcançar bons resultados em avaliações periódicas.

A estabilidade no serviço público ficará restrita a algumas carreiras específicas sendo necessária a aprovação de lei complementar para a sua definição.

Lei dos Super salários

PL 6726/2016

Lei regulamenta, no âmbito da administração direta e indireta dos entes federativos, a aplicação do limite remuneratório de agentes públicos, aposentados e pensionistas.

Os rendimentos dos servidores, não poderão exceder o salário mensal dos Ministros do Supremo Tribunal Federal percebidos cumulativamente ou não.

Esta legislação tende a ser debatida paralelamente à Reforma Administrativa (PEC 32/2020), com sua aprovação devendo ocorrer também no mesmo período.

Reforma Tributária (A)

PEC 45/2019

Ao menos 3 propostas estão sendo analisadas e o objetivo de todas é simplificar o sistema tributário, unificando impostos. A proposta mais avançada é a PEC 45/2019 que tramita na câmara e prevê a unificação de cinco tributos, sendo eles: IPI, ICMS, ISS, COFINS e PIS.

Todos esses impostos seriam substituídos por um único imposto chamado IBS (Imposto sobre Bens e Serviços) com características de um imposto sobre o valor adicionado (IVA), modelo adotado pela maioria dos países do mundo para a tributação do consumo de bens.

É muito provável que essa PEC contemple as duas outras propostas, a que tramita no senado (PEC 110/2019) e outra do governo (sem tramitação nas casas legislativas).

Reforma Tributária (B)

PEC 110/2019

A proposta que tramita pelo Senado prevê unificação de nove tributos, sendo eles: IPI, IOF, PIS, Pasep, Cofins, CIDE-Combustíveis, Salário-Educação, ICMS, ISS.

Prevê também um imposto seletivo com objetivo arrecadatário, cobrado sobre operações com petróleo e derivados, combustíveis e lubrificantes, gás natural, cigarros, energia elétrica, serviços de telecomunicações, bebidas alcoólicas e não alcoólicas, e veículos automotores novos, terrestres, aquáticos e aéreos.

A proposta ainda contempla outras matérias não previstas na PEC 45, sendo a mais destacada a extinção da CSLL, com sua base incorporada ao Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ).

Cenário doméstico

Reformas Microeconômicas | Não obstante às reformas macroeconômicas, reformas regulatórias e setoriais também estão nos planos do Congresso, visando melhorar o ambiente de negócios no Brasil.

Novo Marco do gás

PL 4476/2020

Dispõe sobre o transporte, a importação, a exportação, a estocagem subterrânea, o acondicionamento, os gasodutos de escoamento da produção, as unidades de processamento, tratamento, liquefação e regaseificação, a distribuição, a comercialização e o plano de contingência para a continuidade do suprimento de gás natural. Altera atribuições do Conselho Nacional de Política Energética e da Agência Nacional do Petróleo. Estabelece punições para o descumprimento de normas relativas à regulação e à comercialização de gás natural.

Aprovado no Senado, com ajustes, a pauta retornou para a Câmara para a apreciação das mudanças efetuadas.

Privatização Eletrobras

PL 5877/2019

Projeto de Lei prevê a desestatização da Eletrobras que seria realizada pela diluição da participação do governo com aumento de capital pela emissão de novas ações com direito a voto (ON – Ordinárias).

A desestatização da Eletrobras ficará condicionada à aprovação da reestruturação societária para manter sob o controle da União as empresas (a) Eletrobras Termonuclear S.A. (Eletronuclear) e (b) Itaipu Binacional.

Também será condição precedente de que qualquer acionista ou grupo de acionistas possa exercer votos em número superior a dez por cento da quantidade de ações em que se dividir o capital votante da Eletrobras.

Marco Legal do câmbio

PL 5387/2019

Projeto unifica cerca de 40 dispositivos legais (Leis, decretos e portarias) e facilita a participação de investidores estrangeiros no mercado brasileiro.

A proposta permitirá o recebimento de ordens de pagamentos do exterior a partir de contas em reais mantidas no Brasil, tituladas por bancos estrangeiros.

Proposta pode abrir caminho, no futuro, para que Pessoas Físicas comuns possam manter contas bancárias em moeda estrangeira no Brasil.

Autonomia do Bacen

PLP 19/2019

Lei prevê o mandato escalonado dos diretores, inibe exoneração sem motivo técnico dos diretores e permite duplo mandato do Bacen, sendo eles (a) o combate à inflação por meio da busca pela estabilidade de preços e (b) a suavização das flutuações da atividade econômica e o zelo pela solidez e eficiência do Sistema Financeiro Nacional.

Outro ponto da lei é que o Bacen passará a ser uma autarquia de natureza especial, não sendo subordinado a nenhum Ministério.

O mandato do presidente do Bacen será de quatro anos, com início no primeiro dia do terceiro ano de mandato do Presidente da República.

Cenário doméstico

Mercado de trabalho | Além de resgatar a saúde fiscal, o Brasil irá enfrentar um outro grande desafio: recuperar o mercado de trabalho. Mesmo que a economia retome o patamar pré-pandemia, o desemprego ainda será elevado.

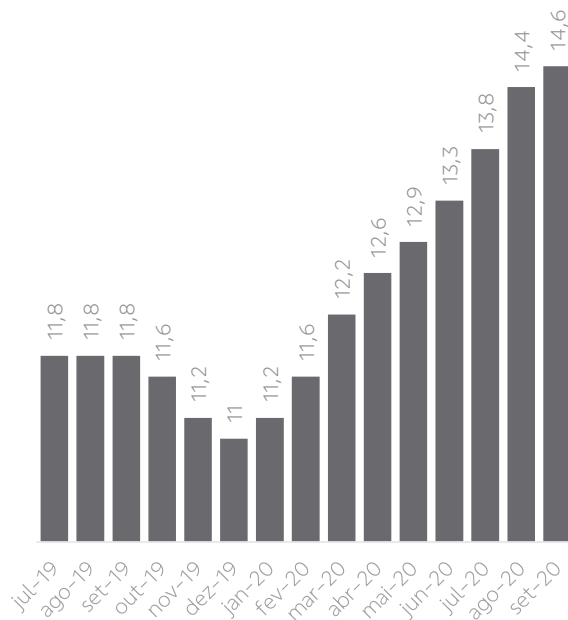
Mercado de trabalho

Apesar dos programas de manutenção de emprego e renda implementados pelo governo, as medidas restrição, adotadas com o objetivo de controlar o avanço da pandemia no país, acabaram revertendo a trajetória de recuperação do mercado de trabalho, que ainda sofria as consequências da crise de 2015/2016. A taxa de desemprego no país atingiu os maiores níveis já registrados na série histórica, mesmo considerando que boa parcela da população economicamente ativa deixou a força de trabalho dadas as condições adversas de empregabilidade, figurando, assim, fora das estatísticas de desemprego.

Dessa forma, ainda que a economia consiga voltar ao patamar pré-pandemia, a taxa de desemprego deve permanecer em níveis historicamente elevados por um longo período pois, à medida que novas vagas de trabalho são geradas, mais pessoas devem retomar a busca por emprego, inflando, assim, a força de trabalho.

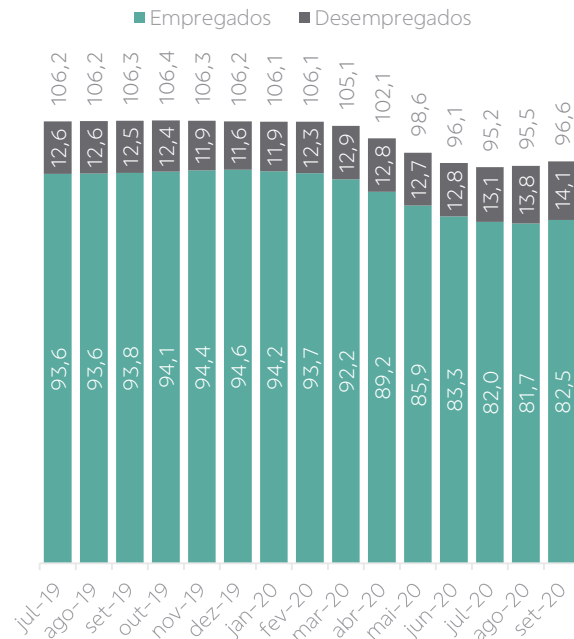
Taxa de Desemprego

% da força de trabalho



Força de Trabalho

milhões de pessoas



Cenário doméstico

Inflação | Com a esperada gradual da retomada da economia e sem mudanças significativas no câmbio, a expectativa é que a inflação de 2021 atinja um patamar próximo da meta estabelecida, de 3,75%.

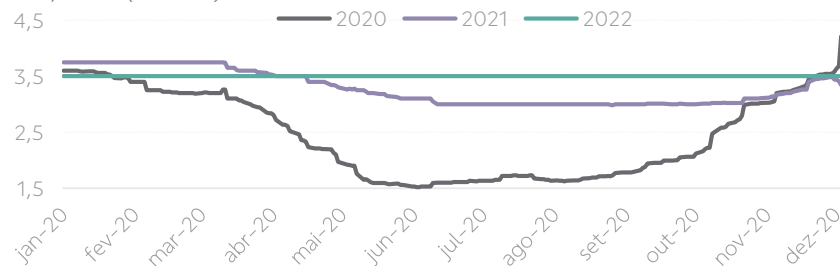
Expectativas de inflação ainda giram ao redor da meta

A inflação medida pelo IPCA deve encerrar 2020 em uma patamar ligeiramente superior à meta perseguida pelo Banco Central (4,0%). A forte desvalorização cambial e o aumento da demanda por alimentos e commodities no mercado externo, após o relaxamento das medidas de restrição e isolamento social em países importadores, acabaram exercendo pressão de alta nos preços de itens no atacado que, em 12 meses, já acumulam elevação de mais de 25%. Tal conjuntura se mostrou bastante favorável para as exportações, sobretudo de alimentos, o que reduziu a oferta destes produtos justamente no momento em que a demanda doméstica por eles subia em função das medidas de estímulos fiscais e monetários, em especial do pagamento do auxílio emergencial.

Nos últimos meses, a forte alta nos preços dos alimentos é o principal fator que vem pressionando o IPCA. Para os próximos meses, no entanto, a expectativa é de que os preços se acomodem e o índice volte a oscilar em níveis mais próximos da meta que, para 2021, foi fixada em 3,75%. A retirada gradual dos estímulos e a deterioração do mercado de trabalho devem limitar o avanço do consumo doméstico. Porém, a expectativa em torno de uma retomada mais acelerada do setor de serviços tem potencial para pressionar os preços para cima.

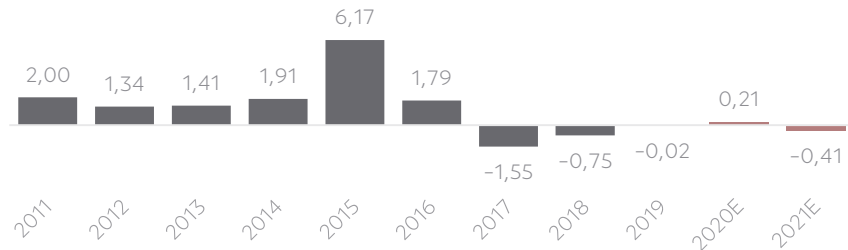
IPCA – Previsões de Mercado

% a.a. / Focus (mediana) – BCB



Inflação – Desvio da Meta

p.p. (a.a.)

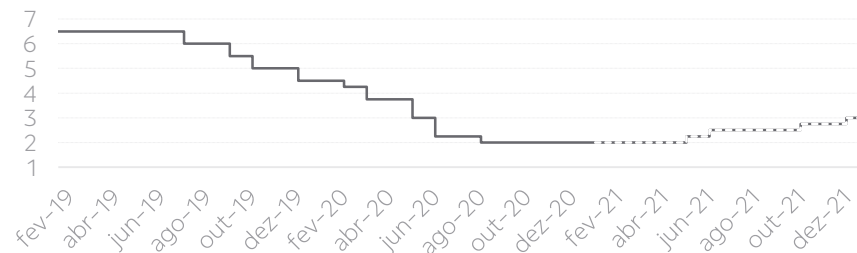


Cenário doméstico

Política monetária | Mesmo com um endividamento elevado, a taxa de juros estrutural do país segue bem abaixo dos níveis históricos. A redução das taxas de juros globais e o maior comprometimento com a agenda fiscal contribuíram para a queda.

Selic

% a.a.



Principais pontos da política monetária

Expectativas de inflação de longo prazo próximas da meta

Flexibilização monetária global como resposta à desaceleração econômica deve ser mantida no curto prazo

Reformas estruturais são necessárias para manter Selic no patamar atual

Selic em patamares historicamente baixos

Alguns fatores estruturais já vinham se consolidando para que o Banco Central promovesse a redução da taxa básica de juros no país. Neste sentido, destacam-se, no âmbito interno, a implementação de importantes mecanismos de controle dos gastos públicos, em especial o teto de gastos e, no âmbito externo, um movimento sincronizado de redução das taxas de juros nas principais economias.

Fatores conjunturais, como a crise econômica decorrente da Covid-19 também contribuíram para uma redução ainda maior da Selic, dada a necessidade de prover estímulos para que a economia voltasse a crescer. Com as expectativas de inflação de longo prazo ancoradas abaixo da meta, o cenário se mostrou favorável para uma queda ainda maior nos juros que, após nove reduções consecutivas, chegou a 2,0% a.a., se estabilizando neste que é o menor patamar de juros já atingido no Brasil.

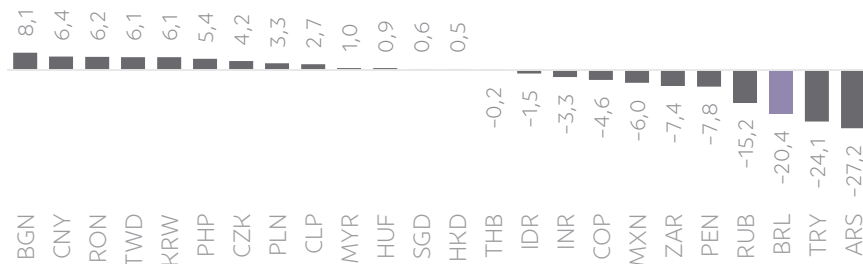
A expectativa de retomada gradual da economia ao longo de 2021 deve levar o Banco Central a retirar, de forma também gradual, os estímulos monetários. O recente choque nos preços de alimentos, no entanto, acendeu o alerta para uma possível aceleração dos preços no médio prazo, o que poderia pressionar o Comitê de Política Monetária (Copom) a antecipar a normalização dos juros. A continuidade da agenda de reformas é um fator chave para a manutenção dos juros em patamares mais baixos. Medidas importantes estão na pauta do Congresso e devem ser discutidas ao longo do próximo ano.

Cenário doméstico

Câmbio | O real foi uma das moedas que mais sofreu perdas frente ao dólar em 2021. O descasamento entre as curvas de câmbio e o risco país se tornaram mais evidentes no ano de 2020.

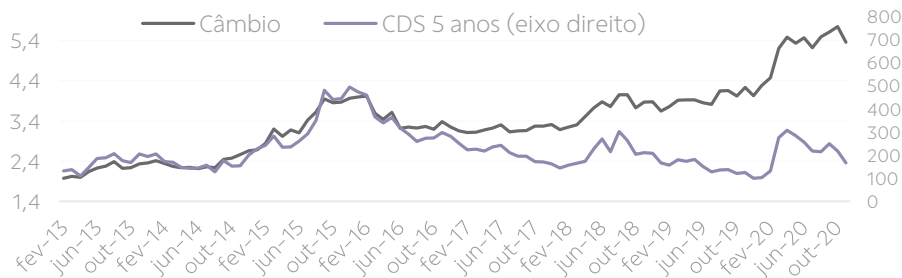
Retorno Cambial (Mercados Emergentes)

% acumulado em 12 meses (Retorno ante USD)



Câmbio e CDS 5 anos

BRL/USD x bps



Moeda mais desvalorizada à frente

Vários fatores contribuíram para que o real apresentasse um dos piores desempenhos globais frente ao dólar. Mesmo com o risco do país, medido pelo CDS de 5 anos, em queda, outros fatores levaram a moeda brasileira a apresentar não apenas uma forte desvalorização, mas também um dos maiores índices de volatilidade. O forte avanço da Covid-19 consolidou o Brasil como um dos países mais afetados pela pandemia no mundo. A preocupação com a questão fiscal, que já vinha no radar dos investidores, foi intensificada na medida em que houve o relaxamento por parte do Congresso em relação ao cumprimento das metas fiscais estabelecidas para o Executivo. Por último, mas não menos importante, a queda da taxa Selic levou os juros no Brasil para níveis inferiores aos de outros pares emergentes, desestimulando o investimento estrangeiro no país. Nas últimas semanas, o otimismo externo com relação ao avanço no desenvolvimento das vacinas contra a Covid-19 e a definição das eleições norte-americanas trouxeram um ambiente mais favorável para países emergentes, levando o real a recuperar parte da perda acumulada no ano. Superada a crise sanitária, a expectativa é de que o país retome as discussões em torno da agenda de consolidação fiscal, o que deve contribuir para a redução das incertezas que pairam sobre a sustentabilidade fiscal do Brasil no longo prazo. Dado o cenário de juros domésticos mais baixos, no entanto, o câmbio tende a se estabilizar em um patamar mais elevado em relação à média dos últimos anos.

Renda Fixa

Dezembro 2020

Juros Domésticos

A Pandemia interrompeu o comportamento favorável das curvas de juros, ao longo do último triênio, aumentando a demanda por prêmios de risco, enquanto o juro real sinaliza continuar abaixo de 3% pelos próximos 10 anos.

Nos últimos três anos, o perfil das curvas do DI Futuro vem refletindo a gradativa melhoria de expectativas com o cenário doméstico, notadamente após a aprovação da Reforma da Previdência, com acentuada redução dos níveis de juros ao longo de toda a estrutura. Entre dez-2018 e dez-2019, este recuo se mostrou acentuado, mas também resultou em certa configuração de dúvida no horizonte do ano seguinte (2020), embutida na precificação dos primeiros contratos.

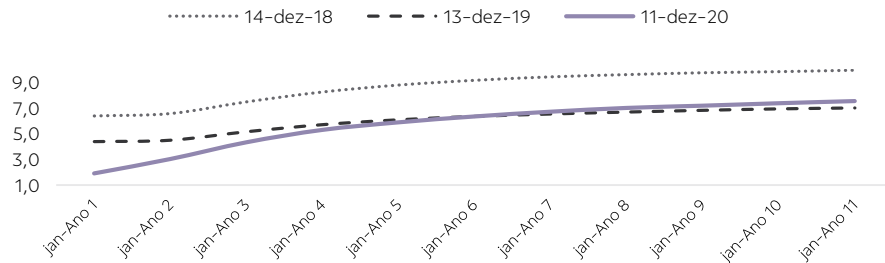
Com a instalação da Pandemia no País, em fev/2020, a curva passou a incorporar um crescente agravamento da percepção de risco, chegando ao presente momento em nível recorde de inclinação positiva, no maior nível desde 2009 (com base no diferencial de *yield* entre o primeiro e o décimo ano, apurado em dezembro de cada ano). Pesam nesta configuração as incertezas associadas ao risco fiscal, que oscilam na medida em que aumentam ou diminuem as perspectivas de gastos do governo em face dos efeitos da Covid-19 sobre a economia e a saúde pública. O mercado aguarda particularmente sinalizações e anúncios oficiais de reformas, administrativa e fiscal, para reduzir os prêmios de risco nos contratos.

O patamar dos juros, portanto, se encontra nos níveis mais baixos do seu histórico, iniciando jan/2021 com *yield* de 1,9% e alcançando 7,8% em jan/2035. Nesta estrutura, os agentes embutem uma expectativa de taxa Selic em 4,5%, para o final de 2021, seguindo elevações gradativas a partir de jun/2021.

Paralelamente, a estrutura da NTN-B aponta para a continuidade dos juros reais em níveis historicamente baixos e inferiores a 4%, ao longo de toda a estrutura (até 2055) e, pelos próximos 10 anos, abaixo de 3%.

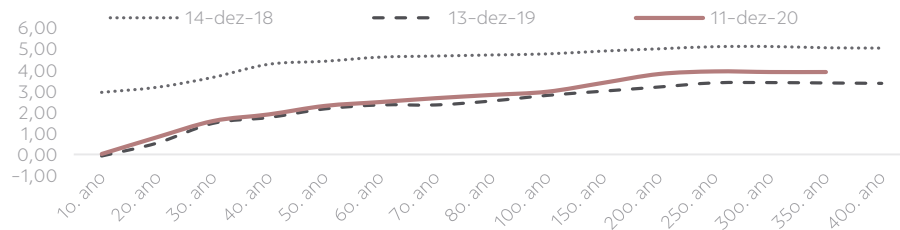
Juros Nominais – DI Futuro

% a/a



Juros Reais pela NTN-B

% a.a.



Inflação

Sob a ótica da precificação de mercado, os *yields* permanecem situando a inflação sob controle, embora elevada, no horizonte dos próximos três anos.

Apesar da recente alta do índice oficial de inflação, as estimativas de mercado calibradas no desconto dos *yields* do DI futuro pela NTN-B apontam para a continuidade do índice de preços dentro das metas definidas pela Autoridade Monetária.

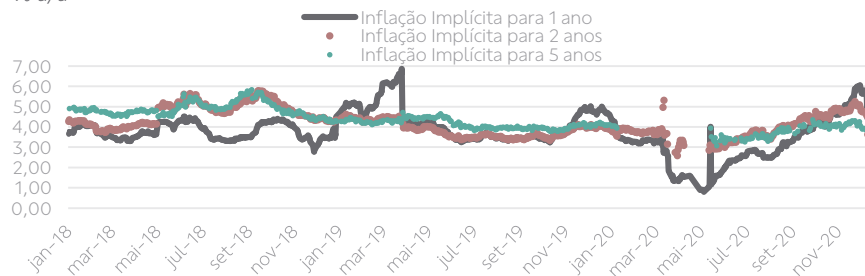
Após ter recuado fortemente no início do ano, assimilando os impactos do enfraquecimento da atividade com a crise do coronavírus, a expectativa inflacionária no horizonte de 1 ano retomou força, atingindo um ápice no início de dezembro, seguindo pressões dos preços de *commodities* e a retomada da demanda doméstica, particularmente em alimentos e bens industriais. Neste ambiente, entre o final de novembro e o início de dezembro, a expectativa de inflação implícita de 1 e de 2 anos chegou a ultrapassar a banda superior da meta, definida para 2021 e 2022.

Contudo, importa ponderar que este breve repique foi acompanhado de um rápido retorno à média, sugerindo uma menor convicção do mercado acerca de sua sustentação em patamar tão elevado.

Dessa forma, sob a ótica da precificação dos mercados, as estimativas de inflação implícita para 2021-2023 permanecem sob controle, apesar de se situarem na banda superior do limite da meta e acima das estimativas apuradas no Relatório Focus (que pontua 3,22% para 2021, 3,50% em 2022 e 3,25% em 2023).

Inflação Implícita (com base na NTN-B)

% a/a



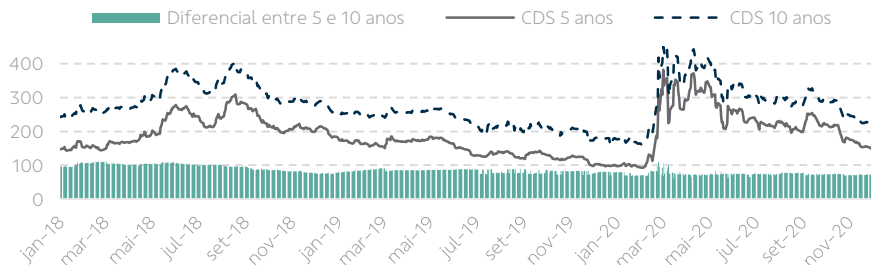
	Inflação implícita	Limite inferior da meta	Centro da meta	Limite superior da meta
2021	4,43	2,25	3,75	5,25
2022	3,64	2,00	3,50	5,00
2023	4,17	1,75	3,25	4,75

Risco País e Câmbio

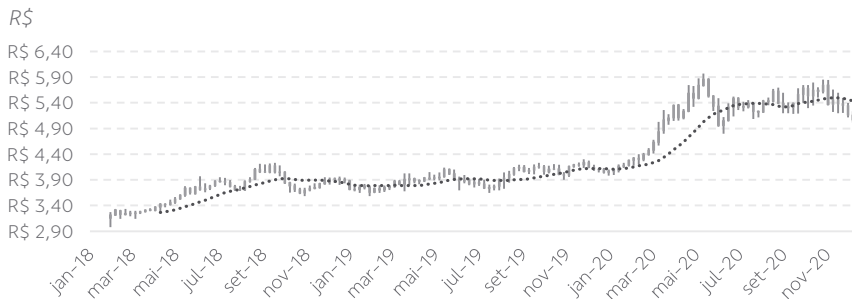
Ainda sob os efeitos da Covid-19, a percepção de risco se abranda, inclusive em horizontes de tempo mais longos, acompanhada de um dólar enfraquecido, que se desloca para patamares mais baixos.

CDS Brasil

Pontos Base



Câmbio (Real/Dólar)



Na virada de 2019 para 2020, a gradativa melhoria da percepção de risco, que vinha acompanhando o processo de reformas, refletia-se no enfraquecimento do CDS soberano, levando sua cotação aos patamares mais baixos do histórico recente do derivativo, como o suporte em 92 pontos atingido em fev/2020. Contudo, após o anúncio do primeiro caso da contaminação por coronavírus no Brasil (em 25/02/2020), o CDS Brasil reverteu sua tendência benigna, com acentuada alta, chegando à máxima em 383 pontos.

No entanto, o comportamento do CDS ao longo de 2020 revela um quadro geral de recuperação, frente ao ápice da crise, notadamente após perder o importante suporte em 213 pontos. Em momentos de estresse, o instrumento pode saltar para os 213 pontos, mas, nesta atual tendência de baixa, sua cotação busca os objetivos gráficos de 134 e 120 pontos.

Ademais, cabe ressaltar que também o diferencial entre os contratos mais líquidos, de 5 e 10 anos, vem se reduzindo, refletindo um menor grau de incerteza de longo prazo.

Ao mesmo tempo, o dólar se encontra em tendência de baixa, buscando os níveis de R\$ 5,10, R\$ 4,80 e R\$ 4,20. Nos primeiros meses do ano de 2021, a volatilidade tende a se manter elevada, ampliando a oscilação da moeda para a banda compreendida entre os níveis de R\$ 5,40 e R\$ 4,80, mas com propensão a orbitar em torno dos R\$ 5,10. Até o final do ano, porém, a tendência primária baixista sinaliza o objetivo gráfico em R\$ 4,20.

Commodities

Dezembro 2020

Commodities

Preços de MF ainda em patamares elevados, mas retornando gradualmente à medida que ocorra a normalização da oferta. Os de **petróleo** devem encontrar um novo equilíbrio próximo a **US\$ 50/barril**, com recuperação na demanda e cortes na oferta.

Minério de ferro



Os preços de MF têm surpreendido o mercado, atingindo o maior patamar em 9 anos, em razão da forte demanda pela *commodity* para atender a retomada acelerada dos investimentos em infraestrutura na China. A oferta segue defasada, principalmente pela redução de produção pela Vale desde o acidente de Brumadinho em 2019. Para 2021, acreditamos que os preços de MF permaneçam elevados, retornando gradualmente para US\$ 95/t no final do ano. O recuo deve seguir em 2022 e estimamos que se estabilize em US\$ 70/t no longo prazo, quando a oferta for normalizada.

Celulose



Preços de celulose seguem pressionados desde 2018, em função da pressão exercida por parte dos chineses, somada ao desequilíbrio entre oferta e demanda, que se intensificou pela crise do Covid-19. Sinais de reaquecimento da demanda na China têm sido mostrados, e os primeiros reajustes de preços começaram a ser implementados nas vendas para o país. Acreditamos que, com a melhora da atividade econômica esperada para 2021, novos aumentos de preços poderão ser aplicados gradualmente. No entanto, em 2022 novas entradas de capacidade poderão desacelerar esse movimento.

Petróleo



Os preços do petróleo tipo Brent devem ter uma média de US\$ 49,00 por barril em 2021, de acordo com a EIA (Energy Information Administration).

A expectativa é que, mesmo com estoques em níveis elevados, haja um aumento da demanda global de petróleo com o fim das restrições de mobilidade, além da produção mais restrita por parte dos membros da OPEP+.

Tal cenário deve seguir favorável para a Petrobras, que tem trabalhado com projetos viáveis de custo a partir de US\$ 35/barril.

Etanol



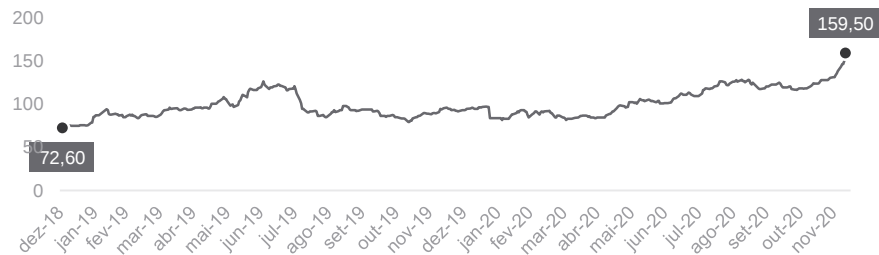
Na safra 2020/21, houve forte queda nos preços e na demanda de combustíveis líquidos no mercado interno. Assim, o volume de etanol produzido na safra 2020/21 até dezembro atingiu 31.761 mil litros, queda de 9% a/a. Dado o contexto de alta nos preços do açúcar nos mercados internacionais e a flexibilidade de parte das companhias brasileiras em direcionar seu mix de produção conforme a conveniência, a expectativa para 2021 é a continuidade de um mix mais açucareiro. Porém, a elevação no preços de petróleo deve melhorar a competitividade do etanol e trazer uma pequena elevação nos volumes.

Commodities

A forte demanda chinesa levou o preço do minério de ferro a ultrapassar a barreira dos US\$ 150/ton. Já o de petróleo, após chegar a ficar negativo durante a crise, se recupera a níveis normalizados com demanda se recuperando e oferta controlada.

Minério de Ferro (62% Fe)

US\$/ton



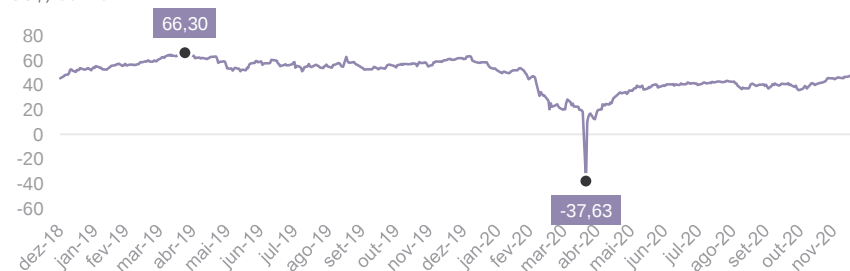
Petróleo (ICE Brent)

US\$/barril



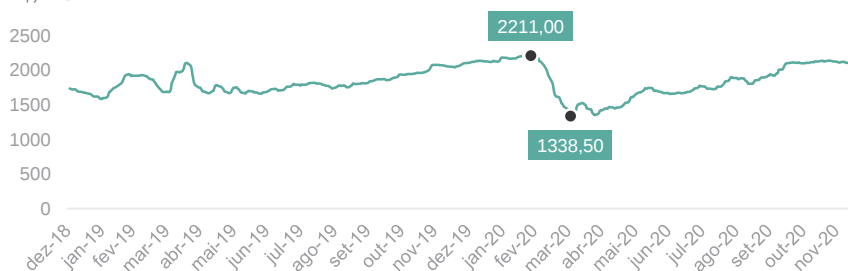
Petróleo (WTI)

US\$/barril



Etanol (hidratado)

R\$/m³



Commodities

A demanda consistente por alimentos, tanto no mercado interno quanto externo, sustenta as perspectivas favoráveis para produção e preços no próximo ano. Condições climáticas, no entanto, permanecem no radar.

Milho



As projeções da Conab apontam para uma produção de 102,6 milhões de toneladas de milho na safra 2020/21 (+0,1% a/a), em uma área plantada relativamente estável. A instituição ainda espera que o consumo de milho seja 4,5% superior ao da safra 2019/20, em função de: (i) expectativa de elevação das exportações; (ii) retomada da demanda por etanol de milho; e (iii) contínua demanda por ração animal. O fenômeno 'La Niña', no entanto, pode atrasar o período de chuvas, impactando a oferta.

Assim, esperamos que os preços do milho sigam elevados em 2021.

Soja



Segundo a Conab, a safra de soja 2020/21 no Brasil deve registrar novos recordes, com produção de 134,5, mi ton (+7,7% a/a), e área plantada 3,3% a/a maior. Esses incrementos nas projeções têm como base (i) a expectativa de aumento da demanda de soja para ração animal, (ii) manutenção do real desvalorizado frente ao dólar, favorecendo as exportações, e (iii) o aumento do consumo de óleo de soja para produção de biodiesel. A USDA projeta uma alta de 7,6% na produção mundial e uma redução nos estoques de 10,3%, o que deve manter os preços ainda altos, em nossa visão.

Açúcar



No Brasil, a produção acumulada de açúcar na safra 2020/2021 atingiu 38,1 milhões de toneladas, volume 44,2% acima da safra anterior. Os preços devem seguir em alta diante das expectativas de menores estoques, devido à menor produção tailandesa e à indefinição em torno do subsídio indiano, embora o mercado já assimile o risco de aumento na produção indiana para 2021/22 e 2022/23, o que já se evidencia na curva de preços futuros. Para a presente safra no Brasil, a combinação de menores estoques globais com a desvalorização do real elevaram os preços em reais à máxima histórica.

Boi Gordo



A elevada demanda internacional por carne bovina e a desvalorização do real favoreceram as exportações brasileiras em 2020. Somado à isso, a menor oferta devido à entressafra de animais no 2S20 contribuiu para a redução da oferta de gado, mantendo os preços do boi em alta.

Como ainda observamos um déficit de proteína animal na China, esperamos que as exportações de carne bovina mantenham a tendência positiva observada em 2020.

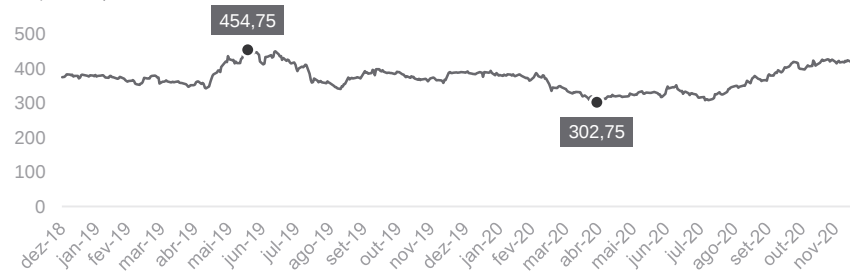
Dessa forma, em nossa opinião, os preços de boi-gordo devem permanecer elevados em 2021

Commodities

Cenário favorável para as exportações em decorrência das perspectivas de recuperação econômica mundial, aliado à redução nos estoques globais, no caso de soja, milho e açúcar, e de déficit de proteína animal, devem manter os preços elevados.

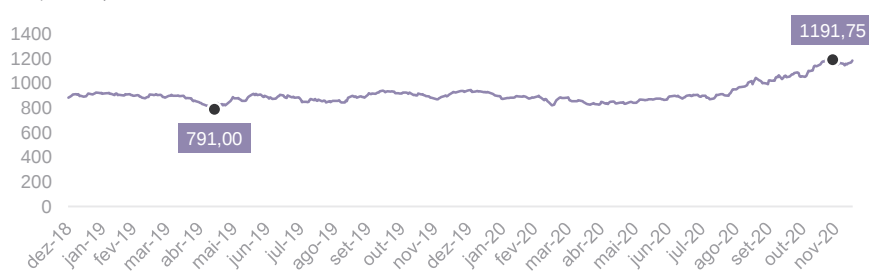
Milho

US\$ cents/bushel



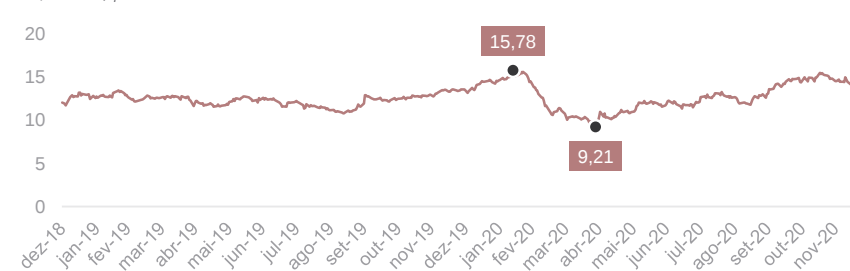
Soja

US\$ cents/bushel



Açúcar

US\$ cents/pound



Gado

R\$/@



Seleção BB 2021

Dezembro 2020

Seleção BB 2021

O Ibovespa deverá avançar refletindo tanto a recuperação econômica doméstica, quanto a global. A maior liquidez internacional e a taxa básica de juros (Selic) baixa serão catalisadores e deverão manter o cenário mais otimista.

Alvo do Ibovespa: 130 mil pontos

O Ibovespa, a nosso ver, tem objetivo preliminar em 130.000 pontos em 2021 – uma potencial de valorização de 10,1% em relação ao fechamento de 18/12/2020. Este patamar advém das expectativas de preços futuros apurados pelos nossos analistas pelo critério de análise *bottom-up*. Esta pontuação tende a ser revista à medida que forem sendo divulgados os resultados das empresas e das condições de mercado que surgirem, e que possam levar a reprecificações dos ativos. Vale ressaltar que o fator decisivo tende a ser o reingresso de capital estrangeiro para a bolsa brasileira. Em 2020, o saldo líquido negativo chegou a R\$ 89 bilhões no início de outubro, mas, com o retorno mais vigoroso a partir de novembro, o resultado do ano recuou para uma saída de R\$ 40 bilhões até 16 de dezembro. Já a liquidez global permanecerá elevada, ainda sob o efeito dos programas de estímulos implementados ao longo de 2020 pelos governos e bancos centrais pelo mundo para enfrentar o covid-19. Em um primeiro momento, a recomposição de portfólios deverá passar por ativos de maior liquidez, e, posteriormente, pelas ações das companhias que mais sofreram em decorrência da pandemia, e que, consequentemente, ficaram demasiadamente descontadas.

Ibovespa e Preço-Alvo BB Investimentos



Seleção BB 2021

Financeiro | Nas suas mais vertentes, o setor financeiro foi resiliente durante a crise, com novos canais facilitados por conta da digitalização. No entanto, o acirramento de competição é um desafio latente às companhias.

Bancos

Neutro



Seleção: **ABC Brasil, BTG Pactual e Itaú Unibanco**

Estamos reticentes em desprezar o potencial de um setor tão robusto quanto o bancário, que mostrou elevada solidez frente à pandemia. Porém, reconhecemos que os desafios à frente são muitos. Não apenas a retomada dos patamares de rentabilidade aos níveis pré-pandemia parece difícil, mas em especial a inadimplência e o incremento da competição são componentes importantes que trazem incerteza à equação.

Meios de Pagamento

Negativo



Seleção: **n.a.**

O ano de 2021 será de continuidade da intensa transformação no setor de meios de pagamento, com crescimento das carteiras digitais, aprofundamento das funcionalidades e regulamentação dos pagamentos instantâneos, e surgimento de novas tecnologias. Para o consumidor final, todo o movimento é positivo, mas as companhias terão grandes desafios, com a extrema competitividade pressionando margens, ainda que os volumes transacionados digitalmente devam crescer.

Resseguros

Neutro



Seleção: **n.a.**

Analogamente aos meios de pagamentos, a indústria de resseguros passa por uma profunda transformação, que envolve estímulos por parte do regulador em busca de um ambiente mais competitivo, o que atrai novos entrantes nativos digitais. Os desafios serão grandes para as atuais participantes defenderem suas participações de mercado, mas por outro lado o ramo de seguros, que se mostrou resiliente à crise, deve continuar crescendo acima do PIB.

Seleção BB 2021

Hard Commodities | A retomada econômica em âmbito global tem favorecido a demanda internacional, com foco na China para minério e celulose, e, domesticamente, observado por meio da retomada em vendas de aço, papel e combustíveis.

Mineração

Positivo



Seleção: **Vale**

Diante do ritmo acelerado da atividade industrial na China e da perspectiva de retomada econômica gradual nos demais países, a demanda de minério de ferro deve permanecer aquecida, contribuindo para a permanência dos preços em patamares elevados.

Em nossa opinião, a Vale continuará se beneficiando deste cenário, com alta rentabilidade e geração de caixa, possibilitando a remuneração do acionistas via dividendos.

Siderurgia

Neutro



Seleção: **n.a.**

A demanda por aço no mercado interno deve permanecer aquecida, em função da recuperação gradual da indústria e investimentos em infraestrutura. Do lado da oferta, as siderúrgicas brasileiras seguem com altos níveis de utilização de capacidade instalada, com espaço para retomada de operações suspensas, a depender do patamar de estabilização da demanda após a retomada econômica. As importações seguem em baixa, com as siderúrgicas chinesas atendendo à demanda local.

Papel e Celulose

Neutro



Seleção: **n.a.**

Embora esperamos uma retomada gradual de volumes de celulose em 2021, preços seguem pressionados, além da valorização do Real, que poderão limitar a receita das empresas.

O cenário para o mercado de papel é mais favorável, com crescimento de volumes e preços mais resilientes. O mercado interno deverá continuar sendo beneficiado pela retomada gradual da economia.

Óleo e Gás

Positivo



Seleção: **Petrobras e BR Distribuidora**

Para 2021, esperamos novas dinâmicas para o setor com a conclusão da venda das refinarias da Petrobras. Além disso, a entrada em operação de dois novos sistemas em 2021 (Mero I e Sépia), sem atrasos, deve refletir a capacidade entregas da Petrobras no contexto de menores investimentos. Já o setor de distribuição de combustíveis deve manter a gradual recuperação do volume de vendas observada desde o relaxamento das quarentenas nos Estados e Municípios.

Seleção BB 2021

Soft Commodities | Apesar de preocupações referente ao clima, a produção de grãos na safra 2020/21 deve registrar novos recordes, enquanto a demanda da China deve seguir forte no setor de alimentos.

Agronegócios

Positivo



Seleção: **SLC Agrícola**

Esperamos que o cenário positivo para o setor do Agronegócio observado em 2020 continue no próximo ano. Segundo dados da Conab, a expectativa é que sejam cultivados 67 milhões de hectares na safra 2020/21 (+1,6% a/a), que devem gerar uma produção recorde de 265,9 mi ton (+3,5% a/a) de produtos agrícolas.

Dessa forma, entendemos que a SLC está bem posicionada para capturar o crescimento esperado no setor.

Açúcar e Etanol

Positivo



Seleção: **São Martinho**

Perspectivas positivas para 2021 corroboradas pela expectativa de menores estoques devido à menor produção tailandesa e a indefinição em torno do subsídio indiano.

Além disso, os preços do açúcar devem seguir em alta, mantendo a atratividade do produto em relação ao etanol.

Alimentos

Positivo



Seleção: **BRF**

Ao nosso ver, os seguintes fatores devem contribuir para manutenção da demanda por carne de frango em 2021: (i) continuidade dos impactos da Peste Suína Africana; (ii) avanço da gripe aviária no continente europeu; e (iii) competitividade dos preços do frango em relação a outras proteínas no mercado interno.

Assim, elegemos a BRF como nossa top pick para o setor em 2021, considerando ainda seu *valuation* atrativo comparado aos pares.

Bebidas

Neutro



Seleção: **n.a.**

Se, por um lado, a expectativa de que a vacina contra o Covid-19 possa estar disponível ainda no primeiro trimestre de 2021 no Brasil é favorável para o setor de bebidas, por outro, uma retomada mais lenta da economia, com impacto no nível de emprego e renda, pode prejudicar o desempenho do setor, que é muito sensível a fundamentos macroeconômicos.

Assim, temos uma visão menos construtiva para o setor em 2021.

Seleção BB 2021

Infraestrutura | O aprimoramento regulatório visando maior participação do capital privado, em conjunto com o reequilíbrio das concessões, permitirão que o setor contribua na recuperação econômica e no aumento da produtividade do país.

Energia Elétrica

Neutro



Seleção: **Alupar**

As geradoras encontram caminho para expansão no mercado livre, por meio das fontes renováveis (eólica e solar), mesmo frente à ainda fraca demanda. As transmissoras aproveitam o crescimento contratado nos leilões ocorridos entre 2016 e 2019, com entradas operacionais no horizonte. Enquanto isso, as Distribuidoras buscam junto ao órgão regulador como manter o equilíbrio econômico das concessões após o impacto decorrente da pandemia.

Saneamento

Positivo



Seleção: **Copasa**

Com o novo Marco Regulatório do Setor em 2020, é aguardado para 2021 a apreciação dos vetos presidenciais e a divulgação das diretrizes regulatórias complementares pela ANA (Agência Nacional de Águas). Ao final de 2020, houveram leilões bem sucedidos de PPPs que iniciarão o primeiro ciclo de investimentos neste novo ambiente. O calendário de 2021 inclui o processo de revisão tarifária para as três companhias listadas do setor.

Transportes

Positivo



Seleção: **Ecorodovias, Localiza e Simpar**

As empresas de locação de veículos têm beneficiado da mudança de comportamento que substitui a posse pela locação do carro/frota. As concessões de rodovias tiveram perdas substanciais em função do isolamento social, e deverão ser compensadas pelas cláusulas dos contratos de concessão. O setor aéreo deve recompor 100% da malha doméstica, e a demanda por voos internacionais pode ganhar tração no segundo semestre de 2021.

Bens de Capital

Positivo



Seleção: **Tupy e WEG**

Para 2020, esperamos recuperação gradativa para Indústria Automotiva, e consistente para Máquinas e Equipamentos, fundamentada na sólida demanda por segmentos essenciais, somada à retomada econômica, diante do avanço no Programa de Vacinas contra o Covid-19, e aos estímulos nos EUA e Europa. O alerta fica sobre a pressão de margens, mesmo diante de indicadores industriais positivos e da potencial retomada de investimentos.

Seleção BB 2021

Consumo | Apesar das boas perspectivas quanto à disponibilização de vacinas contra o Covid-19, setor segue pressionado em decorrência do fim do auxílio emergencial e alta taxa de desemprego.

Varejo

Neutro



Seleção: **Centauro e Magazine Luiza**

Perspectiva neutra, tanto para o varejo cíclico, quanto para o anticíclico. Enquanto, por um lado, a disponibilização de vacinas contra o Covid-19 e a manutenção da taxa de juros em patamares historicamente baixos devem contribuir para a manutenção do comércio físico aberto e a concessão de crédito, por outro, o atual cenário com alta taxa de desemprego combinado com o fim do auxílio emergencial prejudicam a massa de rendimentos e, consequentemente, o consumo.

Imobiliário (Construtoras)

Positivo



Seleção: **Cyrela e MRV**

Perspectiva positiva diante da manutenção das taxas de juros para financiamento imobiliário em patamares historicamente baixos, a despeito da possível deterioração da economia doméstica após o fim do auxílio emergencial e do programa para preservação de renda e empregos. O segmento de baixa renda deve ser favorecido pelo desenvolvimento do novo programa habitacional Casa Verde e Amarela, e eliminação das interrupções observadas nos últimos anos.

Imobiliário (Shoppings)

Positivo



Seleção: **brMalls**

Perspectiva positiva em função da chegada da vacina contra o Covid-19, o que permitirá que os shoppings permaneçam abertos e haja incremento do fluxo de pessoas nos estabelecimentos. Como contraponto, destacamos que o aumento do desemprego, a diminuição da renda e a queda na confiança do consumidor devem afetar as vendas dos lojistas, as quais, ainda assim, devem vir superiores na comparação anual.

Educação

Neutro

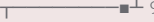
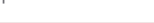


Seleção: **Yduqs**

Perspectiva neutra para o setor educacional, em razão do cenário econômico ainda desafiador, apesar de a proximidade da vacinação contra o Covid-19 renovar as expectativas de um ano de recuperação. O crescimento do ensino digital foi um legado positivo da pandemia e cursos híbridos devem ganhar a preferência dos alunos. Empresas consolidadoras e com vantagens de escala podem se beneficiar em um setor ainda bastante fragmentado.

Seleção BB 2021

Sumário das empresas selecionadas.

Empresa	Ticker	Último Fechamento	Intervalo de Preço	Variação 1 ano	Preço-alvo Dez/2021	Potencial de Valorização	Valor de Mercado R\$ milhões
BANCO ABC BRASIL	ABCB4	15,56	10,7  23,8	-20,3%	19,20	23,4%	3.437
ALUPAR	ALUP11	26,64	19,6  30,7	-2,5%	28,00	5,1%	7.807
BANCO BTG PACTUAL	BPAC11	90,07	25,5  93,9	19,7%	100,20	11,2%	81.445
PETROBRAS DISTRIBUIDORA	BRDT3	22,96	13,2  31,5	-21,4%	23,50	2,4%	26.748
BRF	BRFS3	22,07	11,5  37,2	-35,7%	27,00	22,3%	17.931
BR MALLS	BRML3	10,39	7,5  19,5	-41,2%	13,80	32,8%	9.072
GRUPO SBF	CNT03	29,95	14,7  54,1	-9,7%	36,20	20,9%	7.245
CIA SANEAMENTO MG	CSMG3	16,05	9,5  21,2	-15,0%	20,25	26,2%	6.103
CYRELA BRAZIL REALTY	CYRE3	28,88	11,2  34,4	-2,8%	29,00	0,4%	11.545
ECORODOVIAS	ECOR3	13,00	8,0  19,2	-16%	19,00	46,2%	7.263
ITAU UNIBANCO	ITUB4	31,66	20,0  37,7	-11,9%	34,40	8,7%	292.450

Seleção BB 2021

Sumário das empresas selecionadas.

Empresa	Ticker	Último Fechamento	Intervalo de Preço	Variação 1 ano	Preço-alvo Dez/2021	Potencial de Valorização	Valor de Mercado R\$ milhões
MAGAZINE LUIZA	MGLU3	24,52	6,3  28,3	102,1%	34,70	41,5%	159.354
MRV ENGENHARIA	MRVE3	19,64	9,1  22,8	-8,8%	22,30	13,5%	9.466
PETROBRAS	PETR4	28,10	10,9  31,2	-8,0%	30,00	6,8%	370.420
LOCALIZA RENT A CAR	RENT3	66,71	20,6  70,0	44,9%	69,20	3,7%	50.597
SIMPAR	SIMH3	30,25	9,6  36,8	22,8%	37,10	22,6%	6.237
SAO MARTINHO	SMT03	26,05	11,3  29,9	14,3%	28,00	7,5%	9.222
SLC AGRICOLA	SLCE3	26,68	17,2  28,5	15,9%	30,00	12,4%	5.085
TUPY	TUPY3	21,58	10,2  27,3	1,2%	31,00	43,7%	3.111
VALE	VALE3	87,80	32,5  88,4	64,2%	99,00	12,8%	463.977
WEG	WEGE3	72,87	25,1  87,2	115,0%	94,00	29,0%	152.929
YDUQS	YDUQ3	33,20	20,1  57,6	-31,0%	46,00	38,6%	10.262

Riscos

Internamente, destaque para a questão da equalização do déficit fiscal e o temor de rompimento do teto de gastos. Externamente, reveses comerciais entre Estados Unidos e China; e, sobretudo, a eficácia da vacina contra o Covid-19.

Eventos alternativos em relação ao nosso cenário base

Internos

Equalização do déficit fiscal

Rompimento do teto de gastos

Elevação na inflação mais rápida do que o esperado, antecipando o movimento de elevação na taxa de juros

Manutenção do teto de gastos

Reformas aquém das expectativas de mercado

Externos

Reveses comerciais entre EUA e China

Elevação de impostos nos Estados Unidos, limitando um ímpeto maior de recuperação

Mesmo com a liberação de vacinas, fraca ou lenta atividade econômica global

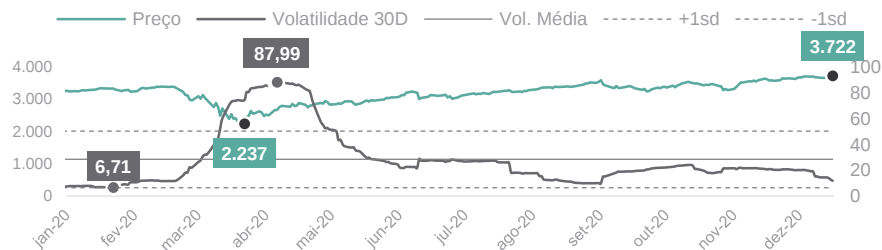
Baixo consumo, com população evitando gastos, mesmo com taxa de juros global em baixo patamar

Crescimento das principais economias mundiais aquém do esperado

Desvalorizações nos preços de commodities – que poderiam afetar as reações econômicas de países emergentes

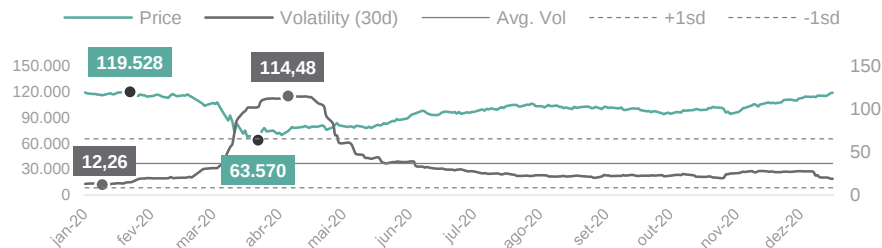
S&P

Eixo esquerdo (pontos), eixo direito (%)



Ibovespa

Eixo esquerdo (pontos), eixo direito (%)



Setor Financeiro

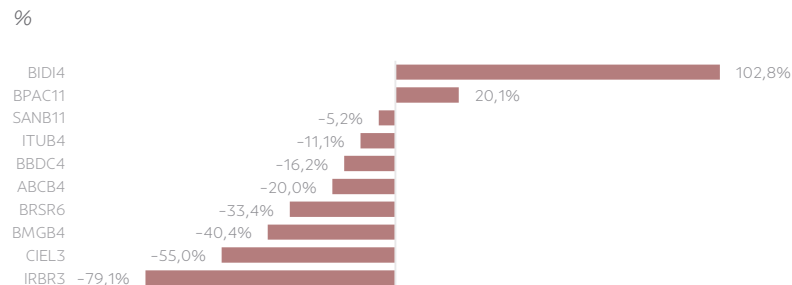
Dezembro 2020

Setor Financeiro

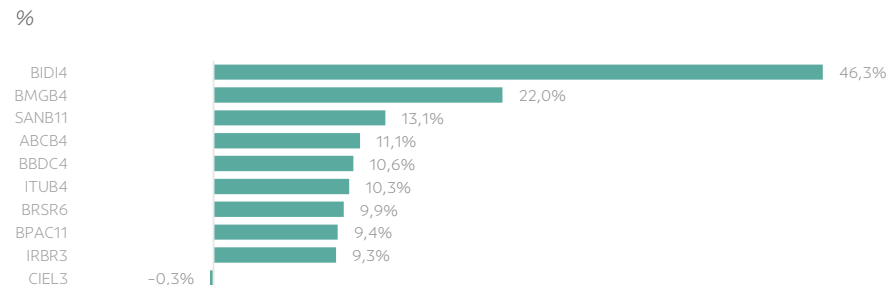
Indicadores de mercado de empresas selecionadas. Seleção: ABCB4, BPAC11 e ITUB4.

Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2021 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	P/L 2021e	P/L Média 5 anos	P/VP 2021e	P/VP Média 5 anos	ROE 2021e
BANCO ABC BRASIL SA	ABCB4	15,56	19,20	23,4%	Compra	3.437,1	8,3	5,8	0,7	0,7	11,2
BANCO BRADESCO SA-PREF	BBDC4	27,22	26,30	-3,4%	Compra	229.605,5	10,2	8,6	1,5	1,5	16,8
BANCO INTER SA-PR	BID14	31,64	11,89*	-62,4%	Neutra	24.582,0	175,7	68,2	3,1	4,5	15,5
BANCO BMG S.A.-PREF	BMGB4	5,83	7,50*	28,6%	Neutra	3.448,3	6,4	6,2	0,8	0,8	13,3
BANCO BTG PACTUAL SA-UNIT	BPAC11	90,07	100,20	11,2%	Compra	81.444,5	18,4	9,9	2,8	1,5	16,4
BANCO ESTADO RIO GRAN-PREF B	BRSR6	13,91	18,00	29,4%	Compra	6.049,9	6,3	5,6	0,6	0,7	14,9
ITAU UNIBANCO HOLDING S-PREF	ITUB4	31,66	34,40	8,7%	Compra	292.449,9	12,7	9,2	2,1	1,8	19,4
BANCO SANTANDER BRASIL-UNIT	SANB11	43,84	44,00	0,4%	Compra	161.328,8	12,1	10,1	1,9	1,6	18,6
CIELO SA	CIEL3	3,75	-	-	Revisão	10.188,1	12,5	11,9	1,0	3,0	13,3
IRB BRASIL RESSEGUROS SA	IRBR3	7,39	5,20	-29,6%	Neutra	9.369,7	27,1	15,9	1,6	4,5	29,1

Performance em 2020



Performance 1 mês



Setor Financeiro

A rápida resposta à crise e a transformação digital catalisada pela pandemia provou a solidez dos bancos, mas ciclo de inadimplência e ambiente competitivo adicionam incertezas ao setor

Mas o pior já passou?



Podemos afirmar com certo conforto que, após queda nos patamares de rentabilidade vista em 2020 por conta das despesas com provisões, **o ano de 2021 deve ser de retomada para o setor bancário.**

Não apenas estamos diante de conglomerados que aceleraram sua digitalização e estão prestes a colher resultados melhores por meio de ganhos de **eficiência** a partir da economia com estrutura física, mas também temos no horizonte a tendência de processo de normalização de juros no Brasil, favorecendo as receitas tanto do lado do **crédito** quanto em **tesouraria**.

No entanto, os principais desafios mapeados – a inadimplência no curto prazo e a competitividade no longo prazo – permanecem no radar.

Para lembrar...

Setor absorveu mais fortemente impactos dos mercados...

O ano de 2020 foi de fortes emoções para praticamente todos os setores da economia, e com o setor financeiro não foi diferente. Com a eclosão da pandemia em março, o mercado precipitou sobre os bancos a incerteza extrema quanto à duração da crise, e a provável espiral de calotes advinda de praticamente todos os agentes econômicos em face da iminente disrupção de cadeias produtivas à medida que a estrutura global como a conhecíamos ia diariamente se desfigurando.

O rebote foi rápido e vigoroso. Passados dois meses de grande apreensão vimos inúmeros setores se recuperarem à medida que o planeta se adaptava e entendia as nuances do “novo normal”. Mas, para o setor financeiro, a recuperação não veio imediatamente. Na nossa visão, os investidores precisavam entender melhor os impactos dos arranjos econômicos antes de tornar a apostar em um setor que, além dos próprios desafios com que começara o ano, deparava-se como catalizador da incerteza dos mercados.

...mas comprovou solidez e capacidade de adaptação

Apenas após os resultados do 3T (divulgados em out-nov) que algum ânimo foi se costurando, período no qual ficaram claras dinâmicas mais favoráveis do que o esperado quanto à inadimplência em meio a repactuações e prorrogações concedidas a uma massa de clientes.

Nesse ínterim, uma verdadeira transformação ocorreu no setor, com aceleração ainda mais vertiginosa da adaptação dos negócios presenciais para o online para além do que já vinha sendo desenhado. Entendemos que os desafios que da pandemia, de fato, instigou os bancos – especialmente os grandes – a repensar suas estruturas, formas de trabalho e, principalmente, suas relações com os clientes, que agora estavam mais do que nunca no ambiente virtual, e com novas necessidades.

Setor Financeiro

Agenda regulatória privilegia melhores serviços, gerando maior competitividade no setor e consolidação espaço dos novos entrantes. Em paralelo, eventuais obstáculos à retomada econômica poderiam levar inadimplência a patamares críticos

Competição estimulada via regulação

Calendário do Bacen implica em mudanças estruturais...

Em 2020, tivemos uma amostra do comprometimento do regulador com o tema competitividade, ao iniciar os trabalhos do **PIX**. O serviço, que contou com adesão massiva, já coloca em xeque a linha de **receitas com tarifas** de transferências dos bancos ao tornar obsoletos serviços como DOC e TED, e deve aos poucos também se consolidar como substituto à modalidade débito no ecossistema de meios de pagamento, ameaçando as maquininhas.

Para 2021 a próxima investida deve ser ainda mais impactante, com o **Open Banking**. Na prática, ao transferir para os clientes das instituições o poder sobre suas informações, sua intercambialidade cria um ambiente no qual a oferta de serviços passa a ser mais customizada, de menor risco, e portanto mais barata e veloz, ou seja, de extrema competitividade.

...ambiente que pode estimular movimentos societários

Isso cria espaço para que os novos entrantes se consolidem nesse mercado, movimento que deve estimular os grandes conglomerados a elevar seu apetite por parcerias e aquisições.

A expressão “disrupção”, que predominava no imaginário dos investidores quando se falava em mercado bancário tradicional frente competidores nativos digitais gradualmente vem sendo substituída pelo termo “parcerias.” Fica cada vez mais evidente nos discursos de ambos que, apesar de forças isoladas, foi identificado que um lugar ao sol no ecossistema bancos e serviços financeiros será garantido àqueles que conseguirem agregar ao seu cliente nada aquém do melhor em relação à experiência – e o desafio de fazê-lo sozinho cresce na mesma velocidade da transformação.

Níveis de provisionamento no radar



Os números do 3T relativos à inadimplência nos levam a crer que as provisões constituídas ao longo de 2020 são suficientes para o volume de calotes que se aproxima. Entretanto, não devemos subestimar potenciais **impactos de uma retomada mais lenta** da atividade.

Ainda suscetível a novas medidas de restrições, uma segunda onda da pandemia no Brasil ou ainda o atraso no calendário de imunização poderiam manter o desemprego em nível elevado, aprofundando a criticidade da inadimplência além dos níveis esperados pelos bancos.

Setor Financeiro

O crédito foi e continuará sendo arma importante no arsenal do governo para o enfrentamento dos efeitos adversos da pandemia, com os bancos sendo os canais mais relevantes para o escoamento de tais iniciativas

Crédito bancário

Alternativas aos auxílios do governo, linhas podem contar com garantias mais robustas

— Ao contrário da crise de 2008, quando as instituições financeiras foram epicentro do problema, em 2020 elas foram parte da solução. Graças a um esforço conjunto entre bancos e governo, famílias e empresas puderam acessar crédito e programas de auxílio para o enfrentamento da pandemia, incluindo linhas subsidiadas, garantidas em grande parte pelo Tesouro, o que significou uma irrigação da economia na forma de estímulos financeiros.

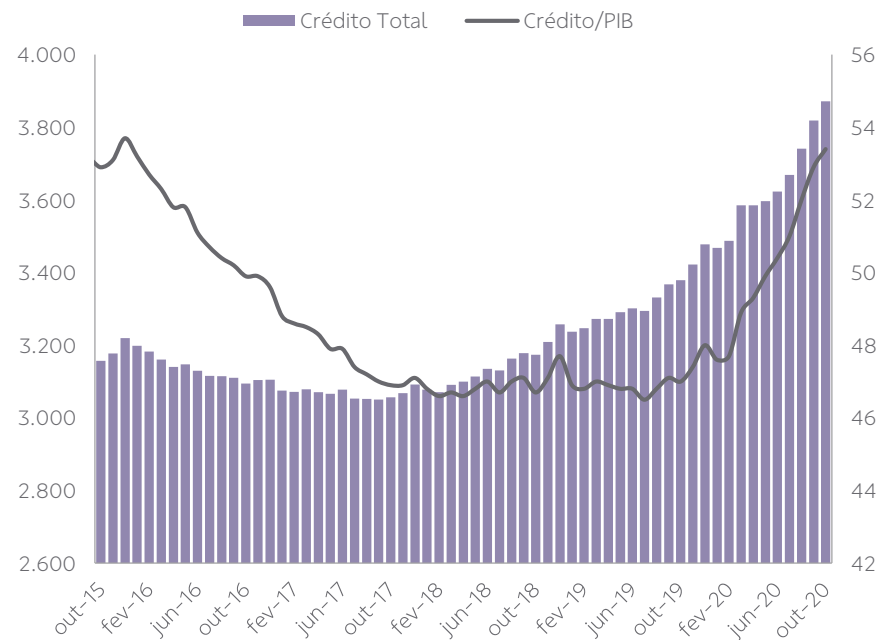
— Para 2021 o crédito tende a permanecer como um instrumento para o aquecimento da economia, especialmente após o término do auxílio emergencial. Estima-se que especialmente o Programa Nacional de Auxílio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Pronampe) – com mais de R\$ 30 bilhões liberados ao longo de 2 rodadas – deva retornar, ainda que com roupagem diferente (juros maiores e garantia menor).

— Além disso, notícia-se que novas linhas de microcrédito capazes de amparar empreendedores individuais que passarão a estar desassistidos pelo auxílio emergencial estão sendo estudadas, e o Programa Emergencial de Acesso a Crédito (PAEC), que começou recentemente, deve ter efeitos ao longo de 2021, mesmo que seja descontinuado este ano.

— Novas modalidades de crédito devem surgir também para o público geral, envolvendo garantias até então inacessíveis, como previdência complementar, e imóvel próprio (hipoteca reversa).

Estoque de crédito e PIB

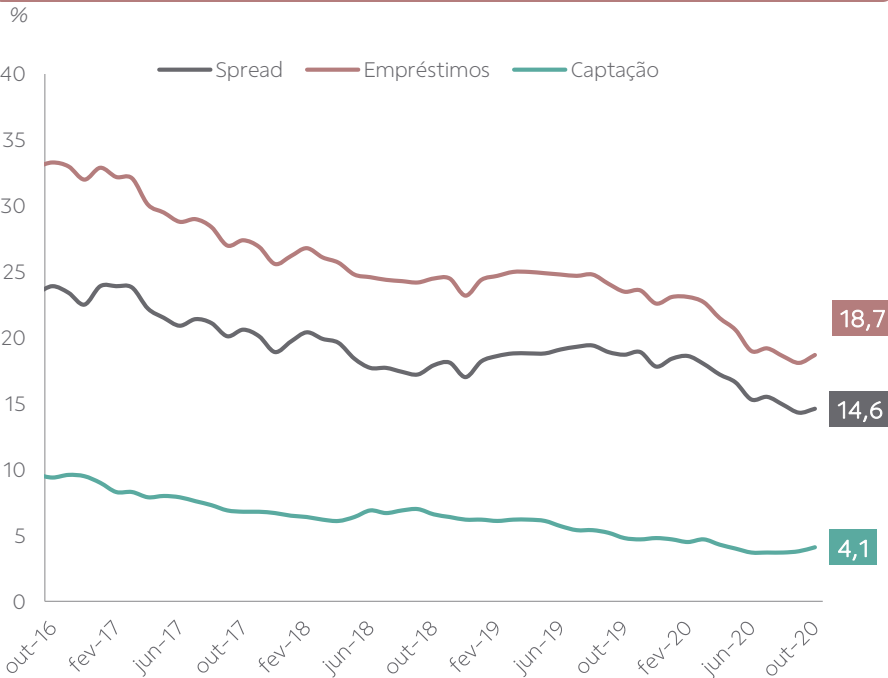
R\$ bilhões em %



Setor Financeiro

O *spread* bancário deve continuar sob pressão após queda ao menor nível histórico. Eventual recomposição torna-se mais provável apenas a partir do início do processo de normalização (aumento gradual) dos juros no Brasil

Spread



Crédito x *spread*

Crescimento da carteira ajuda a compensar pressão sobre spreads

— Ao longo de 2020, os *spreads*, que já vinham sendo comprimidos pelo ambiente de juros declinantes, registraram mínima após mínima à medida que os juros seguiam em trajetória de queda. Em paralelo, os bancos passaram a priorizar linhas de crédito menos rentáveis diante da incerteza no horizonte.

— Foi apenas após o 3T que alguma recomposição no *spread* foi vista, ainda que timidamente, ensejando a abertura de algum espaço para recalibragem na precificação dos empréstimos por parte dos bancos, diante do cenário de inadimplência que se avizinha.

— De maneira geral, o forte crescimento da carteira de crédito vivenciado ao longo do ano contrabalanceou a queda do *spread*, o que manteve as receitas de juros dos bancos fortes, mesmo diante do cenário de deterioração da atividade. Esse crescimento foi crítico na composição do resultado dos bancos, que viram suas receitas com serviços caírem drasticamente no auge do período de distanciamento social com o fechamento de agências.

— Para 2021, **esperamos uma ligeira recomposição do *spread***, oriunda principalmente do incremento das taxas médias de aplicação, tendo em vista a crescente consolidação de um cenário de normalização (aumento gradual) dos juros básicos no Brasil.

Setor Financeiro

A inadimplência na mínima histórica esconde um represamento de calotes por conta das medidas de alívio para o enfrentamento da pandemia. Consenso é o de uma escalada iminente, mas com espaço para controle

Dinâmica da inadimplência

Colchão de provisões formado ao longo de 2020 será trunfo dos bancos em 2021

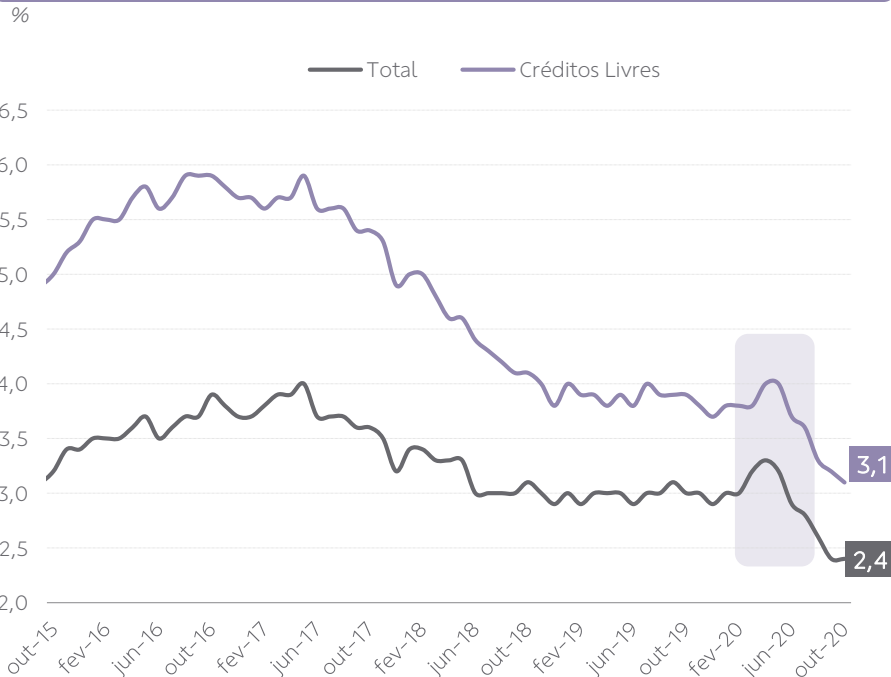
— Apesar das mazelas econômicas trazidas pela pandemia, incluindo o significativo esfriamento da atividade e incremento da taxa de desemprego, a inadimplência registra queda ao seu patamar mínimo histórico, após uma ligeira escalada logo no início da crise.

— Esta dinâmica ocorre por conta das prorrogações e renegociações proporcionadas pelos bancos aos seus clientes (PFs e PJs), no âmbito das medidas de alívio financeiro para o enfrentamento do período. Ao desonerar os clientes dos pagamentos dos empréstimos, na prática aqueles clientes que se tornariam inadimplentes permaneceram em dia, e assim passamos a ter um dado que não reflete a realidade temporariamente.

— O verdadeiro reflexo dos calotes será visto a partir dos dados de novembro (a serem divulgados no final de dezembro), já que boa parte das prorrogações começou a vencer em outubro. Dado que a economia não apresenta sinais de retomada vigorosa e o mercado de trabalho permanece desaquecido, existe o consenso de que a inadimplência deve escalar nos próximos meses, atingindo seu pico ao longo do 1S21.

— A boa notícia é que, de acordo com os resultados do 3T publicados pelos bancos, as provisões para calotes constituídas ao longo de 2020 devem ser suficientes para a cobertura da inadimplência futura, que não deve se equivaler ao pico visto durante a crise brasileira de 2016/2017.

Operações em atraso acima de 90 dias (INAD-90)



Seleção Setor Financeiro: Banco ABC Brasil

Avenida de crescimento com segmentos empresarial e middle, postergada por conta da pandemia, retornou com força já no 3T20. Retomada de rentabilidade, no entanto, dependente da melhora do ambiente macro

Tese de investimentos

Explorando nichos mais rentáveis

— Acreditamos que a estratégia do ABC Brasil de reforçar sua atuação nos segmentos empresarial e, especialmente, *middle*, em detrimento do ramo *large corporate*, é promissora. Mesmo sendo ramos supostamente mais arriscados, entendemos que são mercados nos quais o banco pode atuar com maior grau de competitividade, aplicando sua expertise em busca de um mix mais rentável, sem perda significativa de qualidade na carteira.

— As provisões mais conservadoras são a evidência de que o sinal amarelo ainda predomina no ABC (e no ambiente bancário como um todo), mas o balanço do 3T já mostrou sinais que ensejam confiança de que o pior já passou quando comparado ao 2T. Assim, entendemos que a retomada da estratégia de crescimento no *middle* possa render bons frutos já nos próximos trimestres, ainda que de forma ousada e altamente dependente da retomada econômica (ou ausência de surpresas desagradáveis) de fato.

Riscos

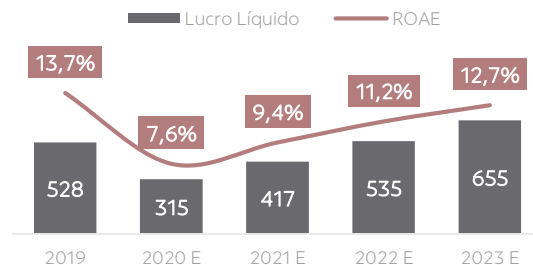
(i) execução: atrasos no plano de expansão podem comprometer rentabilidade esperada.

(ii) dinâmica do ambiente competitivo: movimentos de fusões e aquisições envolvendo empresas do setor podem aumentar a competitividade de pares e reduzir suas vantagens relativas do ABC Brasil.

(iii) distanciamento social: medidas adicionais de fechamento do comércio físico pelos governos poderiam prejudicar os negócios de clientes-alvo e elevar a inadimplência.

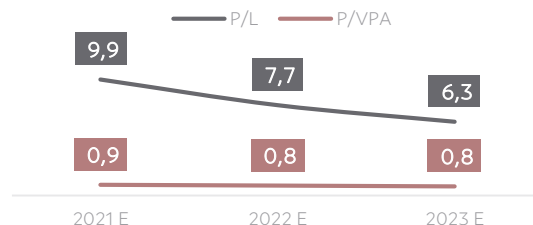
Estimativa de lucro líquido e ROAE

R\$ milhões e %



P/L e P/VPA projetados

Base preço-alvo 2021



Seleção Setor Financeiro: BTG Pactual

Com diversas frentes de expansão em andamento graças à estratégia digital, histórico de entrega consistente e alinhamento de incentivos no DNA, o BTG tem tudo para continuar crescendo acima do mercado

Tese de investimentos

— Vemos o BTG com bons olhos por conta de promessa de resultados mais robustos nos próximos períodos, graças a (i) investimentos significativos em diversas frentes, (ii) aceleração da estratégia de varejo digital por meio da sua plataforma – que carrega um potencial de cross-sell (venda cruzada) em produtos bancários – além de (iii) um renovado foco em linhas de crédito corporativo, inclusive com expansão de quadro funcional para tal.

— Adicionalmente, o BTG encontra-se capitalizado, com fome de crescimento tanto orgânico quanto inorgânico – a compra da Necton Corretora em 26/10 e de importantes escritórios de agentes autônomos são grandes exemplos –, abrindo novas avenidas de crescimento via crédito e mercado de capitais, com estrutura operacional adaptável e meritocrática. De fato, tudo para ser um nome altamente beneficiado da retomada e estabilização dos negócios pós-covid.

Riscos

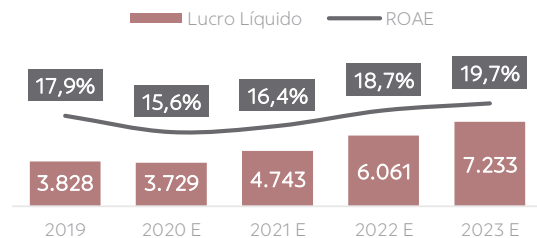
(i) janelas de emissões: eventos que possam impactar negativamente as janelas de emissões no mercado de capitais produzem impacto imediato nas linhas de investment banking.

(ii) dinâmica do ambiente competitivo: fusões e aquisições envolvendo empresas do setor que possam aumentar a competitividade de pares e reduzir suas vantagens competitivas.

(iii) aprofundamento das medidas restritivas por conta da pandemia a nível extremo, capazes de atingir grandes empresas de setores da economia por ora resilientes.

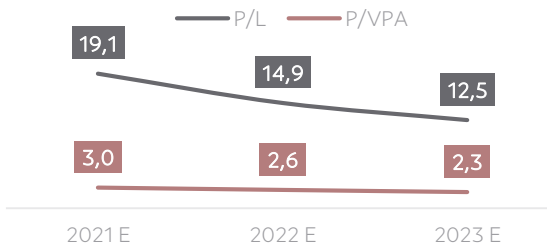
Estimativa de lucro líquido e ROAE

R\$ milhões e %



P/L e P/VPA projetados

Base preço-alvo 2021



Seleção Setor Financeiro: Itaú Unibanco

Referência do setor financeiro brasileiro, o Itaú demonstra desenvoltura para continuar liderando o movimento de digitalização e ingresso dos grandes bancos no novo momento da indústria

Tese de investimento

— Apesar do momento extremamente desafiador vivido por toda a cadeia econômica por conta da pandemia, os bancos brasileiros mostraram resiliência, e o Itaú, importante representante da indústria foi responsável por muito dessa percepção.

— Enxergamos o Itaú como um dos bancos privados mais preparados para o novo momento do setor, já que se mantém na vanguarda da transformação digital, centralidade do cliente e ganhos de eficiência, além de possuir um dos melhores conjuntos de políticas de ESG do mercado brasileiro.

— Em paralelo existe a probabilidade da separação da participação da XP Investimentos, da qual o Itaú possui aproximadamente 41%, por meio de um processo envolvendo a criação de uma nova companhia listada em bolsa e a distribuição de ações desta para os acionistas do Itaú.

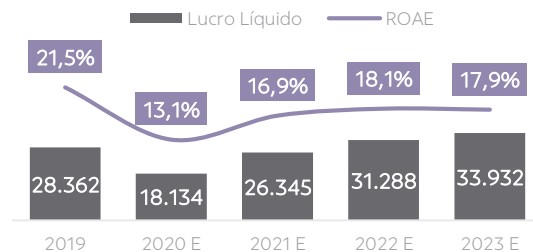
— Isto destravaria o valor das ações da XP, atualmente contabilizadas no balanço a preço de aquisição, não refletindo a vigorosa valorização de mercado desde a aquisição pelo banco.

Riscos

- (i) dificuldades em captura de economia de custos, prejudicando a retomada da rentabilidade.
- (ii) Encurtamento do tempo entre o que o Itaú dita em tendências e o restante do mercado precisa para se equiparar
- (iii) novas medidas de fechamento do comércio físico pelos governos, o que pode prejudicar os negócios e elevar a inadimplência PF e PJ

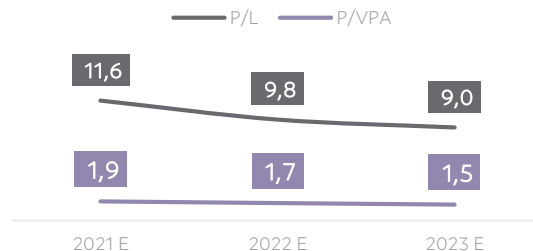
Estimativa de lucro líquido e ROAE

R\$ milhões e %



P/L e P/VPA projetados

Base preço-alvo 2021



Siderurgia e Mineração

Dezembro 2020

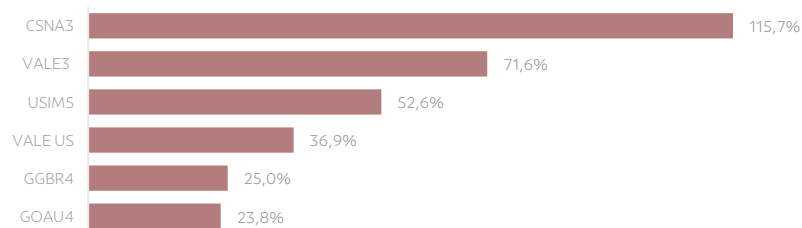
Siderurgia e Mineração

Indicadores de mercado de empresas selecionadas. Seleção: VALE3.

Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2021 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2021e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2021e	EV/EBITDA Média 5 anos
CIA SIDERURGICA NACIONAL	CSNA3	30,40	26,00	-14,5%	Revisão	42.180,7	24.623,6	8,1	258,7	6,0	7,6
GERDAU	GGBR4	24,83	-	-	Revisão	40.330,0	10.559,5	14,5	20,1	6,7	6,1
METALURGICA GERDAU	GOAU4	11,38	-	-	-	11.741,2	10.559,5	-	9,6	-	418,6
USINAS SIDER MINAS GER	USIM5	14,39	-	-	Revisão	18.814,5	3.294,4	13,6	84,6	6,7	9,1
VALE US	VALE US	17,37	19,00	9,4%	Compra	91.791,3*	30.215,6	6,3	14,6	3,9	4,9
VALE	VALE3	87,80	99,00	12,8%	Compra	463.976,9	30.215,6	6,2	14,6	3,8	5,0

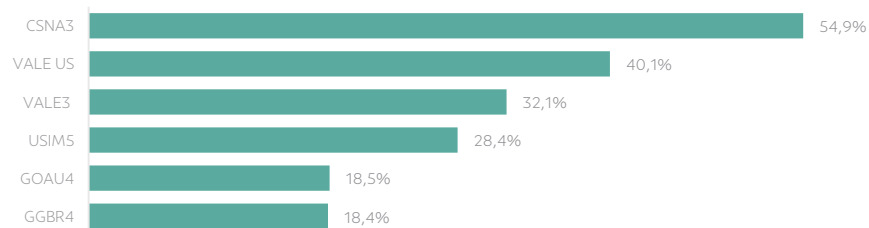
Performance em 2020

%



Performance 1 mês

%



Siderurgia e Mineração

Mineração | Preços de minério de ferro devem permanecer elevados em 2021 diante a retomada econômica mundial e demanda consistente da China

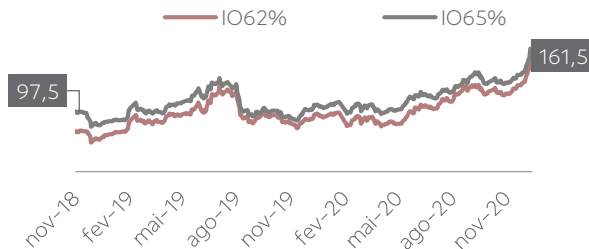
Disparada nos preços de MF

A rápida retomada econômica da China, após a crise da Covid-19, levou os estoques de minério de ferro ao menor nível dos últimos 5 anos e, consequentemente, a um aumento significativo das importações da *commodity*. A elevada demanda se refletiu nos preços de MF, que alcançaram o maior patamar dos últimos 9 anos. À medida que novos dados sobre o ritmo da atividade industrial na China são divulgados, a cotação de MF tem sido impulsionada, reforçando o otimismo para o setor de mineração.

Embora vejamos os preços ainda elevados ao longo de 2021, esperamos que, com um maior equilíbrio entre oferta e demanda a partir de 2022, os preços se normalizem (assumimos US\$ 70/t em média no longo prazo). Vale ressaltar que a dinâmica de oferta e demanda está sendo impactada desde a tragédia de Brumadinho, em 2019, quando reduziu a oferta do minério pela Vale, que segue em busca do restabelecimento dos níveis de capacidade até 2022.

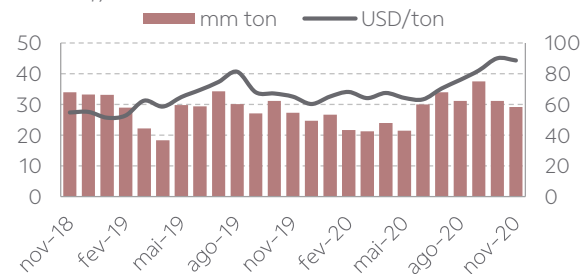
Preços MF – Teor de 62% Fe e 65% Fe

US\$/t



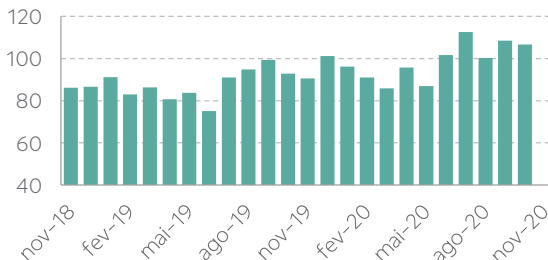
Exportações brasileiras de MF

Mt e US\$/t



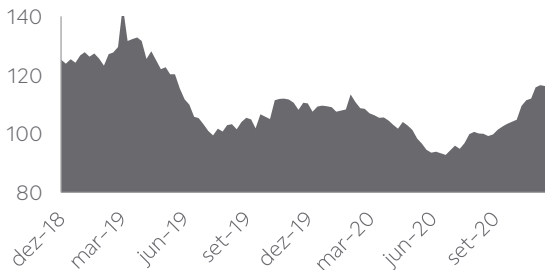
Importações de MF pela China

Mt



Estoques totais de MF na China

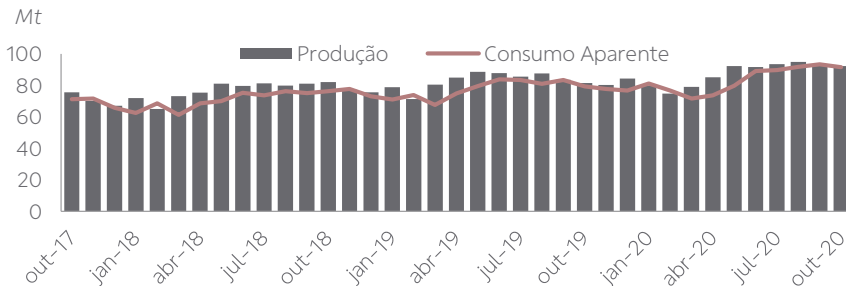
Mt



Siderurgia e Mineração

Siderurgia | A demanda de aço no mercado interno deve permanecer aquecida em 2021, com a retomada da indústria e menores níveis de importação, enquanto as siderúrgicas chinesas se voltam para atender a forte demanda local

Produção x Consumo Aparente de Aço na China



Indústria brasileira de aço

Kton

	out/20	set/20	m/m	out/19	a/a
Produção de aço bruto	2.784	2.592	7,4%	2.690	3,5%
Aços planos	1.225	1.097	11,7%	1.058	16%
Aços longos	900	854	5,4%	828	9%
Vendas de planos (DM)	1.102	1.097	0,4%	956	15%
Vendas de longos (DM)	792	751	5,5%	683	16%
Exportações	842	756	11,4%	1.144	-26%
Importações	163	142	14,3%	210	-22%

Cenário para a Indústria Siderúrgica

A retomada da economia chinesa tem elevado a produção de aço no país aos maiores níveis históricos, com as siderúrgicas operando no limite de suas capacidades produtivas. O país, que usualmente é um dos principais exportadores mundiais de aço, tornou-se um importador líquido.

No Brasil, o piso da produção de aço ocorreu em abril/2020, mas, com a retomada da indústria, o movimento de recuperação vem se intensificando, com os níveis de produção e vendas acima do patamar pré-crise.

O cenário atual favorece a indústria siderúrgica local, que também está com bons níveis de utilização da capacidade instalada, após adequações feitas em função da menor demanda no 1T20 e 2T20, que começaram a ser revertidas recentemente no final de 2020.

Acreditamos que a demanda no mercado interno continuará aquecida em 2021, diante das boas perspectivas para a indústria (PIB da indústria +3,9%¹ e produção industrial +5,1%²). Destaque para os segmentos automotivo, bens de consumo duráveis e construção civil, que já têm apresentado sinais de recuperação. Esse movimento tende a continuar, salvo pelo risco de uma nova desaceleração da economia em função de uma potencial nova onda do Covid-19.

Seleção Siderurgia e Mineração: Vale

Em busca dos níveis de produção de 2018; foco em segurança e confiabilidade; retomada do pagamento de dividendos.

De-risking da Vale

Reparação de Brumadinho | A empresa está em negociações para a assinatura de um acordo global de indenização por danos coletivos e compensação para a sociedade e meio ambiente. Já foram desembolsados mais de US\$ 2,6 bi em indenizações e reparação ambiental, e o saldo de provisões esperado para o final de 2020 é de ~US\$ 2,7 bi. A Vale segue com o plano de substituição progressiva do uso de barragens para métodos de processamento a seco, e prevê que, até 2022, estes representem 86% da produção (vs. 40% em 2015).

Desconto | As ações da Vale ainda estão sendo negociadas com desconto em relação aos pares. Nesse sentido, acreditamos que, à medida que o processo de *de-risking* progredir, os demais fundamentos justifiquem um novo patamar de negociação, com redução progressiva do desconto.

Tese de Investimentos

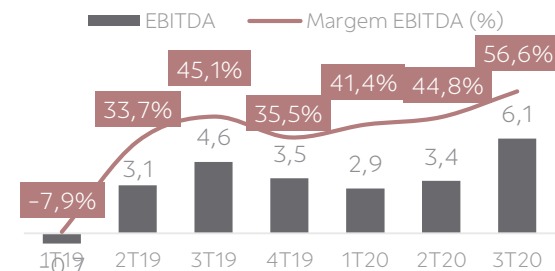
Nossa tese de investimentos para a Vale considera: (i) a retomada econômica global (pós Covid-19, com a China mostrando consistente demanda), (ii) preços de minério de ferro em patamares ainda elevados em 2021, (iii) uma melhor visibilidade em termos de processos ambientais e de governança pós Brumadinho, e (iv) maiores retornos diante da retomada do pagamento de dividendos, o que deve levar a companhia a um processo de *re-rating* (melhor avaliação) pelo mercado.

Riscos

Dentre os principais riscos para a tese de investimentos da companhia, destacamos: (i) nova desaceleração econômica em razão do Covid-19; (ii) queda significativa dos preços de MF; (iii) novos eventos de ruptura de barragens; (iv) aumento do consumo de produtos de baixa qualidade; e (v) pressão nas margens das siderúrgicas chinesas, o que poderia afetar os prêmios por qualidade.

EBITDA e margem EBITDA

US\$ bilhões e %



Múltiplos

	2020e	2021e	2022e
EV / EBITDA	4,0x	3,1x	3,7x
LPA	1,0	2,4	1,5
P / L	15,0x	6,5x	9,9x
P / VP	1,8x	1,6x	1,5x
Dividend Yield	1,3%	8,2%	6,6%

Papel e Celulose

Dezembro 2020

Por **Victor Penna** e **Mary Silva**

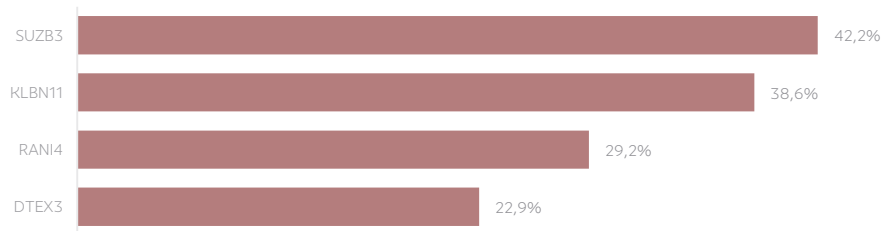
Papel e Celulose

Indicadores de mercado de empresas selecionadas.

Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2021 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2021e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2021e	EV/EBITDA Média 5 anos
DURATEX	DTEX3	20,22	-	-	-	13.987,9	2.277,6	27,7	23,8	10,8	9,0
KLABIN	KLBN11	25,49	-	-	Revisão	28.726,3	14.851,6	17,2	20,7	9,5	9,0
IRANI	RANI4	5,50	-	-	-	1.343,7	728,3	16,8	23,3	6,6	6,4
SUZANO	SUZB3	56,43	-	-	Revisão	76.816,1	58.268,6	10,0	20,3	7,3	7,3

Performance em 2020

%



Performance 1 mês

%



Papel e Celulose

Celulose | A dinâmica do mercado global de celulose mostra um patamar de demanda ainda resistente, em níveis ainda distantes da capacidade de oferta potencial da *commodity*, mas com sinais de reaquecimento.

Oferta e demanda ainda em desequilíbrio

Apesar de não termos observado incrementos de capacidade relevantes no ano, a oferta de celulose segue elevada desde 2018, com o início das operações em grandes projetos na América do Sul, Indonésia e Europa, movimento intensificado em 2019, com a maturação das novas plantas.

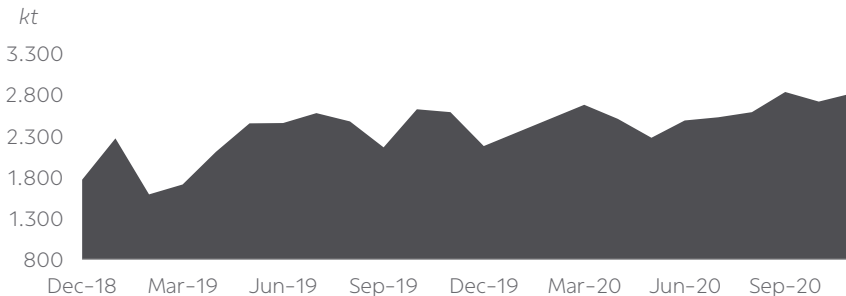
A demanda global, que ainda não estava absorvendo a nova oferta potencial, foi impactada pela desaceleração econômica decorrente da pandemia do Covid-19. A partir do 3T20, a demanda chinesa apresentou sinais de recuperação, com a reabertura de plantas e incremento de importações, principalmente de fibra curta, para fabricação de *tissue* (papéis de higiene e limpeza).

Exportações brasileiras em alta

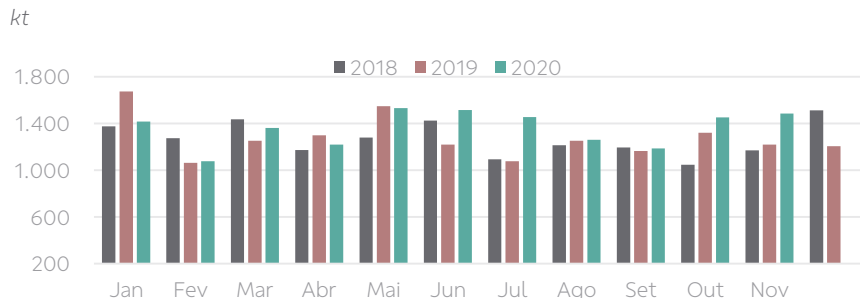
Após desaquecerem nos primeiros meses de 2020, as exportações brasileiras têm se intensificado e os embarques mensais vêm superando os volumes dos anos anteriores, corroborando para o cenário de retomada dos pedidos.

O protagonismo das exportadoras brasileiras no mercado global de celulose foi novamente observado com o anúncio e implementação de reajustes de preços, como o caso da Suzano, que encabeçou aumentos de preços de fibra curta nas vendas para a China em dezembro (+US\$ 30/t), seguidos por outros grandes *players* globais, incluindo a brasileira Klabin.

Importações de Celulose na China



Exportações Brasileiras de Celulose



Papel e Celulose

Celulose | Recuperação de preços deverá ser lenta ao longo de 2021, mas potencial de crescimento da demanda pela China no longo prazo reforça os fundamentos positivos para o segmento.

Preços seguem pressionados

Os preços de celulose, que já estavam pressionados desde 2019, com o aumento da oferta e pressão chinesa, continuaram em patamares baixos ao longo de 2020. Reajustes começaram a ser implementados no 3T20 diante do aumento dos embarques para a China.

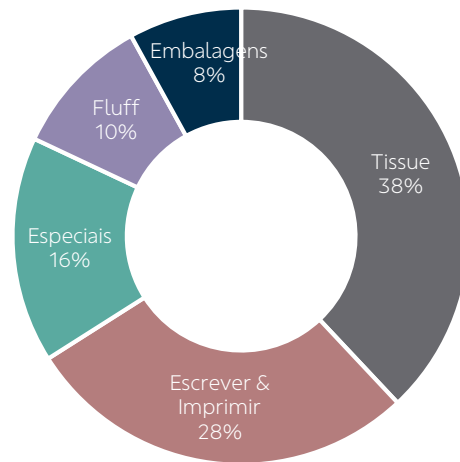
Em fibra curta, o incremento foi de +US\$ 30/t em dezembro, levando os preços da *commodity* na China para um patamar superior a US\$ 500/t.

Outro sinal de gradual recuperação nos preços são as cotações dos contratos futuros que, no caso da fibra longa, atingiram as máximas do ano em dezembro (~USD 780/t).

Para 2021, acreditamos que os preços terão reajustes modestos, porém graduais. A partir de 2022, com a entrada de novas capacidades produtivas em operação, a oferta tende a voltar a pressionar os preços; no entanto, entendemos que no longo prazo haverá um melhor equilíbrio, dada a demanda potencial, principalmente da China, por *tissue*.

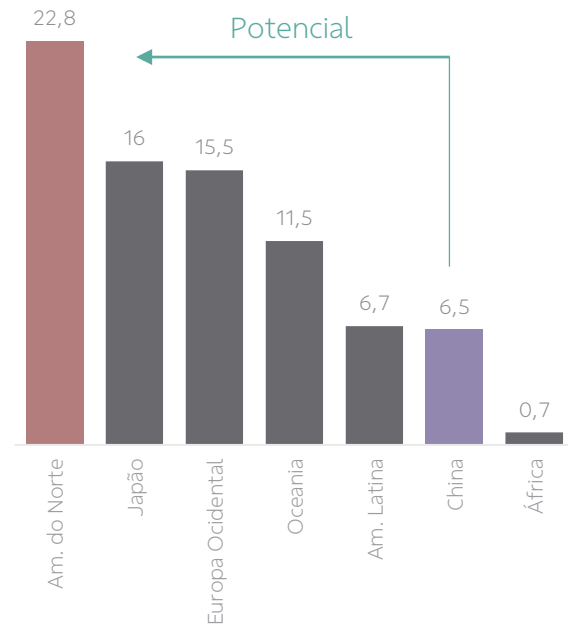
Demanda Global de Celulose por Uso

Base: 2019



Consumo per capita de *Tissue*

Base: 2020



Papel e Celulose

Papel | A correlação do crescimento do setor com a retomada econômica mostra-se favorável para o mercado de papéis para embalagens e papelão.

Mercado de papéis

O segmento de papéis para Imprimir e Escrever foi fortemente impactado pela crise do Covid-19, mas já mostrou uma retomada, sugerindo que o uso desses papéis deve continuar, mesmo diante de uma nova dinâmica advinda pandemia, com maior utilização de meios digitais.

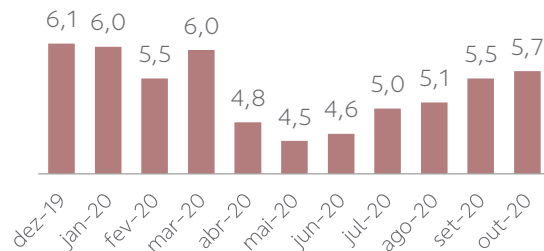
Já a demanda de papéis para embalagens se mostrou resiliente e, com exceção do mês de fevereiro, continuou no mesmo patamar dos últimos anos. Vale ressaltar que a China é o maior consumidor e baniu a importação de aparas a partir de 2021, o que poderá elevar os níveis de importação de celulose e papéis para embalagens.

No Brasil, o mercado de papelão ondulado também segue aquecido, com a retomada da indústria e o aumento das vendas em função da ascensão do e-commerce.

O mercado de papel cartão também se mostra promissor, com o uso crescente no segmento de alimentos e bebidas.

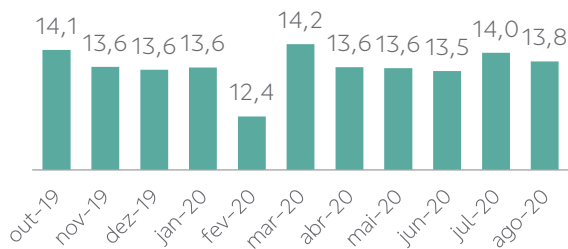
Demanda global – Imprimir e Escrever

Mt



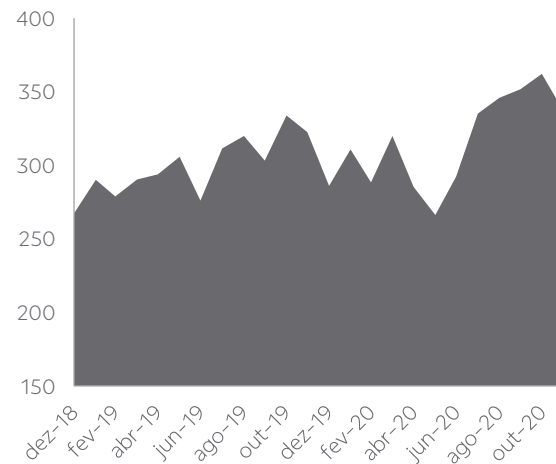
Demanda Global – Embalagens

Mt



Papelão ondulado no Brasil

kt



Tendência de redução no consumo de plástico em todo o mundo agrega boas perspectivas de longo prazo para o mercado de papelão e papel cartão, os quais têm ganhado espaço como materiais substitutos.

Petróleo e Gás

Dezembro 2020

Petróleo e Gás

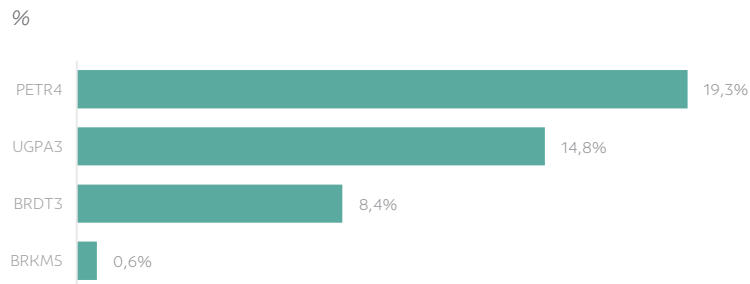
Indicadores de mercado de empresas selecionadas. Seleção: BRDT3 e PETR4.

Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2021 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2021e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2021e	EV/EBITDA Média 5 anos
PETROBRAS DISTRIBUIDORA	BRDT3	22,96	23,50	2,4%	Neutra	26.748,4	4.413,0	16,2	14,7	9,0	9,5
BRASKEM	BRKM5	23,74	26,00	9,5%	Neutra	19.146,4	33.449,1	16,8	20,1	5,3	5,4
PETROBRAS	PETR4	28,10	30,00	6,8%	Compra	370.420,4	317.635,0	12,7	11,6	4,7	4,9
ULTRAPAR	UGPA3	23,73	22,00	-7,3%	Neutra	26.459,1	9.799,7	20,2	18,9	9,1	9,4

Performance em 2020



Performance 1 mês



Petróleo e Gás

Em 2020, o segmento de P&G sofreu com a enorme volatilidade nas commodities em função do surto de Covid-19, mas ainda assim avançou em diversas frentes, como as etapas para abertura do mercado de gás e o *follow on* da BR Distribuidora.

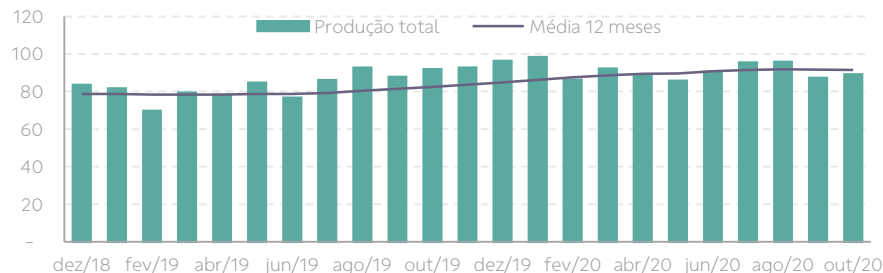
O ano de 2020 foi desafiador para o setor em termos de volatilidade. O petróleo sofreu quedas extremas, inicialmente com impactos oriundos da guerra de preços entre Rússia e Arábia Saudita e, na sequência, pela pandemia do Covid-19, a qual causou um profundo choque na demanda. Já ao longo do segundo semestre, observou-se a recuperação parcial dos preços de petróleo, com perspectivas de surgimento de uma vacina contra o Covid-19 e com o acordo de cortes na produção por parte dos países membros da OPEP+.

No Brasil, a produção total de petróleo em 2020 (jan-out) aumentou 12% a/a, com a entrada de novos sistemas e menos paradas para manutenção, e forte destaque para os campos do pré sal. A venda total de combustíveis líquidos, por sua vez, diminuiu 8,3% a/a (jan-out), em decorrência das medidas de restrição à mobilidade, tomadas pelos estados e municípios, com vistas a conter o Covid-19. A queda foi mais forte no querosene de aviação e no etanol, cujas vendas foram pressionadas pelos menores preços de gasolina devido à queda no preço do petróleo.

Para 2021, esperamos a conclusão da venda das refinarias da Petrobras, trazendo uma nova dinâmica concorrencial nesse mercado. Se, por um lado, entendemos como positiva essa nova dinâmica concorrencial, por outro lado, preocupa-nos a possibilidade de monopólios locais em algumas regiões. Além disso, esperamos uma continuidade do ciclo de baixa nos spreads de produtos petroquímicos, o que deve afetar a Braskem e a Oxitenio (da Ultrapar).

Produção Total de Petróleo e Gás no Brasil

Mil boe



Venda de Combustíveis Líquidos (acumulado jan-out)

Mil m³	Jan-Out-2020	a/a
Etanol hidratado	15.608.212	-15,3%
Gasolina de aviação	31.482	-13,6%
Óleo diesel	47.888.937	-0,7%
Querosene de aviação	2.836.846	-51,0%
Gasolina c	28.889.032	-7,9%
Óleos combustíveis	1.495.385	-8,9%
Ciclo Otto	44.497.244	-10,7%
Diesel	47.888.937	-0,7%
Outros	52.256.256	-6,1%
Total	96.753.500	-8,3%

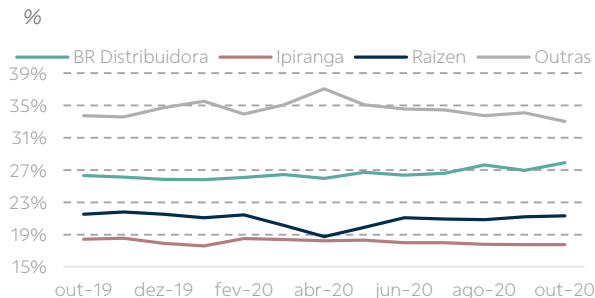
Petróleo e Gás

Distribuição de combustíveis | Em 2020, houve expressiva queda no volume de vendas, com variações nas participações de mercado. Em 2021, esperamos retomada gradual, mas com concorrência acirrada e margens pressionadas.

Em 2020 (jan-out), a venda de combustíveis líquidos diminuiu 8,3% a/a, impactada pelas medidas de restrições à mobilidade visando à contenção do Covid-19. Ao analisar a recuperação dos volumes vendidos após o pico de queda, chama atenção a performance da BR Distribuidora, cuja queda no acumulado dos últimos 8 meses (mar-out) foi de 10,7% ante os 8 meses anteriores, contra -13,1% da Ipiranga e -14,9% da Raízen. Em relação à participação de mercado, a BR Distribuidora também se destacou positivamente, sendo a única das três maiores que está atualmente com participação de mercado acima dos níveis pré-pandemia.

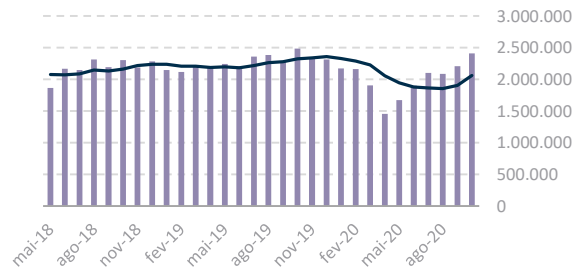
Para 2021, esperamos a continuidade da recuperação gradual no mercado de distribuição de combustíveis, apesar de os níveis de volume vendido só retomarem aos patamares pré-pandemia em 2022. Como contraponto, observamos que, segundo a Anfavea, existe atualmente o risco de paralisação na fabricação de veículos automotores devido à falta de insumos, o que pode prejudicar a venda de combustíveis ao longo de 2021.

Participação de Mercado



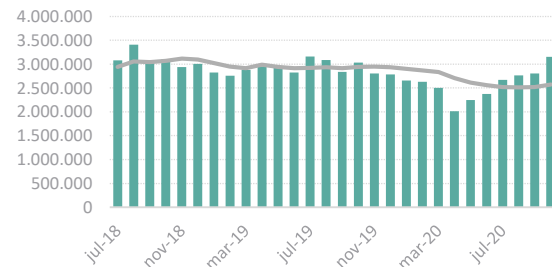
Volume de Vendas - Raízen

Metros cúbicos (linha: média últimos seis meses)



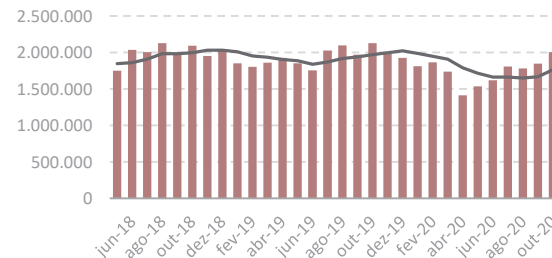
Volume de Vendas - BR Distribuidora

Metros cúbicos (linha: média últimos seis meses)



Volume de Vendas - Ipiranga

Metros cúbicos (linha: média últimos seis meses)



Seleção Petróleo e Gás: Petrobras

A Petrobras deve seguir em ritmo de crescimento na produção ao longo dos próximos anos. A combinação de uma produção robusta, com menores custos de extração e boas perspectivas de geração de caixa suportam a escolha do papel.

Tese de Investimentos

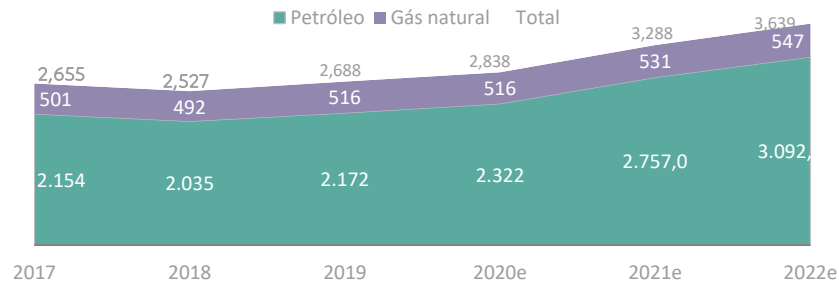
A Petrobras é a maior companhia de capital aberto do Brasil e uma das maiores do mundo no segmento de petróleo e gás. Possui uma tese de investimentos atrativa, baseada (i) nas perspectivas de **aumento da produção** com a entrada de novos sistemas nos próximos anos (em 2021, dois novos sistemas – Mero I e Sépia – devem iniciar produção; ao longo dos próximos cinco anos serão 13 novas unidades); (ii) um *breakeven* (**ponto de equilíbrio**) em US\$ 25/boe no portfólio consolidado e de US\$ 21/boe nos campos do pré-sal; (iii) a consistente **redução nos custos de extração** (*lifting cost*), principalmente nos campos do pré-sal; e (iv) as boas perspectivas imediatas de **geração de caixa** e, posteriormente, de pagamento de **dividendos**, principalmente após 2022, com redução da alavancagem financeira.

Riscos

Dentre os principais riscos para a tese de investimentos da companhia, destacamos: (i) mudanças na política de preços da empresa; (ii) risco de execução de projetos em andamento e futuros; (iii) resultado desfavorável de discussões judiciais, inclusive tributárias e trabalhistas; e (iv) risco cambial e volatilidade do petróleo.

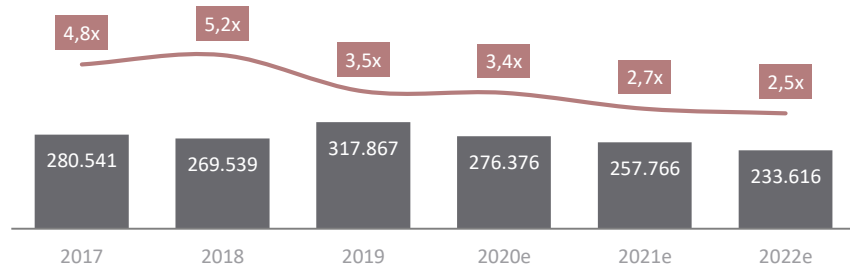
Produção total de Petróleo – Estimativas BB-BI

Mil barris/dia



Dívida líquida e Dív. Líq./EBITDA – Estimativas BB-BI

R\$ milhões e múltiplo



Seleção Petróleo e Gás: BR Distribuidora

A BR Distribuidora passou por uma reestruturação após a privatização e, desde então, vem entregando reduções de custo e uma melhor performance operacional em comparação às demais companhias do setor.

Tese de Investimentos

A BR Distribuidora é líder nos mercados em que atua, sendo o maior distribuidor de combustíveis do país e no mercado de aviação.

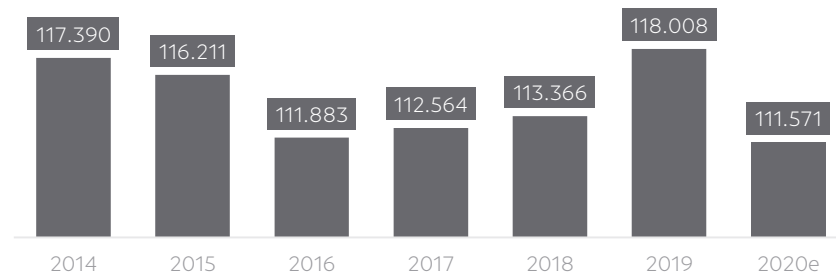
Nossa tese de investimentos se fundamenta (i) na retomada do volume de vendas de combustíveis líquidos, o que deve produzir um efeito de diluição de custos fixos; (ii) em ganho de margens com o plano de reestruturação em curso; (iii) nos benefícios relacionados à provável venda das refinarias da Petrobras (dado o elevado volume de compras, a BR pode conseguir condições mais favoráveis na realização de contratos de longo prazo); e (iv) no crescimento da rede de conveniência, possivelmente por meio de parcerias que aumentem a capilaridade da rede.

Riscos

Dentre os principais riscos para a tese de investimentos da companhia, destacamos: (i) uma segunda onda de restrições de mobilidade visando conter o surto de Covid-19, o que pode resultar em novos impactos nos volumes de vendas; (ii) menor ritmo de crescimento da frota de automóveis; 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.

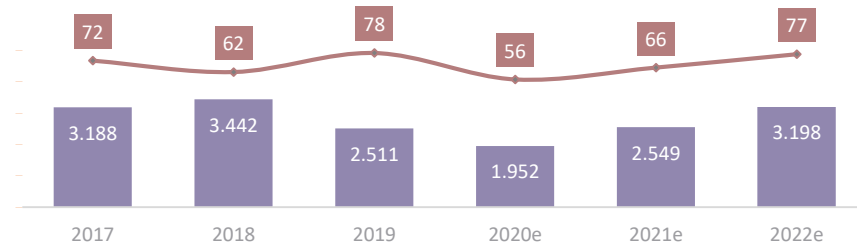
Venda de combustíveis líquidos (Brasil) – Estimativas BB-BI

Mil barris/dia



EBITDA Ajustado e EBITDA/m³ - Estimativas BB-BI

R\$ milhões e R\$/m³





Alimentos e Bebidas, Agronegócios

Dezembro 2020

Por **Luciana Carvalho** e **Mariana Longobardo**

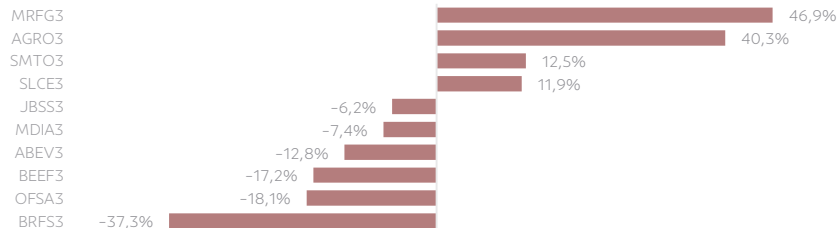
Alimentos e Bebidas, Agronegócios

Indicadores de mercado de empresas selecionadas. Seleção: BRF3, SLCE3 SMT03.

Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2021 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2021e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2021e	EV/EBITDA Média 5 anos
AMBEV	ABEV3	15,86	17,00	7,2%	Neutra	249.559,0	- 9.016,0	23,7	19,6	11,1	11,9
BRASILAGRO	AGRO3	25,84	28,00	8,4%	Compra	1.604,8	490,4	13,4	16,6	8,9	8,2
MINERVA	BEEF3	10,37	18,00	73,6%	Compra	5.687,2	6.054,5	9,5	8,5	4,8	5,1
BRF	BRFS3	22,07	27,00	22,3%	Compra	17.931,3	16.088,1	19,0	77,6	6,4	8,5
JBS	JBSS3	23,67	35,00	47,9%	Compra	63.106,1	47.709,5	7,9	7,9	4,5	5,0
M DIAS BRANCO	MDIA3	35,11	47,00	33,9%	Compra	11.902,3	713,1	14,3	16,1	10,6	12,7
MARFRIG GLOBAL FOODS	MRFG3	14,63	19,00	29,9%	Compra	10.407,3	13.830,0	6,1	27,0	4,2	4,9
OURO FINO SAUDE ANIMAL	OFSA3	34,98	38,00	8,6%	Neutra	1.887,1	236,1	23,4	20,4	13,7	12,4
SLC AGRICOLA	SLCE3	26,68	30,00	12,4%	Compra	5.085,1	1.604,7	11,2	11,0	6,7	7,4
SAO MARTINHO	SMT03	26,05	28,00	7,5%	Compra	9.222,0	4.528,3	10,6	10,5	4,8	4,7

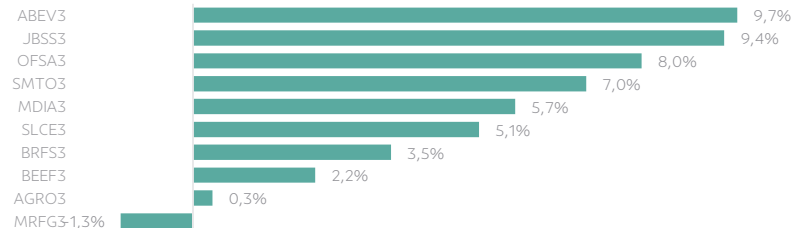
Performance em 2020

%



Performance 1 mês

%

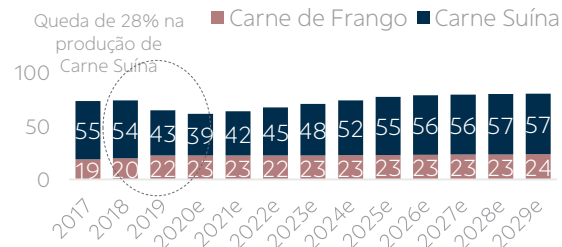


Alimentos e Bebidas

Alimentos | A peste suína africana segue impactando o volume exportado e a dinâmica de preços das proteínas animais no mercado internacional.

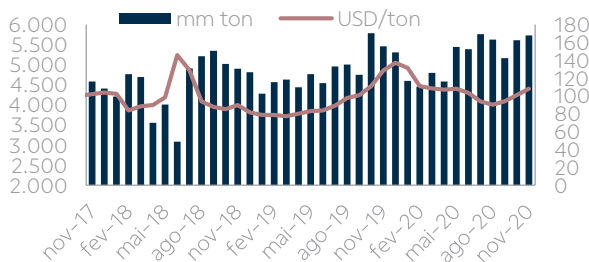
Produção Chinesa: Carne Suína e Frango

milhões de toneladas



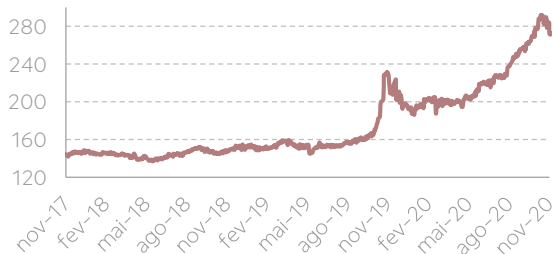
Exportação de Carne Bovina do Brasil

milhões de toneladas



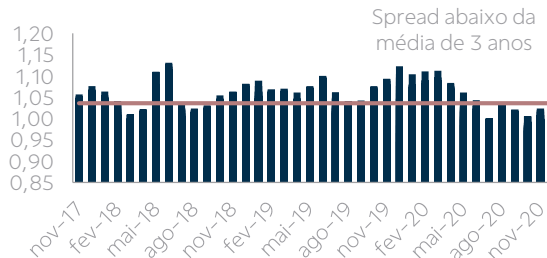
Preço do Boi no Brasil

R\$/@



Spread Carne Bovina x Preço do Boi

R\$/@



O surto da peste suína africana (PSA) segue impactando os rebanhos na Europa e na Ásia, o que tem sustentando condições favoráveis para a exportação de proteína animal brasileira ao longo de 2020. No acumulado até novembro, em comparação com o mesmo período de 2019, o Brasil registrou um aumento de 42,3% no volume exportado de suíno, 12,8% no volume de carne bovina e 0,6% no volume de carne de frango.

Nesse contexto, a carne bovina brasileira ganhou espaço no mercado externo em 2020, registrando volumes recorde de exportação, com impacto direto sobre o preço do gado no Brasil. De janeiro a novembro, os preços de boi-gordo aumentaram 41% a.a. A menor oferta de gado, resultante da entressafra de animais no 2S20, aliada à elevada demanda, têm impulsionado os preços do boi.

Com relação à carne suína, há expectativas de reconstituição do rebanho chinês, que terá sua produção elevada em 6,6% a/a em 2021, de acordo com projeções da FAO.

Ainda assim, ao nosso ver, o déficit mundial de proteína animal deve perdurar ao longo de 2021, beneficiando as exportações brasileiras no próximo ano.

Alimentos e Bebidas

Alimentos | Esperamos que o bom desempenho dos frigoríficos em 2020 continue em 2021, dadas as perspectivas de crescimento da economia mundial, bem como a oferta ainda restrita de proteína animal, principalmente na China.

O que esperar para 2021?

Ao longo de 2020, os frigoríficos brasileiros demonstraram resiliência no enfrentamento da crise econômica decorrente da pandemia do Coronavírus.

Os resultados das quatro companhias sob nossa cobertura foram positivamente impactados pela desvalorização cambial, demanda consistente por proteína animal, tanto no Brasil quanto nos Estados Unidos e China, além de um controle rígido de despesas e gestão de passivos por parte das empresas. Esses fatores permitiram que os frigoríficos registrassem margens de dois dígitos no 3T20, além de redução ou manutenção dos níveis de alavancagem. A média do setor passou de 2,6x em dez-19 para 2,2x em set-20. Consequentemente, após revisarmos nossos modelos, nossa estimada de dívida líquida/EBITDA 20e média para o setor reduziu de 2,5x, previamente estimado, para 2,1x.

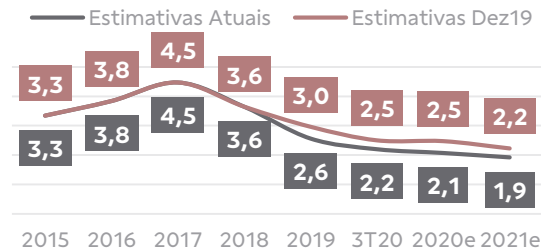
Com a perspectiva de retomada do crescimento do PIB mundial de 5,2% em 2021, segundo dados do FMI, e considerando ainda o déficit de proteína animal existente, vemos um cenário positivo para as exportações no próximo ano.

Na frente doméstica, a demanda elevada por proteína animal foi em grande parte sustentada pelos novos hábitos de consumo impostos pela pandemia, como o de alimentos processados, bem como pelo auxílio emergencial disponibilizado pelo Governo Federal. Para 2021, considerando o diferencial entre os preços da carne bovina e da carne de frango, bem como menor disponibilidade de renda, acreditamos que existe espaço para migração de consumo para esta última, beneficiando as empresas do setor.

Permanecem em nosso radar: (i) a manutenção ou não de auxílios governamentais e seus impactos na demanda por alimentos; (ii) o comportamento dos custos, tanto do gado como dos grãos para ração animal; e (iii) a dinâmica da taxa de câmbio, já que a valorização cambial pode diminuir a competitividade das exportações brasileiras.

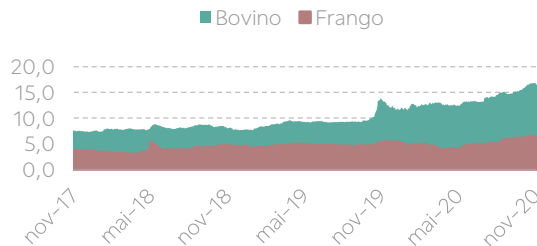
Endividamento Médio

Dívida Líquida/Ebitda*



Spread Carne Bovina x Frango

R\$/Kg

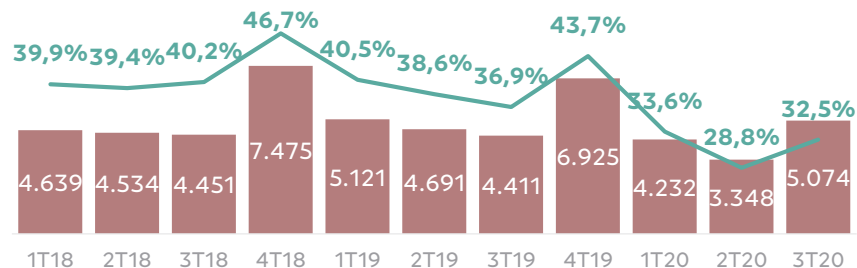


Alimentos e Bebidas

Bebidas | O consumo de bebidas segue pressionado por condições macroeconômicas adversas. Além disso, o comportamento da concorrência, que também se reinventou na pandemia, pode ser um desafio para Ambev no próximo ano.

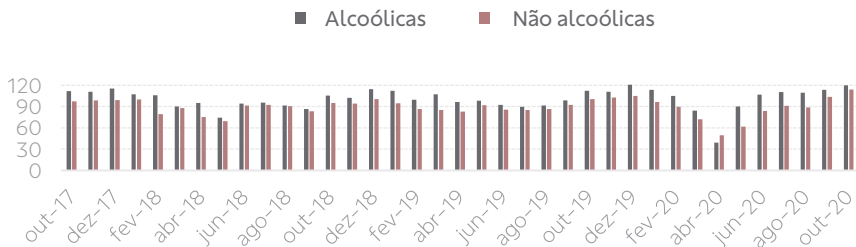
Ambev – EBITDA e Margem EBITDA

R\$ milhões e %



Produção de Bebidas no Brasil

Milhões hectolitro



Ambev: resultados devem refletir cenário macro desafiador

O setor de bebidas foi um dos mais impactados durante a pandemia no Brasil. As políticas de restrição à circulação de pessoas para a contenção do Covid-19 fechou bares e restaurantes (canal conhecido como *on trade*), que são os principais impulsionadores de vendas no setor. Assim, observamos significativa queda na produção de bebidas em abril (-59% a/a na produção de bebidas alcoólicas e -40% em bebidas não alcoólicas), conforme observado no gráfico inferior à esquerda, com dados do IBGE.

Assim, como resultado da redução da demanda do canal *on trade*, a Ambev registrou queda de volumes no 2T20 e margens pressionadas por maiores custos, relacionados não só à pandemia, mas também à variação cambial de 2019 que, por conta de sua política de *hedge*, impacta custos do ano seguinte.

Apesar de verificarmos gradual recuperação da produção de bebidas e forte volume de vendas nos resultados de Ambev no 3T20, ainda não temos visibilidade quanto aos resultados futuros. Acreditamos que os mesmos devem seguir impactados pela menor disponibilidade de renda causada não apenas pela provável extinção do auxílio emergencial no Brasil, mas também pelo aumento das taxas de desemprego e menor confiança do consumidor.

Além disso, apesar de apreciarmos as iniciativas da Ambev ao longo do ano para aumentar sua exposição em canais de *e-commerce* e *delivery*, também acompanhamos outros competidores seguindo o mesmo caminho, o que sinaliza que os desafios do ambiente competitivo ainda continuam.

Seleção Alimentos e Bebidas: BRF

Esperamos que a BRF capture resultados positivos de sua estratégia mais focada em alimentos de maior valor agregado, bem como no gerenciamento de estoques, o que deve aliviar a pressão de custos dos insumos à frente.

Tese de Investimentos

A BRF tem se beneficiado do cenário favorável para exportação de proteína animal, decorrente da desvalorização cambial e do surto de Peste Suína Africana, que reduziu significativamente a oferta de suínos, principalmente na China.

No Brasil, a mudança de hábito no consumo, devido à pandemia da Covid-19, tem contribuído para uma demanda mais forte por produtos de maior valor agregado, estimulando também os preços.

Recentemente, a BRF divulgou sua estratégia para os próximos 10 anos, traçando ações para se tornar uma empresa global com marcas fortes e produtos com alto valor agregado. As estimativas apresentadas pela empresa para receita líquida, Ebitda e Capex são bastante ousadas, ao nosso ver, e exigirão esforços no sentido de captar ao máximo eficiência nos processos, sem perder o foco na disciplina financeira.

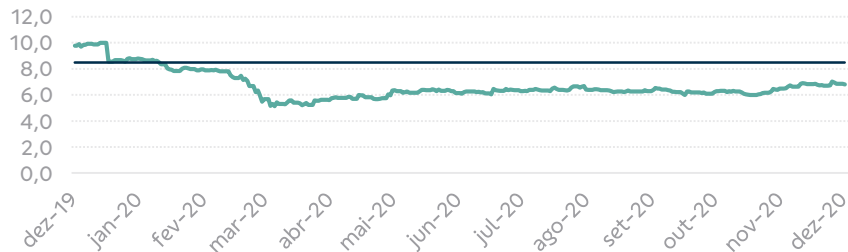
Ainda que haja incertezas quanto à pressão dos custos no curto e médio prazos, em nossa visão, para 2021, a soma de (i) demanda da China elevada em função dos impactos da peste suína africana na produção de proteína do país, (ii) avanço da gripe aviária na Europa com cortes na produção no continente, e (iii) manutenção da competitividade dos preços do frango no mercado interno com relação a outras proteínas, devem permitir à empresa a sustentar margens. Adicionalmente, a BRF está sendo negociada a um múltiplo EV/EBITDA de ~6,8x, bem abaixo de sua média histórica de 2 anos de 8,5x. Assim, diante de nossa perspectiva positiva para rentabilidade da empresa no próximo ano, somado ao valuation atrativo, escolhemos a BRF como top pick para 2021.

Riscos

Dentre os principais riscos para a tese de investimentos da companhia, destacamos: (i) embargos e/ou restrições inesperadas impostas por mercados-chave como a China e Halal; (ii) aumento dos custos com grãos acima do esperado, comprimindo as margens; (iii) ambiente competitivo mais acirrado, com a concorrência aumentando participação no mercado e gerando um ambiente mais desafiador para preços; (iv) dificuldade de encontrar empresas com sinergias nos mercados em que pretende expandir sua atuação de forma inorgânica (aquisições); e (v) manutenção ou não de programas de auxílio emergencial no Brasil e seu impacto na demanda por alimentos, principalmente processados.

Múltiplo EV/EBITDA

Indexador



Agronegócios

Grãos | Demanda global deve continuar consistente, impulsionada pela produção de proteína animal e biocombustível, aliada à expectativa positiva de crescimento do PIB mundial em 2021.

Demanda e Produção Global

O otimismo com relação à vacina para o Covid-19 tem refletido positivamente nas projeções de crescimento do PIB mundial em 2021.

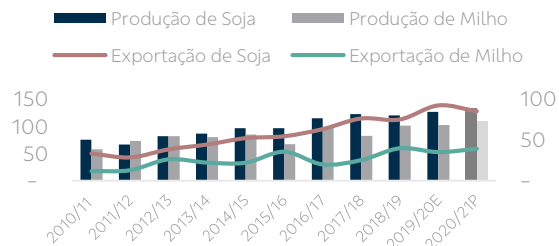
Nesse sentido, o cenário de grãos se beneficia, ao nosso ver, motivado pela expectativa de crescimento do consumo mundial, demanda por ração animal e crescente participação nos biocombustíveis (considerando projeção de alta dos preços do petróleo).

O último relatório do USDA aponta para aumento da produção mundial de soja e milho na safra 2020/21. Esse aumento, no entanto, não será suficiente para frear a queda dos estoques, o que deve exercer pressão de alta, principalmente nos preços desses grãos.

Permanecem em nosso radar as condições climáticas e o impacto do fenômeno 'La Niña' nas safras sul americanas, bem como a tendência de enfraquecimento do dólar no curto e médio prazos, que pode trazer mais competitividade às commodities dos Estados Unidos.

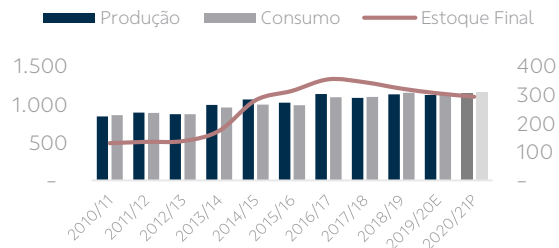
Produção e Exportações Brasileiras

Milhões ton (Prod. eixo esquerdo, e Exp. eixo direito)



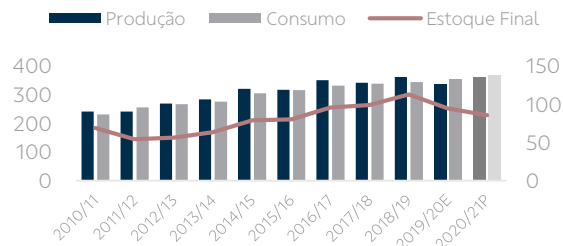
Milho – Produção Global

Milhões ton (Estoque eixo direito)



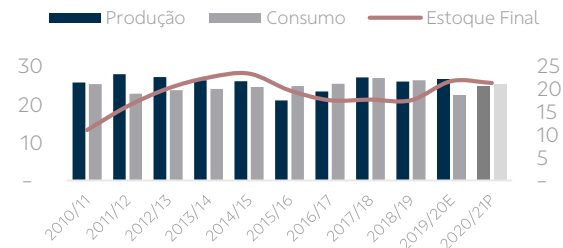
Soja – Produção Global

Milhões ton (Estoque eixo direito)



Algodão – Produção Global

Milhões ton (Estoque eixo direito)



Agronegócios

Açúcar e etanol | A menor produção na Tailândia aliviou os preços globais de açúcar, que devem seguir mais atrativos do que o etanol na safra 2020/21.

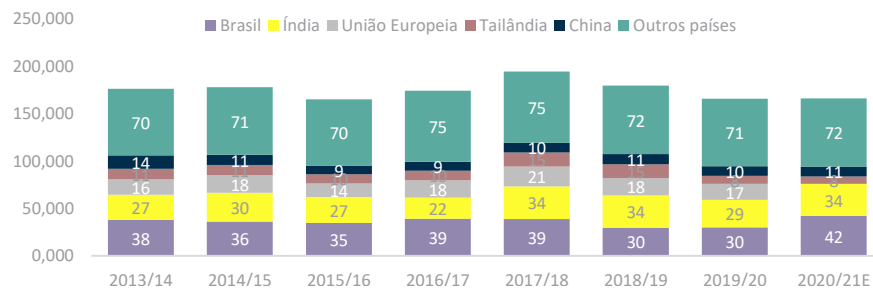
No Brasil, o volume de cana processada na safra 2020/21 no centro-sul, até dezembro, aumentou 3,3% a/a, atingindo 594,9 milhões de toneladas. Segundo a UNICA, além dos maiores volumes, a produtividade também aumentou, com um ATR médio de 143,5 kg/ton, 4,2% superior a/a. Com isso, a produção de açúcar na safra 20/21 atingiu recorde histórico, chegando a 38 milhões de toneladas, 44% superior na comparação anual. Já o volume acumulado de etanol produzido teve um decréscimo de 9% a/a. No geral, a combinação de menores estoques globais de açúcar com a desvalorização do real ante o dólar americano elevaram os preços em reais à máxima histórica, beneficiando companhias exportadoras.

Para a safra 2021/2022, há incertezas envolvendo os eventuais impactos da La Niña nos canaviais, além de já se ter uma perspectiva de volume de moagem reduzido em comparação à safra 2020/2021, dada a chegada tardia das chuvas ao Centro-Sul. Tais condições devem atrasar o desenvolvimento de canaviais no início da próxima safra e prejudicar o plantio de novas áreas, com prováveis impactos negativos na taxa de renovação dos canaviais, de acordo com projeções da Esalq/USP.

Além disso, os preços do açúcar devem seguir em alta, mantendo a atratividade do produto em relação ao etanol. As expectativas de menores estoques devido à menor produção tailandesa e a indefinição em torno do subsídio indiano ajudam a corroborar esse cenário.

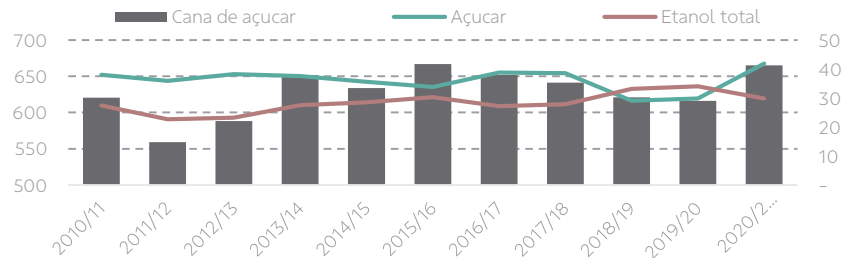
Produção Global de Açúcar

Milhões de toneladas métricas



Balanço da Safra

Cana de açúcar e açúcar: milhões de toneladas (esquerda); Etanol: bilhões de litros (direita)



Seleção Agronegócios: SLC

A estratégia de crescimento “*asset light*” (leve em ativos), com perspectiva de aumento de produtividade e um cenário favorável para o setor agrícola devem beneficiar as operações da SLC em 2021.

Tese de Investimento

Apesar do desempenho mais fraco da cultura de algodão em 2020, o aumento da demanda e, principalmente, dos preços da soja e do milho, aliados à desvalorização do real frente ao dólar e à uma política de proteção de preços bem-sucedida, tiveram impactos positivos sobre o resultado da SLC no ano.

Para 2021, devido à estimativa do USDA de queda de área plantada de algodão nos EUA, bem como o retorno gradual do consumo, esperamos que as exportações brasileiras de pluma sejam beneficiadas. Vale ressaltar que, no 3T20, o algodão correspondeu a 39% da receita líquida gerada pela SLC.

Soja e milho, que respondem respectivamente a 48% e 10% da receita líquida da empresa, devem seguir na trajetória positiva observada no 3T20. A SLC continua superando a produtividade reportada na safra 2018/19 para todas as culturas, superior à média nacional para soja (+15%) e milho safrinha (+32%).

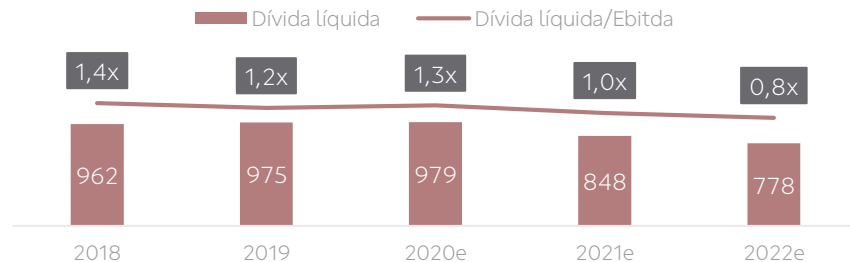
Com o acordo recente para assumir as operações e arrendar as terras da Terra Santa Agro, a SLC consolida sua estratégia de crescimento “*asset light*”, com menos terras próprias e mais arrendadas, visando aumentar a produtividade. A estimativa da SLC é ampliar a área plantada em 30%, com aumento proporcional da receita em um período de 3 a 5 safras. Em termos de alavancagem, ao nosso ver, a SLC possui uma situação financeira confortável e seu nível de endividamento (dívida líquida/Ebitda), após a parceria, não deve ultrapassar 2x (versus 1,46x em setembro). Diante da nossa perspectiva positiva para o setor, a flexibilidade em distribuir a produção no mercado internacional, em conjunto com o crescimento previsto de produtividade decorrente da parceria com a Terra Santa, escolhemos a SLC como nossa top pick para 2021.

Riscos

Dentre os principais riscos para a tese de investimentos da companhia, destacamos: (i) perdas e/ou atrasos nas safras por condições climáticas adversas; (ii) progressos nos acordos entre EUA e China, impactando negativamente a demanda por grãos brasileiros; (iii) valorização do real frente ao dólar, o que pode impactar a competitividade das exportações brasileiras; (iv) possível falha na estratégia de comercialização de propriedades e/ou dificuldades na integração das operações da Terra Santa Agro.

Dívida Líquida/Ebitda

R\$ milhões



Seleção Agronegócios: São Martinho

A São Martinho vem apresentando bons resultados operacionais, com forte geração de caixa, baixo endividamento e elevação na produtividade agrícola, o que a posiciona como um dos destaques do setor.

Tese de Investimentos

A São Martinho é uma das maiores processadoras de cana-de-açúcar do país, com usinas em localização favorável e flexibilidade na produção de açúcar ou etanol.

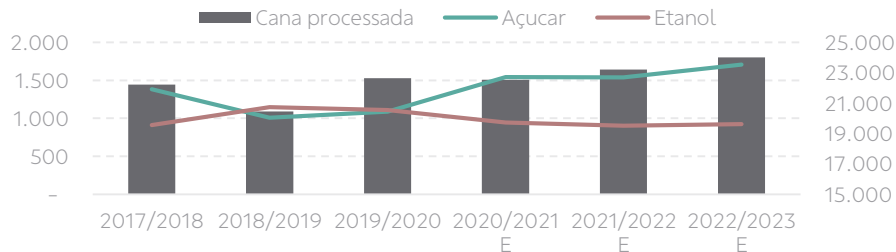
Destacamos, em sua tese de investimentos (i) o forte crescimento da produção nos últimos anos, tanto por aquisições, quanto organicamente; (ii) sua operação eficiente com um dos menores custo caixa do segmento; (iii) momento favorável para vendas de açúcar, com margens elevadas; (iv) forte geração de caixa associada a um baixo endividamento; e (v) os programas RenovaBio e Rota 2030, que devem aumentar a demanda por combustíveis no país.

Riscos

Dentre os principais riscos para a tese de investimentos da companhia, destacamos: (i) perdas decorrentes de condições climáticas adversas; (ii) novas safras recorde, pressionando os preços das commodities; (iii) variação cambial, podendo impactar dívidas e receitas da companhia em moeda estrangeira, assim como suas operações de hedge.

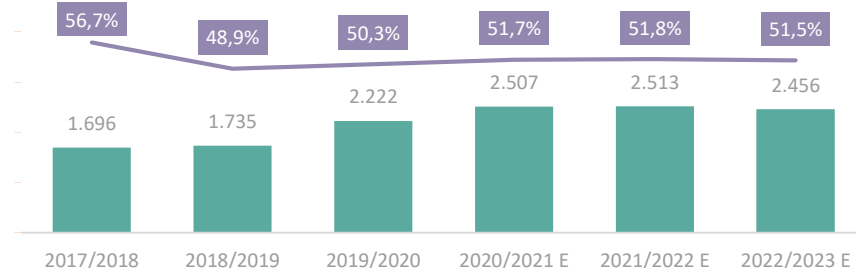
Moagem de cana-de-açúcar, Vendas de Açúcar e Etanol

'000 m³ e '000 toneladas (vendas no eixo esquerdo, moagem no eixo direito)



EBITDA Ajust. e Margem EBITDA Ajust. – Estimativas BB-BI

R\$ milhões e %



Setor Elétrico

Dezembro 2020

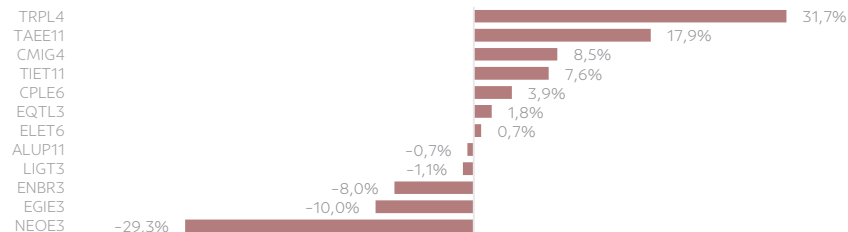
Setor Elétrico

Indicadores de mercado de empresas selecionadas. Seleção: ALUP11.

Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2021 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	EV/EBITDA 2021e	EV/EBITDA Média 5 anos	P/VP 2021e	P/VP Média 5 anos
ALUPAR	ALUP11	26,64	28,00	5,1%	Compra	7.806,5	4.553,6	9,5	8,5	1,4	1,3
CIA ENERGETICA MINAS GER	CMIG4	13,96	-	-	-	22.288,2	13.486,6	6,1	6,9	1,2	0,8
CIA PARANAENSE DE ENERGI	CPLE6	71,73	-	-	-	19.202,4	8.417,0	5,2	5,3	1,0	0,6
ENGIE BRASIL ENERGIA	EGIE3	44,91	-	-	-	36.643,3	11.027,1	8,7	7,8	5,1	3,7
CENTRAIS ELETRICAS BRAS	ELET6	36,84	-	-	-	57.825,5	34.710,5	6,1	8,7	0,8	0,6
EDP - ENERGIAS DO BRASIL	ENBR3	19,72	-	-	-	11.967,1	5.691,0	6,4	6,4	1,2	1,0
EQUATORIAL ENERGIA	EQTL3	22,90	-	-	-	23.140,7	10.979,5	9,3	10,2	2,4	2,6
LIGHT	LIGT3	23,50	-	-	-	7.142,5	7.167,9	7,8	5,7	1,0	0,9
NEOENERGIA	NEOE3	17,27	22,30	29,1%	Neutra	20.962,3	18.549,0	7,6	8,4	1,0	1,2
TRANSMISSORA ALIANCA	TAE11	33,05	35,00	5,9%	Neutra	11.385,7	2.918,8	12,3	9,4	2,0	1,4
AES TIETE ENERGIA	TIET11	16,10	16,20	0,6%	Neutra	6.425,6	2.954,9	7,4	6,2	4,7	2,8
CIA DE TRANSMISSAO DE ENE	TRPL4	27,74	27,80	0,2%	Compra	18.909,4	582,7	9,2	8,1	1,4	0,9

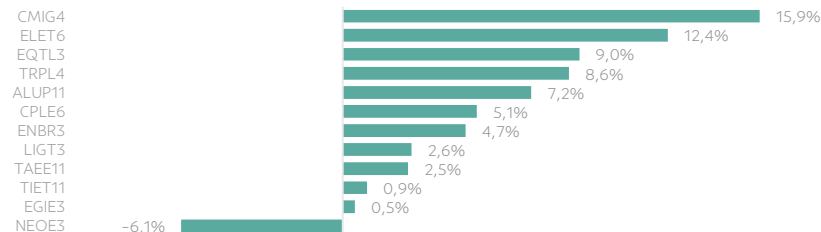
Performance em 2020

%



Performance 1 mês

%

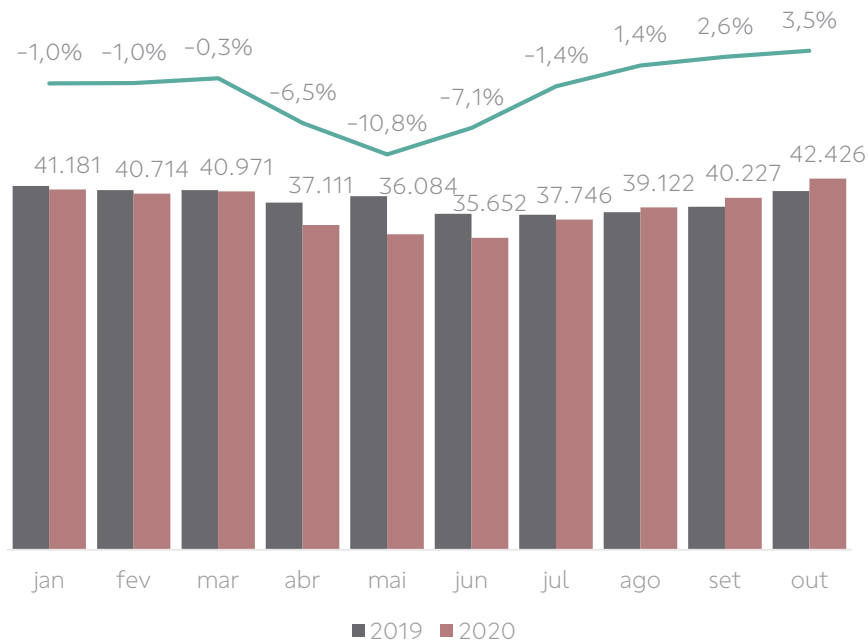


Setor Elétrico

Demanda | O ano iniciou com fraco consumo mesmo antes da pandemia; entre abril e junho, o impacto negativo das medidas de isolamento social foi severo, mas os últimos meses apresentaram forte crescimento, mesmo comparado a 2019.

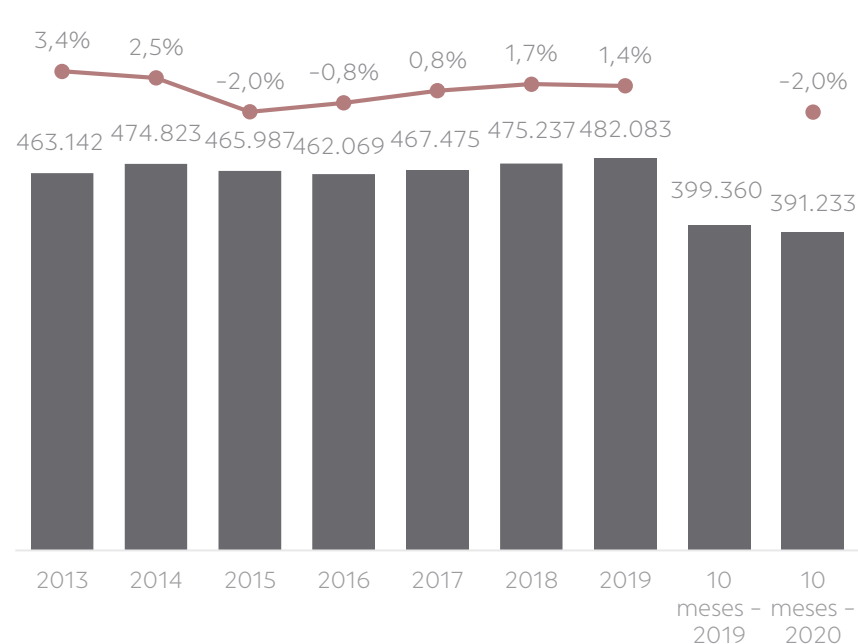
Consumo mensal e variação sobre mesmo mês em 2019

GWh e %



Consumo anual e variação sobre ano anterior

GWh e %

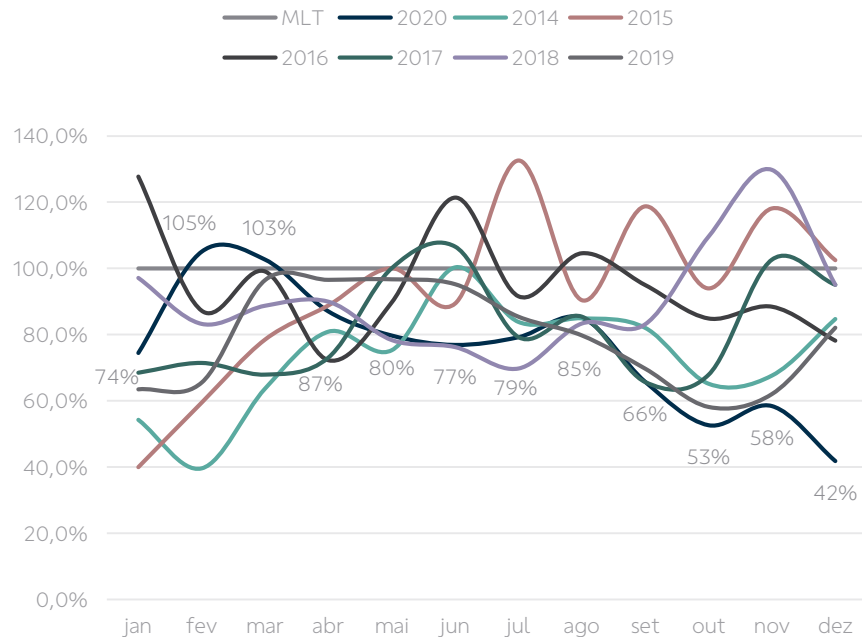


Setor Elétrico

Oferta | O início do ano trouxe expectativa de uma hidrologia favorável, com afluência acima da média histórica em fevereiro e março na principal região do país, mas o período seco tem trazido preocupação e queda no armazenamento.

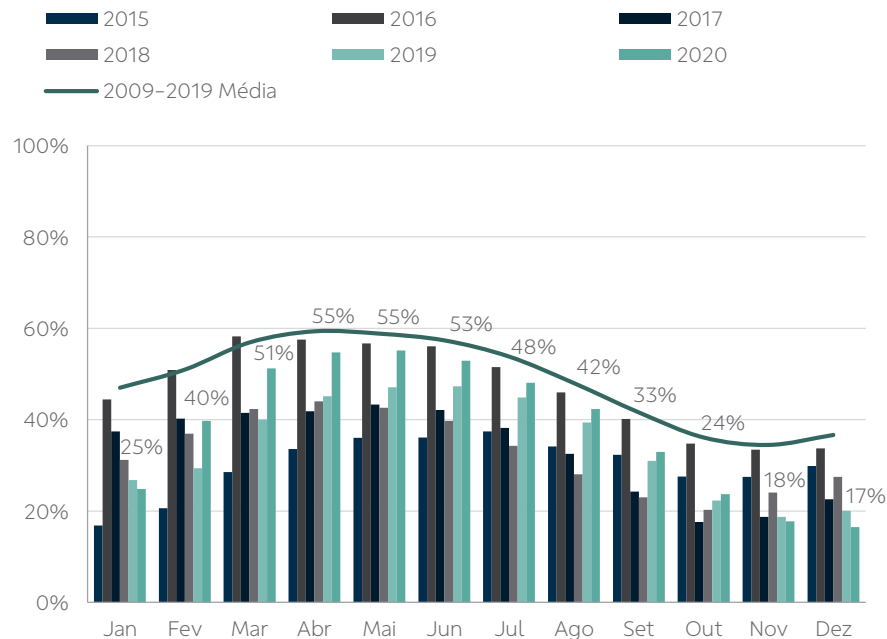
Energia Natural Afluenta (Sudeste/Centro-oeste)

% da Média de Longo Prazo



Energia armazenada nos reservatórios de hidrelétricas

% da capacidade total (Sudeste e Centro-Oeste)



Setor Elétrico

2021 | Normalização da agenda de Leilões após pandemia, nova etapa da abertura do mercado livre, início do PLD por hora, possíveis privatizações e discussão sobre a modernização do setor no Congresso Nacional.

Seguindo a premissa de proporcionar maior previsibilidade para todos os agentes do setor, o MME divulgou o calendário de leilões de energia nova e existente, e de transmissão para os próximos 3 anos. Apesar da fraca demanda por energia nova, devemos ter os leilões de carga para assegurar confiabilidade ao sistema e permitir a reconstrução a preços menores, além de fontes mais limpas, a energia das termelétricas contratadas durante o Programa Prioritário de Termelétricas no pós apagão de 2001.

Conforme calendário de abertura do mercado livre, a partir de janeiro de 2021, os consumidores com demanda superior a 1,5 MW médios podem migrar para o mercado livre. Vale lembrar que, em 2022 e 2023, essa demanda mínima de carga exigida para migração será reduzida para 1 MW e 0,5 MW, respectivamente. Ainda, é aguardado, até 2022, a divulgação de um prazo para abertura total do mercado livre aos consumidores varejistas.

A migração para o mercado livre também tem viabilizado a expansão da geração através de projetos eólicos e solares, enquanto os leilões de energia nova tem tido baixa demanda.

Em janeiro de 2021, começa a valer o preço por hora, para fins de liquidação de diferenças do mercado de curto prazo de energia, bem como para o planejamento da operação pelo ONS. Os benefícios imediatos são aumentar a aderência entre o preço da energia e o custo da geração e estimular a resposta da demanda de modo que suavize o pico de consumo em alguns horários. Na sequência devem surgir instrumentos financeiros para auxiliar na gestão do risco de preço que tende a ser mais volátil.

Calendário de Leilões para 2021:

Leilões de Energia Existente (Geração)

Em 2021 serão promovidos os Leilões de Energia Existente, "A-4" e "A-5", a serem realizados em junho, e "A-1" e "A-2", a serem realizados em dezembro.

Leilões de Energia Nova (Geração)

Leilões de Energia Nova "A-3" e "A-4", a serem realizados em junho.
Leilões de Energia Nova "A-5" e "A-6", a serem realizados em setembro.

Leilões de Transmissão

Estão agendados dois leilões em 2021, um em junho e outro em dezembro.

Seleção Setor Elétrico: Alupar

Selecionamos a Alupar como Top Pick em 2021 em função do atrativo preço e potencial de valorização, associado a um baixo risco envolvido. Novos projetos recentemente finalizados trarão crescimento de 20% da receita em 2021.

Tese de Investimentos

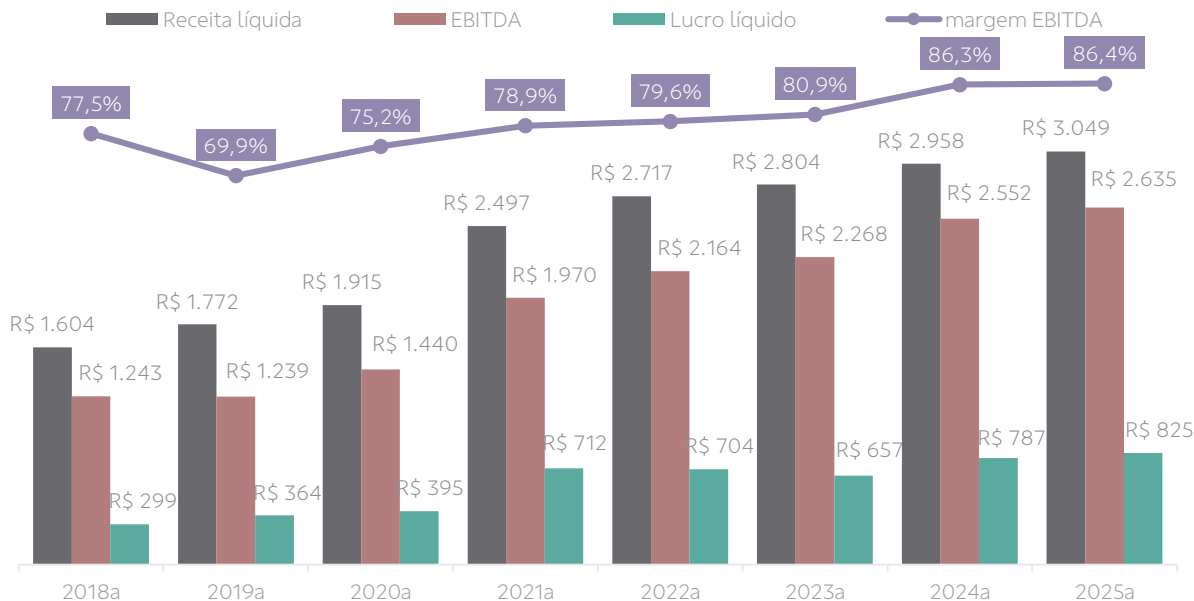
A Alupar atua nos segmentos de Geração e Transmissão, que entendemos como altamente previsíveis, mesmo em um cenário recessivo. No segmento de Transmissão, a cia detém 29 concessões, das quais 5 em construção; e na Geração, detém 10 concessões com capacidade instalada de 580 MW em operação e mais 107 MW em construção. A companhia tem excelente histórico de construção e racionalidade na alocação de capital, proporcionando alta rentabilidade sobre o capital investido em seus projetos. Ao longo do segundo semestre de 2020, importantes projetos de Transmissão foram finalizados, com destaque para a TPE e TCC que contribuirão com mais de R\$ 400 milhões de receita anual consolidada (R\$ 270 milhões proporcionais a participação da Alupar).

Riscos

Os riscos estão relacionados ao prazo e custo para construção dos novos projetos, bem como aos preços de energia de curto e longo prazo.

Projeções financeiras

R\$ milhões e %



Saneamento

Dezembro 2020

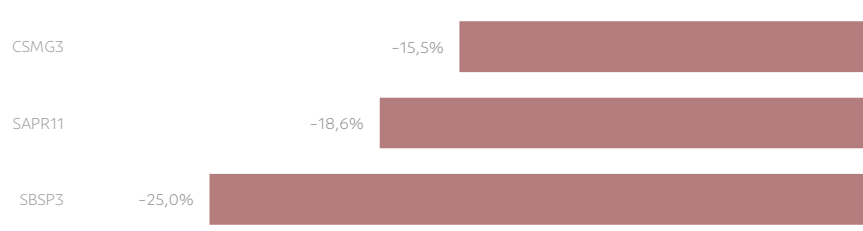
Saneamento

Indicadores de mercado de empresas selecionadas. Seleção: CSMG3.

Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2021 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	EV/EBITDA 2021e	EV/EBITDA Média 5 anos	P/VP 2021e	P/VP Média 5 anos
CIA SANEAMENTO MINAS GERAIS	CSMG3	16,05	20,25	26,2%	Compra	6.103,1	2.844,4	4,6	4,9	0,9	0,7
CIA DE SANEAMENTO DO PA-UNIT	SAPR11	26,68	37,00	38,7%	Compra	8.135,3	2.806,4	4,8	5,7	1,2	1,0
CIA SANEAMENTO BASICO DE SP	SBSP3	43,94	64,60	47,0%	Neutra	30.033,4	10.991,5	6,2	6,3	1,4	1,3

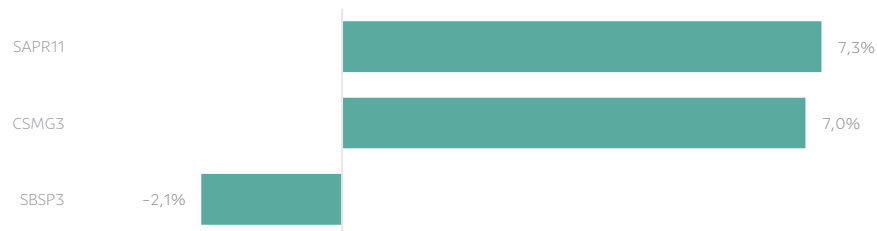
Performance em 2020

%



Performance 1 mês

%



Saneamento

Em 2020, tivemos a aprovação do Novo Marco Regulatório do Saneamento no Brasil, com meta e finalidade de impulsionar investimentos visando a universalização. Nos últimos meses, já tivemos PPPs licitadas iniciando uma nova fase do setor.

Novo Marco Regulatório

Aprovado em junho de 2020 pelo Senado Federal e sancionada em julho pelo Presidente da República, após vários anos de discussão no Congresso Nacional, a Lei 14.026/2020 trouxe incentivos para maior competitividade no setor, favorecendo a participação do capital privado, ao obrigar o processo licitatório e proibir a renovação dos contratos de programas com empresas estatais.

No entanto, ainda são aguardados a análise dos 11 vetos presidenciais sobre artigos do texto aprovado no Congresso, assim como a divulgação pela ANA de diretrizes regulatórias que complementarão a Lei.

Diretrizes da ANA

A ANA divulgou uma proposta de calendário de divulgação das normas e diretrizes para o setor de Saneamento, compreendendo os anos de 2021 e 2022, e complementando a evolução regulatória já trazida pelo Novo Marco Legal.

Entre as diretrizes a serem divulgadas, estão: critérios de comprovação de capacidade econômico financeira das estatais para cumprir o plano de investimentos necessário para a universalização até 2033; um minuta padrão de contrato de concessão para serviços de saneamento; metodologia tarifária; WACC regulatório; e padrões de governança para as agências reguladoras regionais.

Projetos de PPPs e privatizações

A agenda de projetos de Saneamento do BNDES já estava em construção, mesmo antes da aprovação do Novo Marco Regulatório, e ganhou novo impulso a partir deste. No segundo semestre de 2020, importantes projetos de PPPs, que somam investimentos estimados de ~R\$ 4 bilhões, foram licitados nos Estados de Alagoas, Espírito Santo e Mato Grosso do Sul.

São aguardados para 2021, a licitação de PPPs no Rio de Janeiro e Amapá. E, após a aprovação do PL 101, veremos a discussão de privatizações do setor como parte da proposta de ajuste fiscal de alguns Estados para adesão ao Regime de Recuperação Fiscal.

PISF e o risco hidrológico

A finalização do Projeto de Integração da Bacia do Rio São Francisco e das adutoras que o conecta aos centros de consumo no agreste nordestino proporciona a oferta de recursos hídricos, viabilizando investimentos e avanços rumo à universalização do saneamento em uma das regiões mais carentes deste serviço no país.

No entanto, as discussões acerca dos múltiplos usos da água e a melhor forma de precificá-la, ainda mais em um cenário de hidrologia adversa, pode atrasar a evolução desejada.

Seleção Saneamento: Copasa

Indicamos a Copasa como Top Pick em 2021 em função da recuperação dos impactos da pandemia já apresentada, em contraponto à forte queda no preço das ações no ano, além de melhor política de dividendos e possibilidade de privatização.

Tese de Investimentos

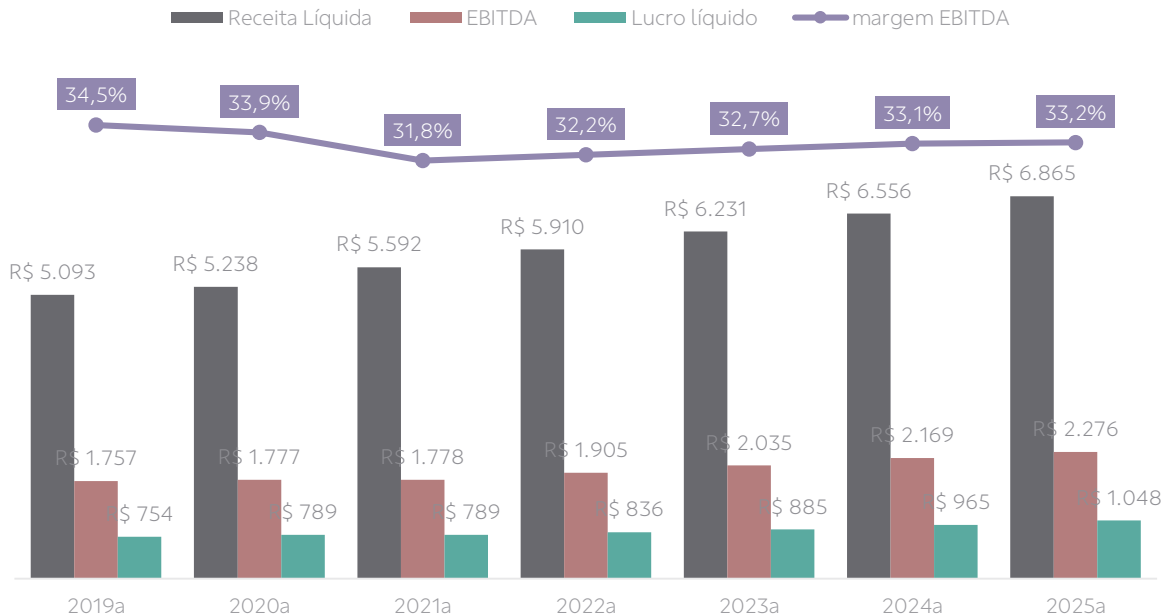
As ações da Copasa sofreram forte queda em 2020 em função dos impactos da pandemia e do descrédito na privatização. Em relação ao primeiro, destacamos que o impacto severo do 2T20 foi pontual e consequência de maior prudência no provisionamento da inadimplência, em grande parte revertida no 3T20. Ao segundo, destacamos que em setembro o Governo de MG autorizou a contratação do BNDES para auxiliar no processo de desestatização da companhia. Após a aprovação do PL 101/2020 em dezembro, com novas regras do Regime de Recuperação Fiscal dos Estados, uma proposta de adesão do Governo de MG deve incluir a privatização da companhia, que depende de autorização legislativa. Destacamos também a política de dividendos extraordinários, a serem pagos no segundo semestre de cada ano a partir de 2020, melhorando sua estrutura de capital e a remuneração ao acionista.

Riscos

Os riscos referem-se à revisão tarifária em 2021 e ao desafio político da privatização.

Projeções financeiras

R\$ milhões e %



Transportes e Logística

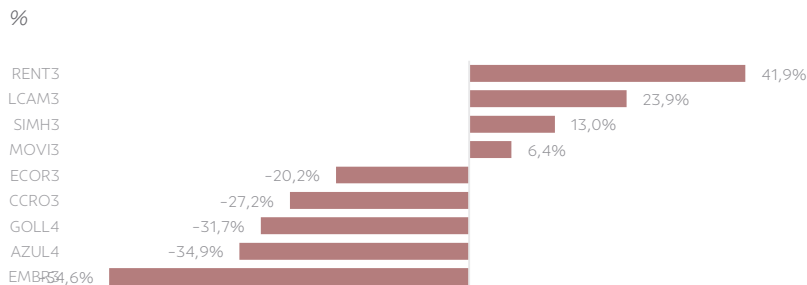
Dezembro 2020

Transportes e Logística

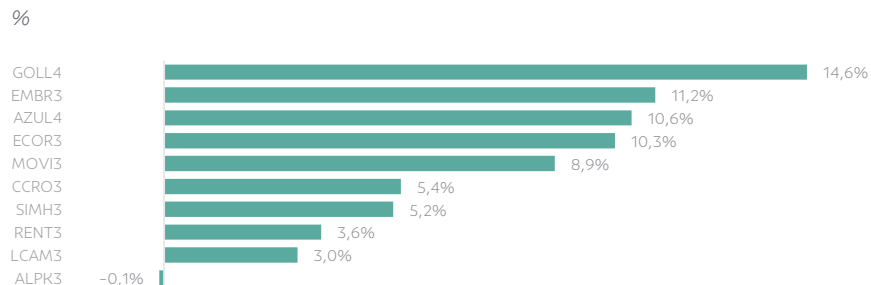
Indicadores de mercado de empresas selecionadas. Seleção: ECOR3, RENT3 e SIMH3.

Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2021 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2021e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2021e	EV/EBITDA Média 5 anos
ALLPARK EMPREENDIMENTOS	ALPK3	9,25	14,00	51,4%	Compra	1.792,4	1.429,0	-	-	11,0	12,1
AZUL	AZUL4	37,95	30,00	-20,9%	Neutra	12.989,9	12.517,2	-	18,1	12,2	9,1
CCR	CCRO3	13,30	20,50	54,1%	Compra	26.866,0	14.140,2	20,2	14,8	7,3	7,2
ECORODOVIAS	ECOR3	13,00	19,00	46,2%	Compra	7.263,1	6.647,8	16,9	12,3	6,8	5,7
EMBRAER	EMBR3	8,95	14,00	56,4%	Neutra	6.627,2	- 4.637,0	-	21,8	10,7	8,8
GOL LINHAS AEREAS	GOLL4	25,15	20,00	-20,5%	Compra	8.985,4	11.863,4	-	41,9	9,7	8,7
COMPANHIA DE LOC DAS AMERICAS	LCAM3	27,48	30,00	9,2%	Compra	13.979,9	2.790,4	25,0	13,9	11,4	7,2
MOVIDA	MOVI3	20,21	22,50	11,3%	Compra	6.041,2	2.097,1	17,6	13,8	2,3	7,3
LOCALIZA RENT A CAR	RENT3	66,71	69,20	3,7%	Compra	50.597,3	7.191,3	40,5	24,3	19,9	12,8
SIMPAR	SIMH3	30,25	37,10	22,6%	Compra	6.236,5	8.706,4	14,6	13,3	4,1	3,6

Performance em 2020



Performance 1 mês



Transportes e Logística

A redução dos investimentos nas últimas décadas no Brasil resultou em um estoque de infraestrutura de apenas 36% do PIB, elevando o custo da logística no país, que corresponde a 12,7% do PIB contra 7,8% nos Estados Unidos.

Demanda por investimentos

Nas décadas de 1970 e 1980, os investimentos em infraestrutura no Brasil representavam um valor superior a 6% do PIB, enquanto que, nas últimas duas décadas, os investimentos ficaram abaixo de 3,0 % a.a.

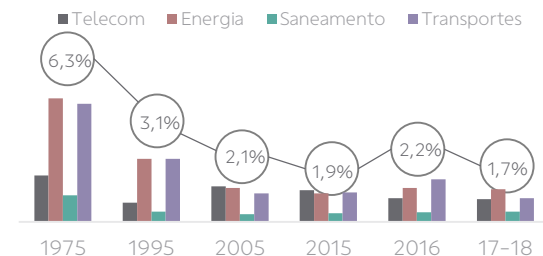
A redução nos investimentos nas últimas décadas colocou o país na 78ª posição no ranking de infraestrutura da Competitividade Global, e o estoque de infraestrutura no Brasil atingiu a marca de 36% do PIB, contra uma média superior a 90% dos países desenvolvidos.

Como resultado da deterioração da infraestrutura de transportes, o custo total de logística no Brasil é equivalente a 12,7% do PIB, contra 7,8% nos EUA.

Devido às restrições fiscais do país, o Governo Federal e os Governos Estaduais deverão transferir para as empresas privadas os investimentos em infraestrutura por meio de concessões públicas.

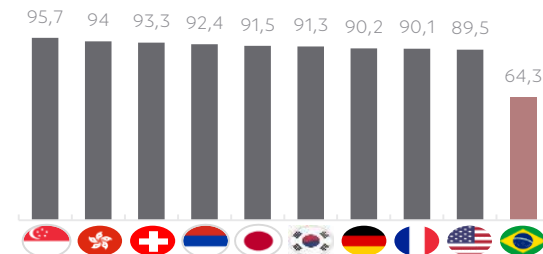
Taxa de Invest. em Infraestrutura

% PIB



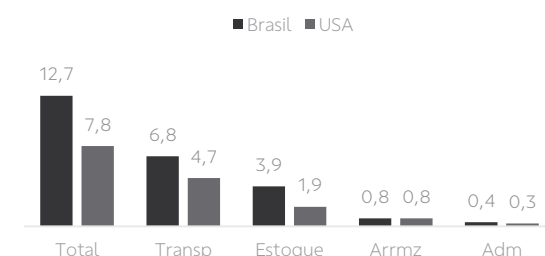
Ranking de Infraestrutura

(0-100)



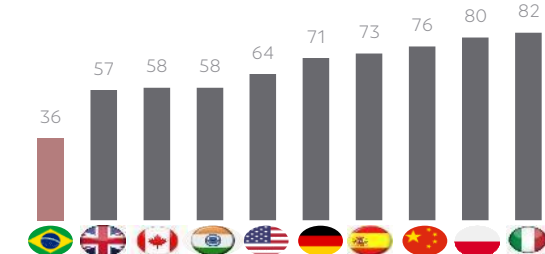
Custo de Logística e Transportes

% PIB



Estoque de infraestrutura

% PIB



Transportes e Logística

Concessões Rodoviárias | Programa de concessão das rodovias federais.

Oferta de ativos - Governo Federal

O Ministério de Infraestrutura e o BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) apresentaram o cronograma estimado para a concessão de rodovias federais, que passam por 11 Estados brasileiros.

Os projetos fazem parte do Programa de Parceria de Investimentos do Governo Federal.

No Paraná, um novo modelo de concessão prevê a implantação de novos pedágios em rodovias estaduais e federais, com cerca de 3,8 mil km de rodovias pedagiadas, divididos em até oito lotes, que demandarão mais de R\$ 33 bilhões em investimentos.

Dentre os principais destaques de leilões previstos para 2021, além da Nova Dutra, estão as concessões das rodovias BR-153, entre Goiás e Tocantins, e a concessão da BR-163, entre Mato Grosso e Pará.

Ecorodovias e CCR são empresas com maior capacidade operacional e financeira no setor de rodovias e, caso venham a conquistar alguma nova concessão, suas ações poderão se valorizar.

Projetos em andamento para concessão

BR -153/080/414GO/TO
Prazo de concessão: 35 anos
Extensão: 851 km
Capex: R\$8,3 bilhões
Data prevista do leilão: 1T 2021

BR -163/230/MT/PA 1
Prazo de concessão: 10 anos
Extensão: 970 km
Capex: R\$1,9 bilhão
Data prevista do leilão: 1T 2021

BR -381/262/MG/ES
Prazo de concessão: 30 anos
Extensão: 672 km
Capex: R\$ 9,8 bilhões
Data prevista do leilão: 1T 2021

BR-364/MT/RO
Prazo de concessão: 30 anos
Extensão: 806 km
Capex: R\$ 8,0 bilhões
Data prevista do leilão: 3T 2022

BR-153/282/470/SC /412
Prazo de concessão: 35 anos
Extensão: 502 km
Capex: R\$ 8,0 bilhões
Data prevista do leilão: 3T 2021

BR-364/060/452/MT/GO
Prazo de concessão: 30 anos
Extensão: 917 km
Capex: n.d
Data prevista do leilão: 3T 2022



Re-licitação

Rodovias Integradas PR
Prazo de concessão: 30 anos
Extensão: 3.8 mil km
Capex: R\$ 33,6 bilhões
Data prevista do leilão: 3T 2021

BR-040/MG/RJ
Prazo de concessão: 30 anos
Extensão: 211 km
Capex: R\$ 3,1 bilhões
Data prevista do leilão: 1T 2022

BR -116 Dutra
Prazo de concessão: 30 anos
Extensão: 627 km
Capex: R\$14,6 bilhões
Data prevista do leilão: 1T 2021

BR-116/493 RJ
Prazo de concessão: 30 anos
Extensão: 711 km
Capex: R\$ 7,9 bilhões
Data prevista do leilão: 3T 2021

Transportes e Logística

Concessões Rodoviárias | Programa de concessões de rodovias estaduais.

Oferta de ativos - Governos Estaduais

Os governos estaduais apresentam limitações orçamentárias e, por meio da figura jurídica das concessões públicas, é possível transferir à iniciativa privada a exploração comercial de seus ativos de rodovias.

O programa de concessões do estado de Minas Gerais foi anunciado em maio de 2019, e deve conceder mais de 2,500 km de estradas com investimentos superiores a R\$ 7,0 bilhões ao longo dos próximos 30 anos.

Em São Paulo, estão previstos R\$ 3 bilhões em investimentos, além de R\$ 2,8 bilhões para a operação e implantação de serviços nas rodovias do litoral Paulista.

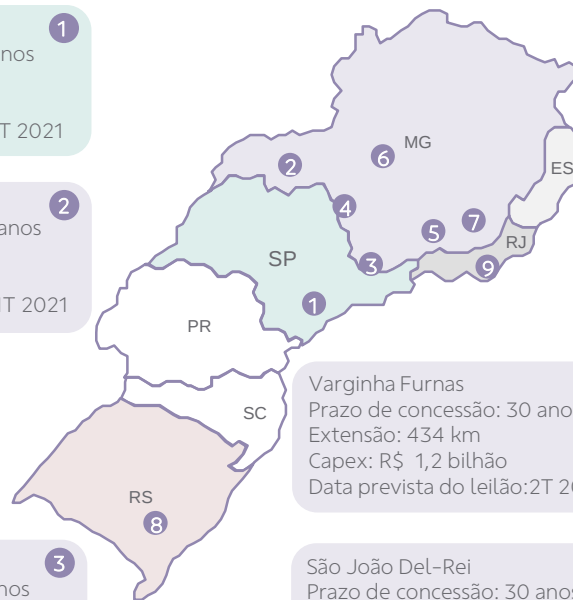
No estado do Rio Grande do Sul, o edital publicado para a concessão da rodovia RSC-287 prevê a duplicação dos 204,5 quilômetros da mesma, e os investimento totais pela futura concessionária serão de R\$ 2,7 bilhões pelo período de 30 anos.

Projetos em andamento para concessão de rodovias estaduais

1
Rodovias Litoral Paulista
Prazo de concessão: 30 anos
Extensão: 248 km
Capex: R\$ 3,2 bilhões
Data prevista do leilão: 2T 2021

2
Triângulo Mineiro
Prazo de concessão: 30 anos
Extensão: 970 km
Capex: R\$ 1,9 bilhões
Data prevista do leilão: 1T 2021

3
Pouso Alegre – Itajubá
Prazo de concessão: 30 anos
Extensão: 424 km
Capex: R\$ 1,2 bilhão
Data prevista do leilão: 1T 2022



6
Itapecerica – Lagoa da Prais
Prazo de concessão: 30 anos
Extensão: 497 km
Capex: R\$ 840 milhões
Data prevista do leilão: n.d.

7
Ouro Preto
Prazo de concessão: 30 anos
Extensão: 242 km
Capex: R\$ 940 milhões
Data prevista do leilão: n.d.

8
RSC – 287
Prazo de concessão: 30 anos
Extensão: 205 km
Capex: R\$ 2,7 bilhões
Data prevista do leilão: Dez /20

5
São João Del-Rei
Prazo de concessão: 30 anos
Extensão: 377 km
Capex: R\$ 910 milhões
Data prevista do leilão: n.d.

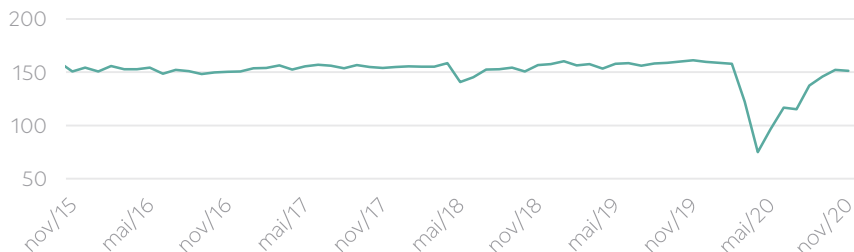
9
RJ-186/RJ-244 /RJ-158
Prazo de concessão: 25 anos
Extensão: 240 km
Capex: R\$ 1,7 bilhão
Data prevista do leilão: n.d.

Transportes e Logística

Concessões Rodoviárias | A retomada da atividade econômica em 2021 vai contribuir para o aumento do fluxo de veículos nas estradas brasileiras. Previsibilidade de fluxo caixa e a proteção contra inflação deverão favorecer as ações do setor.

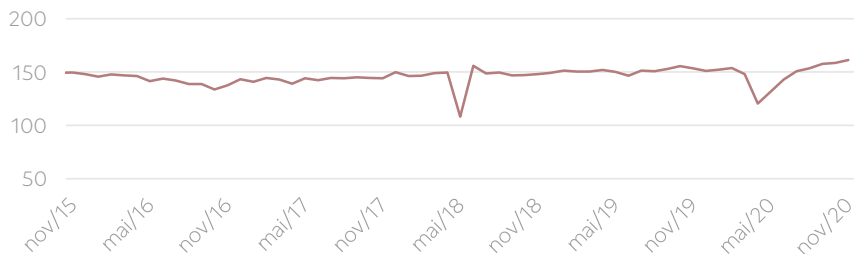
Fluxo de veículos Leves

Índice ABCR



Fluxo de veículos Pesados

Índice ABCR



Impacto nas estradas...

A crise do Covid-19 teve impacto direto na movimentação de pessoas a partir da segunda quinzena de março de 2020. Nas estradas, o fluxo de veículos leves foi penalizado em função das medidas de isolamento social adotadas pelos diversos municípios do país. Com efeito, no acumulado até novembro, a queda apresentada foi de 17,8% em relação ao ano de 2019.

Com relação ao fluxo de veículos pesados, houve um impacto maior no início da pandemia, porém a retomada no transporte de cargas aconteceu rapidamente em função das articulações entre o ministério de infraestrutura e toda a cadeia produtiva do país. Com isso, o risco de desabastecimento foi mitigado e o fluxo de caminhões nas estradas apresentou queda de apenas 1,9% no acumulado até novembro em relação a 2019, segundo a ABCR.

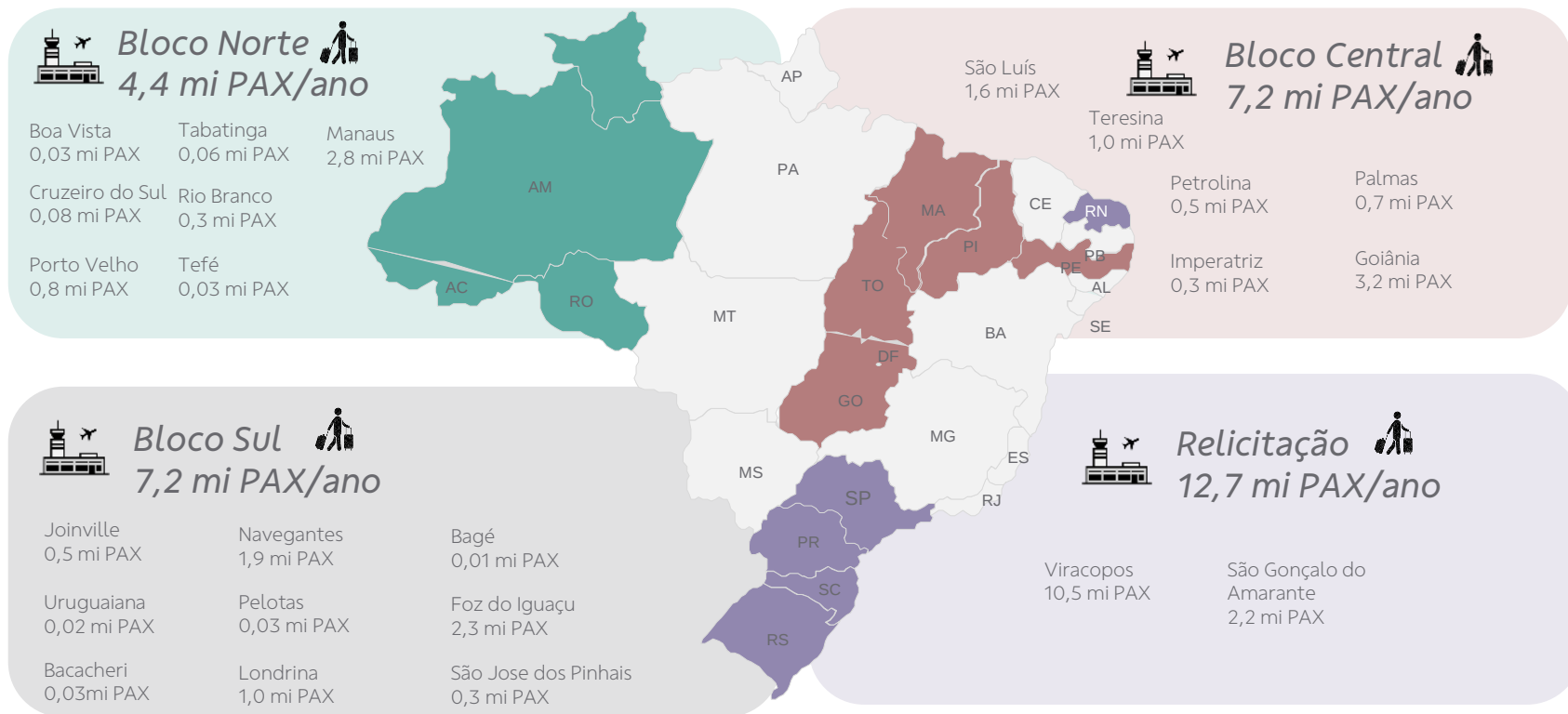
A retomada da atividade econômica em 2021 vai contribuir para o aumento no fluxo total de veículos nas estradas brasileiras nos próximos anos.

As empresas listadas CCR e Ecorodovias deverão ser compensadas por meio do reequilíbrio econômico-financeiro dos contratos, em função da queda no fluxo de veículos no período de isolamento social.

Compensações sobre a isenção de cobrança dos eixos suspensos, além de aditivos contratuais, em análise junto aos órgãos reguladores, deverão estender o prazo das atuais concessões e ainda poderão destruir valor nas ações das companhias ao longo de 2021.

Transportes e Logística

Aéreo | Em 2021, o Governo Federal vai realizar a concessão de 21 aeroportos distribuídos em 3 blocos – Norte, Central e Sul – bem como também deverá acontecer a re-licitação dos aeroportos de Viracopos e de São Gonçalo do Amarante.



Transportes e Logística

Aéreo | A indústria de aviação no Brasil vinha se recuperando desde 2017, com a retomada no número de passageiros transportados. Diante da crise do Covid-19, a quantidade de passageiros transportados em 2020 será inferior ao ano de 2010.

Mercado em desenvolvimento

O mercado de aviação no Brasil ainda se encontra em estágio de maturação. O índice de passageiros per capita é de 0,43, inferior em relação aos 0,52 da Colômbia e 0,53 do Chile.

Considerando a população do Brasil, com 210 milhões de habitantes, a evolução de 0,10 viagem per capita representaria uma adição de 21 milhões de viagens no mercado brasileiro.

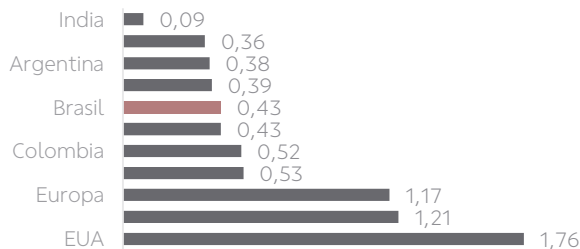
Diante da crise do Covid-19, os modelos de negócio das companhias aéreas passaram por um teste de stress sem precedentes. O ajuste de oferta medido pelo ASK foi superior a 50% em 2020.

No Brasil, a Gol e a Azul conseguiram superar a crise negociando com toda a cadeia de fornecedores e reguladores. No Chile, a Latam entrou com pedido de recuperação judicial.

A retomada da atividade econômica no Brasil contribuirá para a recuperação da demanda por voos domésticos e internacionais ao longo dos próximos anos.

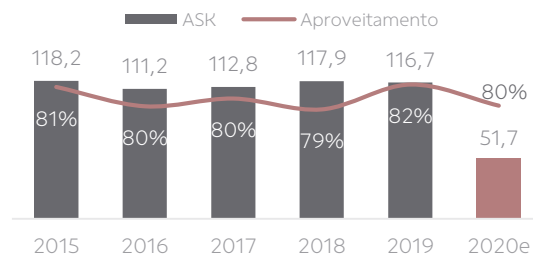
Viagens Per capita por País

Valor per capita



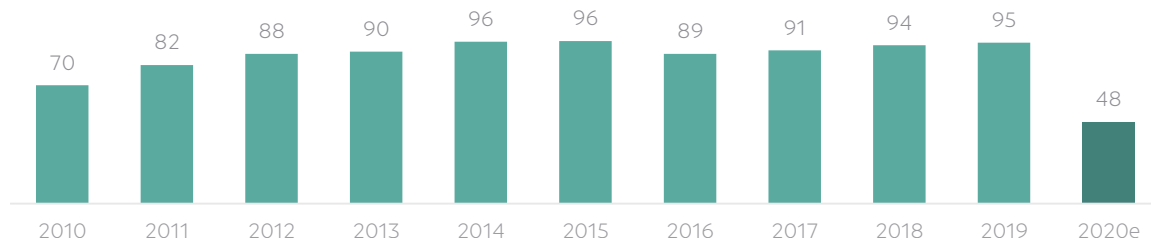
ASK e Taxa de ocupação

Bilhões e %



Passageiros Transportados em Voos Domésticos no Brasil

milhões



Transportes e Logística

Aéreo | A recuperação lenta e gradual, desde mês de maio, ainda não foi o suficiente para que a demanda atinja os mesmos níveis do período pré-Covid.

Retomada do setor

A maior crise já enfrentada pelo setor aéreo mundial colocou as companhias aéreas em constante aprimoramento na forma de atuação junto aos clientes, fornecedores e órgãos reguladores.

Com relação aos fornecedores, as negociações mais relevantes ocorreram junto às companhias de arrendamento de aeronaves (*lessors*) e também junto aos credores financeiros (Bancos).

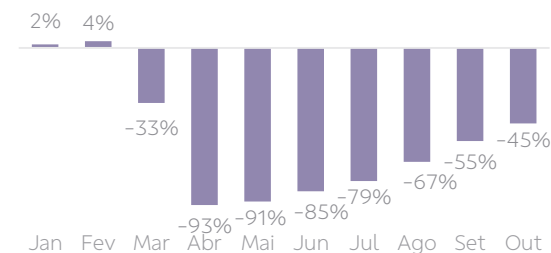
Do ponto de vista regulatório, destacam-se as flexibilizações das exigências de frequência e pontualidade dos slots, e a conversibilidade de aeronaves de passageiros para transporte de cargas.

No Brasil, as mudanças regulatórias trabalhistas também contribuíram com a redução de jornada e salários na folha de pagamento das companhias.

A demanda doméstica vem se recuperando gradualmente e deverá encerrar 2020 entre 80% e 90% da demanda observada em 2019.

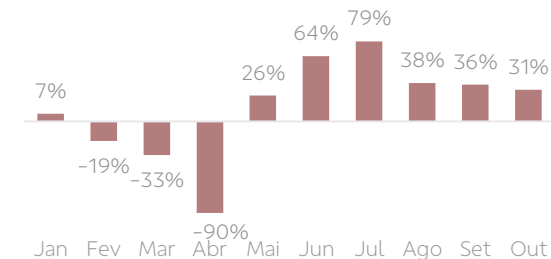
RPK Doméstico

% a/a



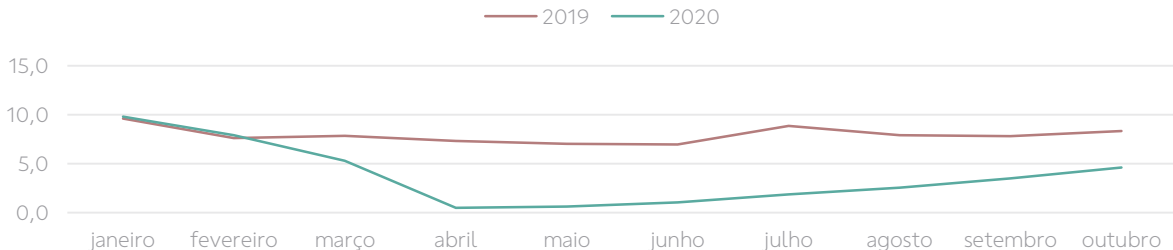
RPK Doméstico

% m/m



RPK Doméstico

bilhões



Transportes e Logística

Aéreo | O *boom* nas vendas de e-commerce contribuiu para uma recuperação no segmento de transportes de cargas mais acelerada em comparação ao transporte de passageiros.

De carona com o e-commerce...

Com a crise do Covid-19, houve uma redução drástica na quantidade voos domésticos e internacionais ao longo do ano de 2020.

O transporte de cargas aéreas utiliza-se de aviões cargueiros e também dos porões dos aviões comerciais de passageiros.

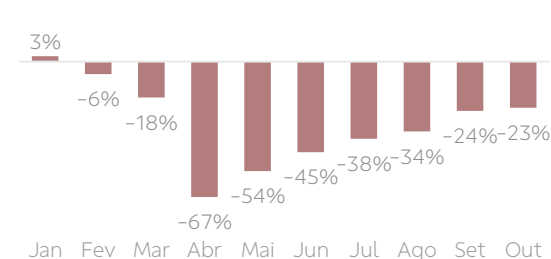
Para atender a demanda no transporte de cargas, foram autorizadas adaptações em aeronaves de passageiros para a utilização como transporte de cargas nos espaços em que habitualmente ficam as poltronas.

Dessa forma, mesmo com a redução na quantidade de aeronaves voando, a indústria aérea conseguiu manter a oferta de capacidade por meio do transporte de cargas e correio.

O aumento das vendas on-line, no período da pandemia, ampliou a demanda pelo transporte de cargas aéreas. Com efeito, a recuperação dos volumes transportados tem sido superior em comparação ao transporte de passageiros.

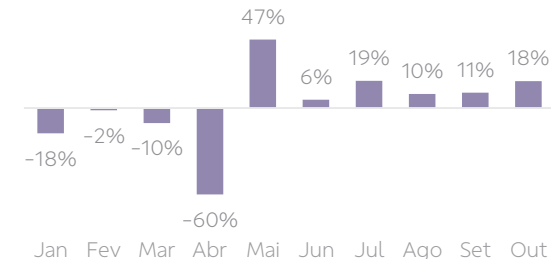
Carga e Correio

% a/a



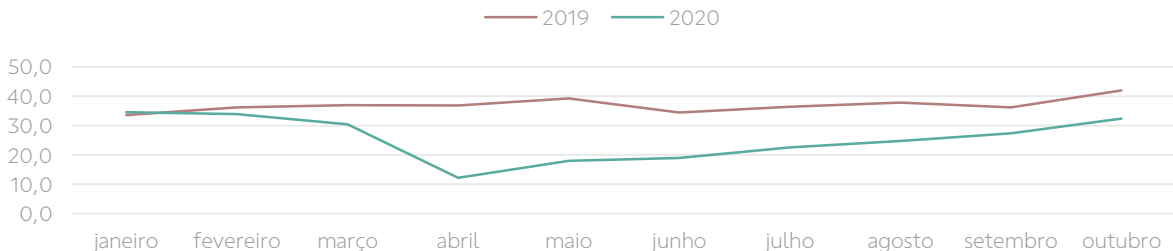
Carga e Correio

% m/m



Carga e Correio

Mil toneladas



Transportes e Logística

Locação | 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.

Tendência de mercado

A tarifa de locação de veículo no Brasil vem apresentando queda há mais de 10 anos. Em 2014, o valor de uma locação diária correspondia a 12% do salário mínimo e, em 2020, o patamar atingiu os 6%.

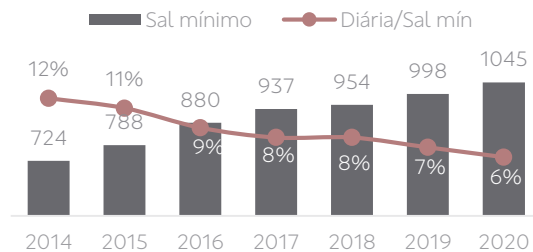
Além da maior acessibilidade na locação de um veículo, o comportamento da população no Brasil vem apresentando mudanças que privilegiam a experiência de alugar um carro, ao invés de adquiri-lo. Outro fator importante no segmento de locação de veículos é o fenômeno “Aplicativos de Mobilidade”. Nos últimos anos, milhares de pessoas optaram por alugar um carro e iniciar uma atividade remunerada por meio dos aplicativos de compartilhamento de veículos.

O Brasil apresenta números pouco expressivos em termos de maturação de negócios de locação de veículos, em comparação aos países desenvolvidos.

A mudança de comportamento dos consumidores e a terceirização da frota corporativa no Brasil permitirão que o setor cresça nos próximos anos.

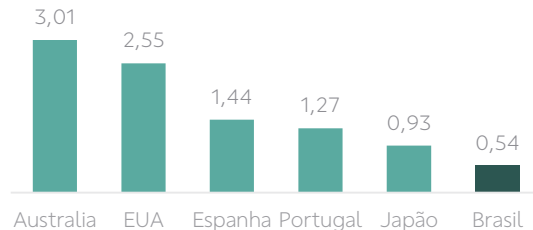
Salário Mínimo vs Valor da Diária

R\$ e %



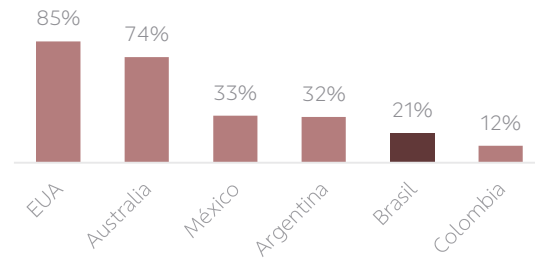
RAC

Locação per capita



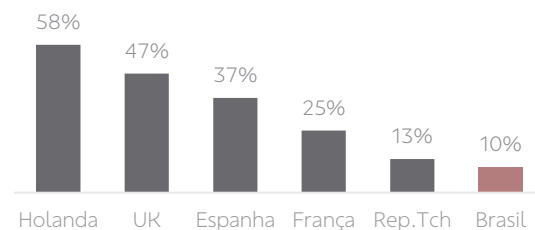
Percentual da População com Carro

%



GTF

% Frota corporativa alugada



Seleção Transportes e Logística: Ecorodovias

A retomada da economia impulsiona o fluxo de veículos nas estradas. As rodadas de licitação de rodovias federais e estaduais contribuirão para a Ecorodovias ampliar seu portfólio de investimentos e destravar valor das suas ações no mercado.

Tese de Investimentos

A Ecorodovias investe na construção e na manutenção de ativos rodoviários e portuários com foco estratégico de crescimento, otimização de CAPEX com utilização de tecnologia avançada, e gestão no controle e disciplina de custos. O portfólio da Ecorodovias é composto por 11 concessões rodoviárias, com mais de 3 mil km, e um ativo portuário (Ecoporto), localizados nos principais corredores comerciais das regiões Sul e Sudeste, passando por oito estados brasileiros.

O posicionamento geográfico dos ativos da companhia concentra 2/3 do PIB brasileiro e mais da metade da população do país.

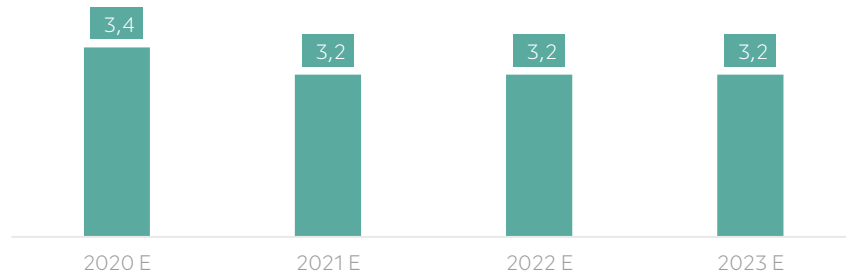
Os próximos leilões de rodovias federais e estaduais contribuirão com a tese de crescimento da companhia. Aditivos contratuais das atuais concessões e reequilíbrio econômico dos contratos de concessão com as agências reguladoras poderão destravar valor nas ações da Ecorodovias em 2021.

Riscos

Dentre os principais riscos para a tese de investimentos da companhia, destacamos: (i) retomada da atividade econômica menor do que esperado; (ii) quebra de safras agrícolas; (iii) alta no preço dos combustíveis; (iv) desastres ambientais e períodos longos de chuvas com interrupção no fluxo de veículos nas estradas; e (v) riscos regulatórios.

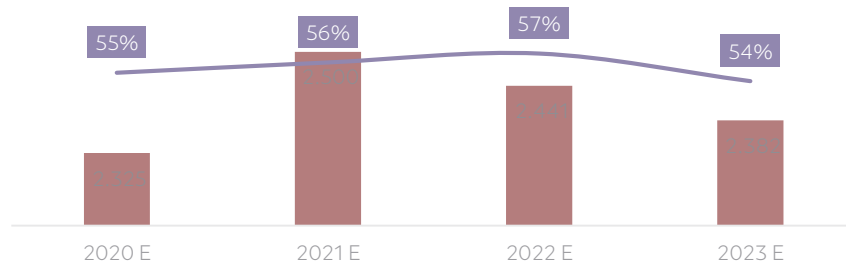
Dívida Líquida/EBITDA

Indexador



EBITDA Ajustado e Margem EBITDA Ajustada

R\$ milhões %



Seleção Transportes e Logística: Localiza

O setor de locação de veículos, ainda sub-penetrado no Brasil, permitirá à Localiza executar seus diferenciais competitivos e mercadológicos entregando crescimento e rentabilidade aos investidores.

Tese de Investimentos

O ciclo de negócios da Localiza inicia-se na captação de recursos financeiros (dívida), seguido pela compra de veículos, locação e encerra-se com a venda dos ativos.

A Localiza apresenta diferenciais em praticamente todas as etapas da cadeia de negócio. Em termos de captação, a empresa tem amplo acesso ao mercado de dívida e suporte de acionistas (*equity*), o que lhe confere o menor custo de capital entre as empresas do setor.

Como principal comprador de veículos no país, a Localiza se beneficia do longo histórico de relacionamento com as montadoras, o que possibilita capturar vantagens competitivas em termos de preço na aquisição de veículos.

A marca Localiza é considerada *top of mind* entre os consumidores de locação que, somada à sua posição de liderança, permite uma precificação ótima na tarifa.

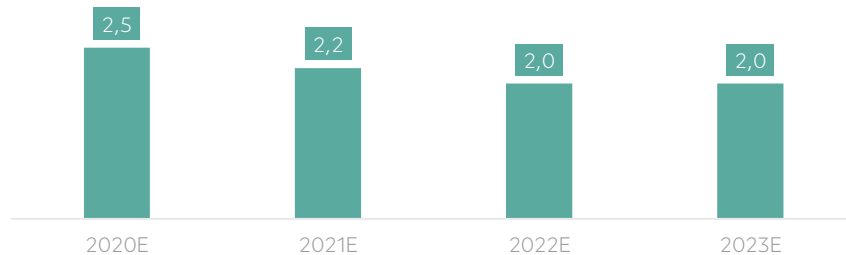
A Localiza tem a maior rede de distribuição de seminovos do Brasil, que permite sustentar margens operacionais positivas no segmento de seminovos.

Riscos

Dentre os principais riscos para a tese de investimentos da companhia, destacamos: (i) novos entrantes no mercado de locação, em especial as montadoras; (ii) mudanças na alíquota de PIS e Confins, equiparando a tributação de máquinas e equipamentos; e (iii) restrições de quantidade de veículos locados dos aplicativos de compartilhamento.

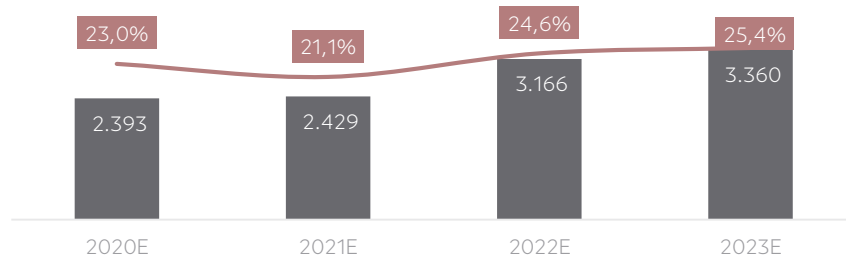
Dívida Líquida/EBITDA

Indexador



EBITDA Ajustado e Margem EBITDA Ajustada

R\$ milhões e %



Seleção Transportes e Logística: Simpar

O portfólio diversificado da Simpar confere complementariedade e sinergia entre os negócios do grupo. A abertura de capital da subsidiária Vamos, a desalavancagem financeira e a rentabilidade serão a tônica da companhia em 2021.

Tese de Investimentos

O grupo Simpar é o maior comprador de caminhões e um dos maiores compradores de veículos leves do país. Dessa forma, o grupo se posiciona como o maior consumidor individual do setor automotivo brasileiro, o que lhe confere diferenciais competitivos favoráveis dentro do macroambiente da logística e mobilidade urbana.

O modelo de negócio da Simpar é distribuído entre 79% de locação e 19% em serviços de logística. Este é um modelo que oferece maior previsibilidade de fluxo de caixa, com 85% da receita da companhia vindo de contratos de longo prazo.

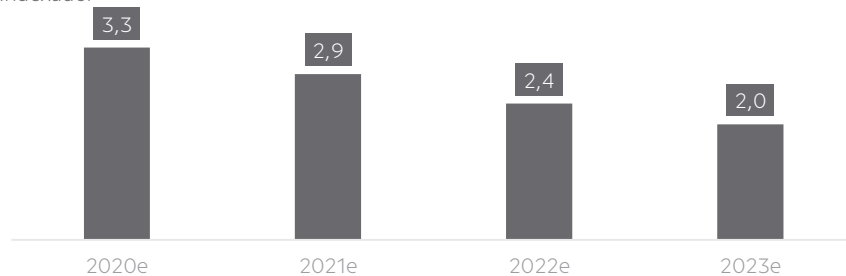
A sinergia e complementariedade entre os negócios do grupo permitiu nos últimos anos a entrega de crescimento, desalavancagem financeira e rentabilidade. E, em 2021, com a abertura de capital da Vamos, a *holding* deve continuar adicionando valor aos investidores e acionistas através desses pilares mercadológicos que sustentam os negócios do grupo.

Riscos

Dentre os principais riscos para a tese de investimentos da companhia, destacamos: (i) aumento na taxas de juros; (ii) novos entrantes nos mercados de locação de veículos leves e pesados, em especial as montadoras; e (iii) retomada da atividade econômica aquém do esperado.

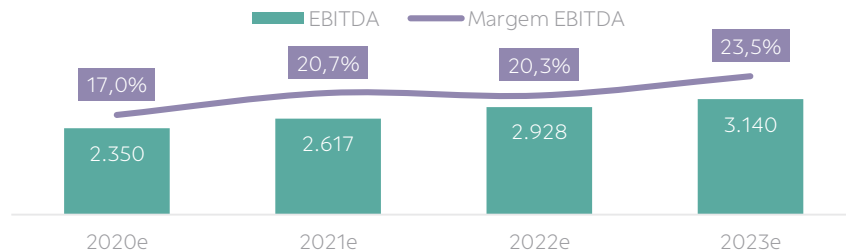
Dívida Líquida/EBITDA

Indexador



EBITDA Ajustado e Margem EBITDA Ajustada

R\$ milhões e %



Bens de Capital

Dezembro 2020

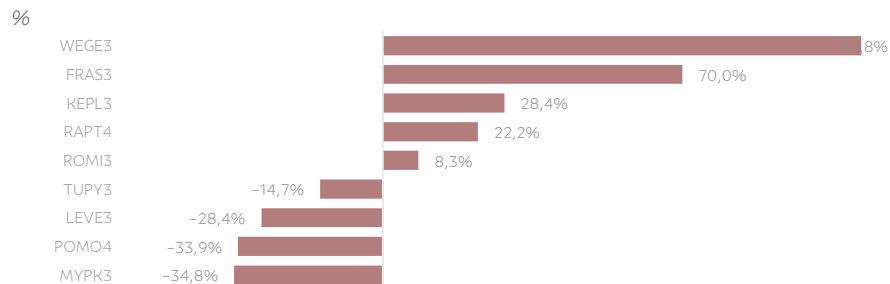
Por **Catherine Kiselar**

Bens de Capital

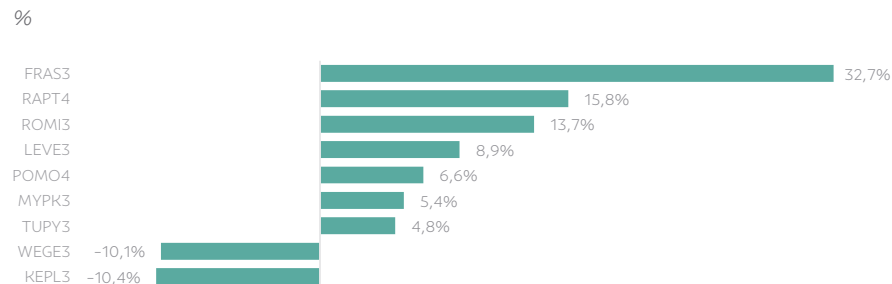
Indicadores de mercado de empresas selecionadas. Seleção: TUPY3 e WEGE3.

Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2021 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2021e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2021e	EV/EBITDA Média 5 anos
FRAS-LE	FRAS3	9,69	-	-	-	2.108,2	280,1	-	7,8	-	5,2
KEPLER WEBER	KEPL3	37,15	-	-	-	977,5	- 39,1	-	5,3	-	2,8
MAHLE-METAL LEVE	LEVE3	20,55	-	-	-	2.636,7	250,3	15,2	10,9	7,1	7,1
IOCHPE-MAXION	MYPK3	14,57	20,00	37,3%	Neutra	2.239,7	2.415,4	13,1	12,7	6,2	5,0
MARCOPOLO	POMO4	2,91	-	-	-	2.694,0	576,9	16,5	15,5	8,7	12,3
RANDON	RAPT4	16,24	16,00	-1,5%	Compra	5.109,7	1.013,7	18,0	16,4	8,1	7,4
INDUSTRIAS ROMI	ROMI3	13,20	-	-	-	968,0	201,0	-	8,5	-	4,7
TUPY	TUPY3	21,58	31,00	43,7%	Compra	3.111,4	644,0	13,2	10,4	5,3	5,0
WEG	WEGE3	72,87	94,00	29,0%	Compra	152.929,3	- 902,5	58,4	29,6	43,1	22,3

Performance em 2020



Performance 1 mês



Bens de Capital

Contextualização | As restrições sociais e produtivas causadas pelo Covid-19 geraram impactos relevantes à Indústria Automotiva, enquanto Máquinas e Equipamentos resiste. No horizonte, boas perspectivas de recuperação.

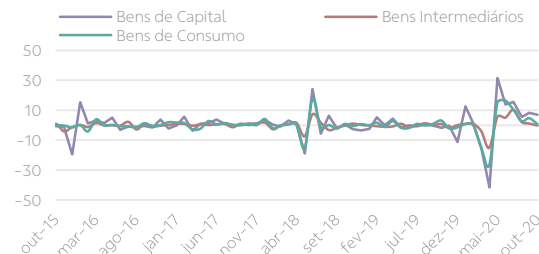
Partindo de um 2019 desafiador para exportações, fortemente impactado pela crise Argentina e desaceleração econômica europeia, o ano de **2020 se iniciava** mais otimista, com avanços voltados ao mercado interno e, na outra frente, com esforços para a recomposição de volumes exportados. Porém, as expectativas, mesmo que desafiadoras, foram frustradas com a chegada do Covid-19, a pandemia que mudaria as regras do jogo.

Os efeitos econômicos sentidos na China (fev/20) logo foram exportados de Wuhan, a cidade epicentro e principal polo automotivo mundial, para Brasil e o Mundo, trazendo **forte impacto para indústria** de Bens de Capital.

Os dados mais recentes de 2020* sinalizam utilização da capacidade produtiva industrial (FGV) de 79,7% (ante 57,3% de abril), Confiança do Consumidor em 77,6 pts, Empresarial em 93,9 pts (FGV) e PIB de Bens de Capital em -15,6 % a/a (IBGE). **Esses indicadores estão em trajetória de recuperação**, apesar do IPP (Índice de Preços ao Produtor) acumular alta 17,44% a/a sobre 2019, reflexo da alta nos preços administrados na pandemia.

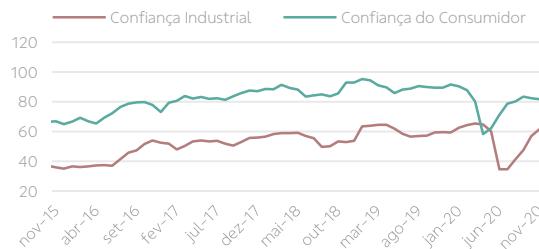
Produção Industrial Brasileira

Variação % m/m



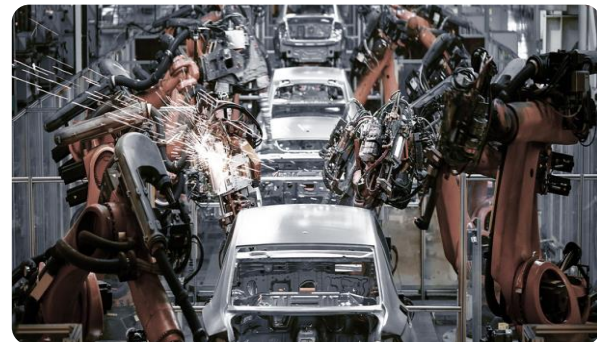
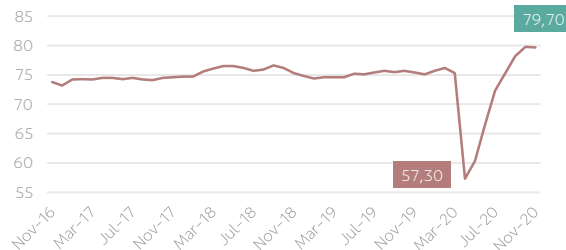
Confiança do Consumidor x Industrial

Pts



Utilização da Capacidade Produtiva

% m/m



Bens de Capital

Contextualização | Veículos pesados foi o fôlego da Indústria Automotiva, cuja produção retrocedeu 20 anos em 2020. Máquinas e Equipamentos surpreendeu, ancorado na demanda de setores essenciais, como o agronegócio.

Indústria Automotiva

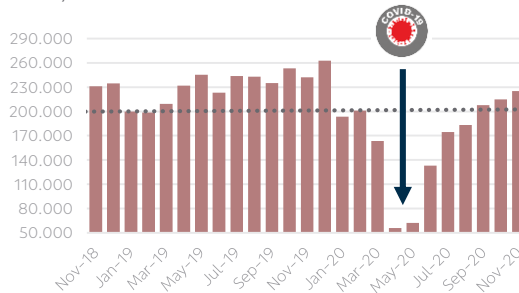
Amargou os menores patamares já registrados: vendas de veículos em queda de 75% a/a em maio (pior desde 1992), exportações recuaram 91% a/a também em maio (pior desde 1978), após registrar, em abril, o fundo do poço na produção, com queda 76% a/a (pior volume em 20 anos), agravado pela deterioração das condições de crédito e fechamento das concessionárias. As vendas de 2020 acumulam queda de 26,2% a/a – menos brusca que a inicialmente esperada pela Fenabrave, Anfavea e IHS Markit. O fôlego do setor foi a venda de veículos pesados, que registra queda de apenas 13,9% a/a em 2020*.

Máquinas e Equipamentos

Apesar da queda nas exportações (-28,5% a/a), a produção recuou apenas 15,5%, em função das vendas de máquinas agrícolas e rodoviárias, cujo desempenho surpreendeu até os mais otimistas: +3,8% a/a no mercado interno, puxado pela demanda do Agronegócio, com safra recorde (Conab e USDA), e de outros setores essenciais como Construção e Energia, sólidos na pandemia.

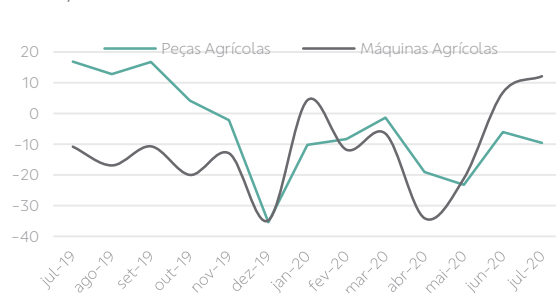
Vendas de Veículos - Brasil

% m/m



Produção de Bens de Capital

% m/m



Impactos do COVID-19



Bens de Capital

Perspectivas 2021 | Vemos no horizonte uma recuperação gradual do setor, com retomada da demanda tradicional e retorno gradativo de investimentos. Inflação e insuficiência de insumos devem figurar como limitador.

Perspectivas 2021

A retomada gradativa nas vendas observada a partir do 3T20 e a confiança do empresário industrial a níveis pré-pandemia, somada aos ascendentes indicadores de atividade industrial, corroboram para a nossa **perspectiva positiva** para Bens de Capital em 2021. Os sinais vitais da atividade do setor devem ficar mais fortes com a retomada econômica, beneficiada pelos avanços no programa de vacinação contra o Covid-19 e pacotes de auxílio governamentais coordenados aos fortes pleitos setoriais.

Ainda, na visão macro, a conjuntura econômica mundial, agravada pela pandemia, colocou em compasso de espera os investimentos em Bens de Capital. Porém, acreditamos que a menor percepção de risco poderá criar um ambiente doméstico mais propício para desfecho de pautas estruturais, abrindo espaço para discussão de pautas setoriais, voltadas à infraestrutura, como o Marco do Saneamento e a Lei do Gás. Estes investimentos, diante de condições de crédito mais competitivas, servirão de propulsor para a retomada de investimentos de longo prazo de grandes setores.

Para 2021, os segmentos essenciais (Agronegócio, Energia, Construção, Óleo e Gás) continuarão protagonizando a demanda. Vemos também recuperação da demanda de produtos de ciclo curto – mais afetada pelo Covid-19. Já os impactos da pandemia nos negócios de ciclo longo devem ocorrer somente em 2022-2023, haja vista uma carteira de pedidos saudável para 2021, mas cujos efeitos poderão ser mitigados a depender da diversificação geográfica e mix de produtos das empresas.

Pontos Positivos

Mais eficientes: as companhias devem colher frutos das reestruturações e iniciativas de ganhos eficiência e produtividade anunciadas em 2019, apesar da pressão de custos esperada para 2021.

Um novo racional para investir: tendência de que veio pra ficar, as companhias devem investir e inovar através de parcerias e *startups*.

Melhor mix de produtos: readequação do mix de produtos ao encontro de demandas pujantes específicas, segmentos essenciais e produtos de maior valor agregado.

Comunicação Estratégica: mais híbrida para 2021, deve ser reformulada de modo a atender, além do institucional, também o investidor pessoa física, com foco especial na temática ESG (do inglês para Ambiental, Social e Governança)

Riscos

Maiores Custos: em linha com a alta acumulada alta 17,44% a/a no IPP (Índice de Preço ao Produtor) de 2020, em razão dos preços administrados ao longo da pandemia, o setor deve sofrer pressão de margens em 2021.

Insuficiência de Insumos: a escassez de insumos sentida no 4T20, reflexos da pandemia, combinada à alta do dólar, devem figurar como principal limitador na recuperação de rentabilidade do setor.

Seleção Bens de Capital: WEG

Escolhemos a Weg para compor a seleção pelas sólidas e recorrentes entregas, e resiliência diante dos desafios trazidos pelo Covid-19. Seus negócios tradicionais, somados aos Negócios Digitais, trazem valor e potencializam os resultados futuros.

Tese de Investimentos

A Weg é uma multinacional de abrangência global, com portfólio de produtos diversificado, de ambos os ciclos curto e longo, por meio dos segmentos de Equipamentos Eletroeletrônicos Industriais, e de Geração, Transmissão e Distribuição. Em 2020, a chegada da pandemia testou e aprovou a sua estratégia corporativa, uma vez que trouxe resultados recordes, sólidos e recorrentes, mesmo no 2T20 – cenário devastado pelo Covid-19.

De forma estratégica, a companhia tem focado em: (i) geração de energia solar e outras fontes renováveis, e (ii) Negócios Digitais, haja vista os movimentos divulgados em 2019/2020, como as aquisições da PPI-Multitask, V2COM, Mvisia e BirminD, que tem sido traduzidos na ampliação de seu portfólio de produtos.

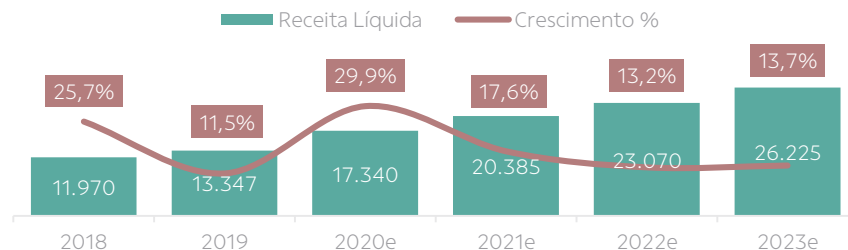
Nossas perspectivas permanecem positivas para a companhia, sustentadas por sua diversificação (geografia e portfólio de produtos), solidez do balanço e níveis de caixa confortáveis.

Riscos

Dentre os principais riscos para a tese de investimentos da companhia, destacamos: (i) recuperação mais longa do que o esperado para a economia brasileira e mundial, com reflexos no consumo de produtos de ciclo curto, mas, em especial, de ciclo longo (maiores margens); (ii) delonga ou não atingimento do potencial crescimento em Negócios Digitais, de Energia Solar e outras fontes renováveis, (iii) elevada exposição à moeda estrangeira; e (iv) um desempenho aquém do esperado na estratégia de fusões e aquisições.

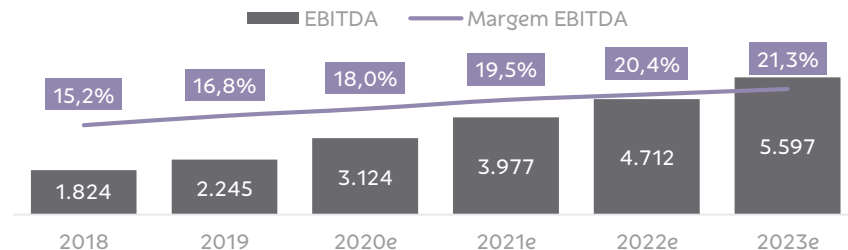
Receita Operacional Líquida e Crescimento

R\$ milhões e %



Estimativas de EBITDA Ajustado e Margem EBITDA

R\$ milhões e %

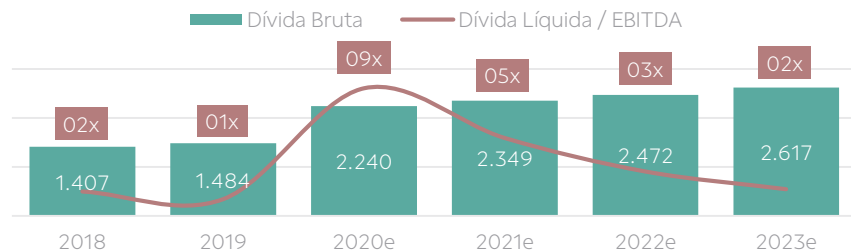


Seleção Bens de Capital: Tupy

A escolha da Tupy tem o seguinte racional: por um lado, a retomada da sua estratégia de mix de produtos de maior valor agregado trará incremento de margens; por outro, ainda há espaço para a valorização dos papéis aos níveis pré-Covid.

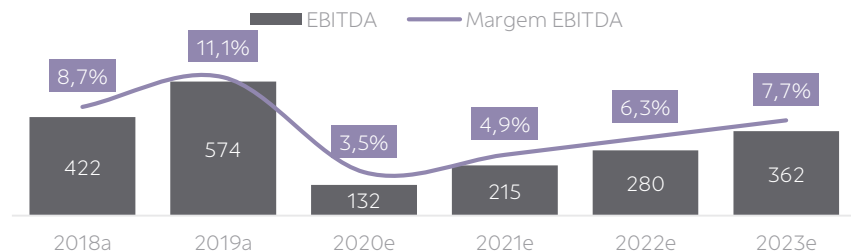
Estimativas de Dívida Bruta e Dívida Líquida/EBITDA

R\$ milhões e índice



Estimativas de EBITDA e Margem EBITDA

R\$ milhões e %



Tese de Investimentos

Apesar de os resultados do 2T20 terem sido impactados pela pandemia, em virtude de sua exposição ao segmento Automotivo, a nossa perspectiva se mantém positiva para a Tupy, cuja tese permanece sólida.

Sua tese tem por fundamento a recuperação beneficiada pelo retorno da contribuição de margens de produtos e serviços de maior valor agregado, e o avanço nesta estratégia, combinada a ganhos eficiência e produtividade, potencializados pela aquisição da Teksid (em fase de aprovação do CADE - 2ª instância). Em 2021, a Tupy espera agora colher os frutos de suas iniciativas de ganhos de eficiência e produtividade, como por meio da flexibilização da produção entre as plantas – estratégia dos Anéis de Defesa.

Além disso, acreditamos que o papel segue descontado em relação aos níveis pré-pandemia, o que pode trazer boas oportunidades com relação ao potencial de valorização em 2021.

Riscos

Dentre os principais riscos para a tese de investimentos da companhia, destacamos: (i) recuperação mais longa do que o esperado para a economia brasileira e mundial, em especial para a Indústria Automotiva, (ii) elevada exposição à moeda estrangeira e sua variação cambial, que pode impactar significativamente as receitas e custos da companhia, (iii) elevação na pressão de custos; e (iv) desempenho aquém do esperado da estratégia de fusões e aquisições.

Varejo

Dezembro 2020

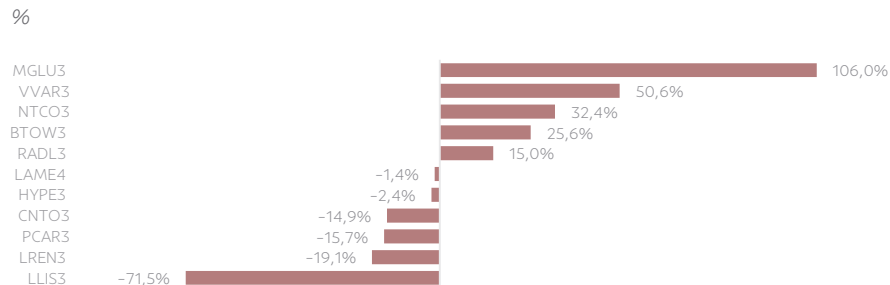
Por **Geórgia Jorge**

Varejo

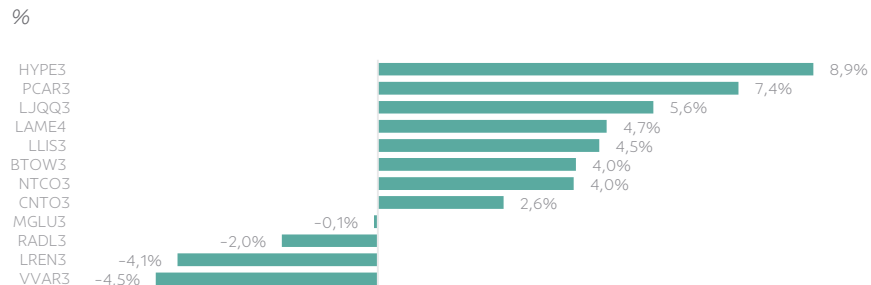
Indicadores de mercado de empresas selecionadas. Seleção: CNTO3 e MGLU3.

Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2021 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2021e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2021e	EV/EBITDA Média 5 anos
B2W CIA DIGITAL	BTOW3	78,66	113,40	44,2%	Compra	44.020,7	239,4	240,9	3533,7	34,0	21,5
GRUPO SBF	CNTO3	29,95	36,20	20,9%	Compra	7.244,6	1.078,6	38,5	32,3	14,6	13,5
HYPERA	HYPE3	33,89	39,90	17,7%	Compra	21.466,6	-	14,3	16,0	13,0	13,3
LOJAS AMERICANAS	LAME4	25,53	35,30	38,3%	Compra	44.257,5	7.028,4	38,4	38,5	12,5	10,0
LOJAS QUERO QUERO	LJQQ3	15,00	18,70	24,7%	Compra	2.809,4	273,3	30,0	33,0	11,9	13,8
RESTOQUE COMERCIO E CONFEÇ	LLIS3	4,85	7,30	50,5%	Neutra	333,9	1.003,8	-	22,7	-	5,6
LOJAS RENNER	LREN3	45,19	47,10	4,2%	Neutra	35.978,9	2.012,1	32,0	24,3	15,1	13,7
MAGAZINE LUIZA	MGLU3	24,52	34,70	41,5%	Compra	159.353,7	-	174,8	78,1	71,5	23,1
NATURA & CO HOLDING	NTCO3	51,18	58,20	13,7%	Compra	70.373,4	7.764,5	71,4	30,2	14,7	11,4
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUIC	PCAR3	74,30	99,30	33,6%	Compra	19.938,5	14.907,0	14,5	15,6	5,0	7,0
RAIA DROGASIL	RADL3	25,53	31,40	23,0%	Compra	42.173,8	4.011,9	51,0	38,5	23,8	18,4
VIA VAREJO	VVAR3	16,82	24,80	47,4%	Compra	26.867,3	9.120,0	42,5	34,2	12,1	5,9

Performance em 2020



Performance 1 mês



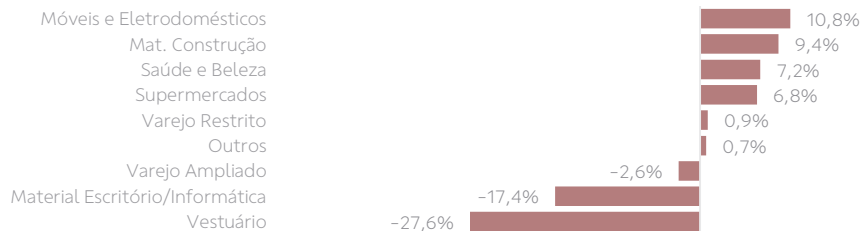
Varejo

Recuperação de vendas no varejo amparada pela manutenção do comércio físico aberto, mas pressionada pela menor capacidade de consumo diante da elevada taxa de desemprego e do fim do auxílio emergencial.

O ano de 2020 trouxe uma dinâmica sem precedentes para o setor varejista. As medidas governamentais de combate ao Covid-19 ocasionaram o fechamento de lojas físicas, o que prejudicaram as vendas de itens não essenciais. Por outro lado, a necessidade de isolamento social, traduzido em *home office*, *home schooling* e fechamento de bares e restaurantes, fez com que os consumidores permanecessem em suas casas por mais tempo, gerando uma demanda por produtos que promovessem maior utilidade e conforto durante esse período. Com isso, vimos um forte impulsionamento das vendas digitais, aliado a uma vigorosa performance de vendas de bens não essenciais, como móveis e eletrodomésticos, os quais geralmente se retraem em cenários econômicos desafiadores como o que vimos em 2020. Para 2021, temos uma visão neutra com relação à perspectiva para o setor varejista. Enquanto, por um lado, o segmento se beneficiará de um programa de vacinação contra o Covid-19, permitindo a manutenção do comércio físico aberto e a retomada das atividades suspensas, por outro, o setor será negativamente impactado pelo fim do auxílio emergencial concedido pelo Governo Federal, combinado com um cenário no qual a taxa de desemprego ainda deve se manter em patamares elevados. Nesse contexto, companhias que foram fortemente beneficiadas pelo aumento da demanda em 2020 (móveis e eletrodomésticos, material de construção e supermercados), terão um ano mais desafiador em 2021, dada a forte base comparativa, ao passo que as companhias que foram mais prejudicadas pela redução do fluxo de pessoas e fechamento de lojas físicas (vestuário e calçados), apresentarão uma performance melhor ante o observado em 2020.

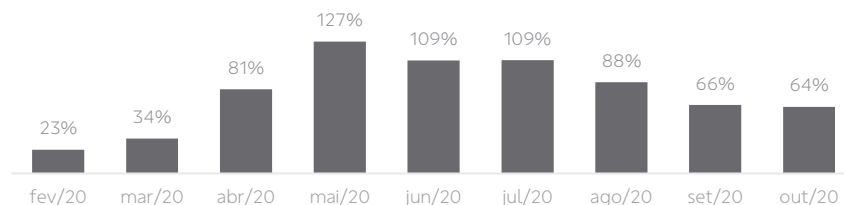
Variação do Volume de Vendas em 2020 – até outubro

% a/a



Variação do Faturamento no E-commerce

% a/a



Varejo

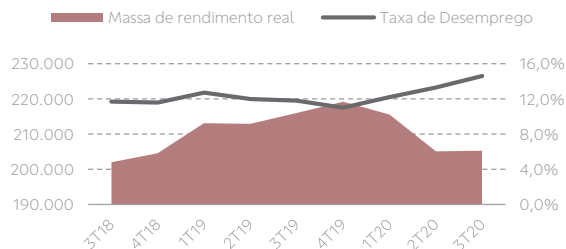
Apesar de a taxa de desemprego se manter em patamar elevado em 2021, o que pode vir a pressionar a inadimplência, esperamos gradual incremento na confiança do consumidor diante da vacinação contra o Covid-19.

Emprego

A taxa de desemprego vem em movimento ascendente desde o início do ano, tendo atingido 14,6% ao final do 3T20. A massa de rendimento real, por sua vez, apresentou um decréscimo de 4,9% a/a, atingindo R\$ 205,3 bilhões no mesmo período. Esperamos que a taxa de desemprego permaneça em altos patamares em 2021, pressionando a massa de rendimentos e a capacidade de consumo das famílias.

Massa Rendimentos e Tx. Desemprego

R\$ milhões e %

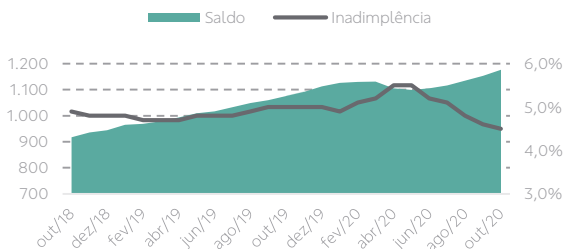


Crédito

Em out/20, o saldo de crédito com recursos livres atingiu R\$ 1.175,9 bilhão, um acréscimo de 9,3% a/a, impulsionado pelo crédito não rotativo, cujo incremento foi de 12,7% em razão das renegociações realizadas em função do Covid-19. Como resultado, houve redução na inadimplência desde maio deste ano, atingindo 4,5% em out/20, o que pode se reverter com o fim do período de carência das parcelas e do auxílio emergencial do Governo.

Crédito Rec. Livres e Inadimplência

R\$ bilhões e %

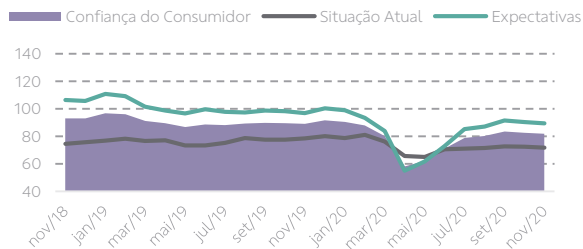


Confiança do Consumidor

Após atingir um vale de 58,2 pontos em abril/20, a confiança do consumidor vem se mantendo ao redor de 80 pontos, dada a preocupação dos consumidores com o fim do auxílio emergencial e as incertezas em torno do impactos do Covid-19 sobre a economia. Esperamos uma recuperação gradual do índice, conforme seja aprovado um amplo programa de vacinação contra o Covid-19.

Confiança do Consumidor

Pontos



Varejo

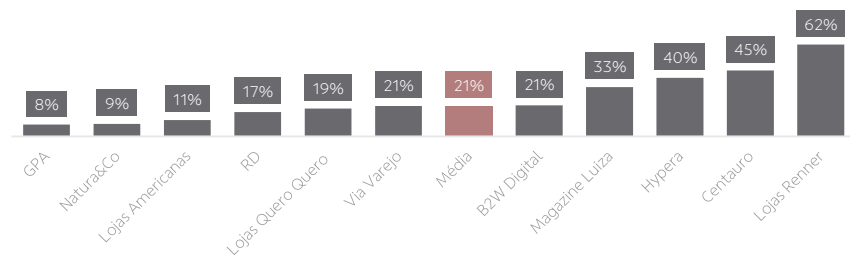
Diversas companhias do setor varejista vêm negociando a um múltiplo EV/EBITDA 21E aquém da média dos últimos 2 anos, o que sinaliza haver espaço para valorização das ações do setor ao longo de 2021.

Análise de Múltiplos

Companhia	EV/EBITDA (média 2a)	EV/EBITDA 21E	P/L (média 2a)	P/L 21E
B2W Digital	37,5x	34,7x	-	234,2x
Centauro	-	13,7x	-	30,0x
GPA	8,3x	7,3x	-	13,5x
Hypera	12,8x	10,8x	15,7x	13,4x
Ljs. Americanas	12,0x	11,5x	42,6x	38,8x
Ljs. Renner	16,7x	15,5x	28,6x	30,4x
Ljs. Quero-Quero	-	12,7x	-	29,9x
Magazine Luiza	44,5x	69,3x	116,3x	163,8x
Natura&Co	16,2x	16,1x	45,4x	63,8x
Raia Drogasil	21,4x	24,4x	44,8x	47,4x
Restoque	-	9,7x	-	-
Via Varejo	14,6x	14,6x	70,0x	41,9x

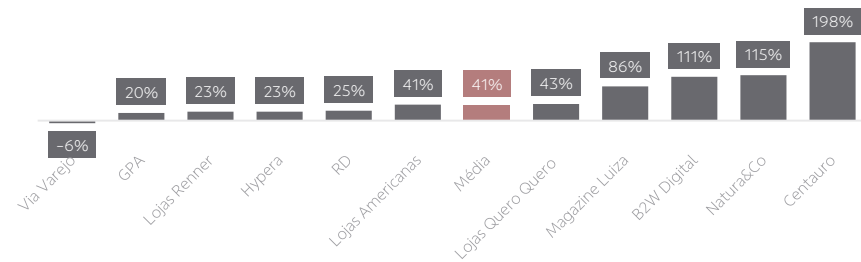
Crescimento da Receita Líquida 2021E – Perspectivas BB-BI

% a/a



Crescimento do Lucro Líquido 2021E – Perspectivas BB-BI

% a/a



Seleção Varejo: Centauro

Escolhemos a Centauro como Top Pick por estar em um segmento bastante penalizado em 2020, o que deixou o papel bastante descontado frente às demais varejistas, mas que conta com boas perspectivas para 2021.

Tese de Investimentos

A Centauro é uma companhia focada no segmento esportivo, cujos pilares estratégicos consistem em (i) tornar-se a principal plataforma do universo esportivo do Brasil; (ii) aprimorar o conceito omnicanal já implantado; (iii) expandir sua rede de lojas físicas no modelo G5; (iv) incrementar o uso de tecnologia no conhecimento do cliente e na tomada de decisão; e (v) aumentar o sortimento de produtos oferecidos aos clientes.

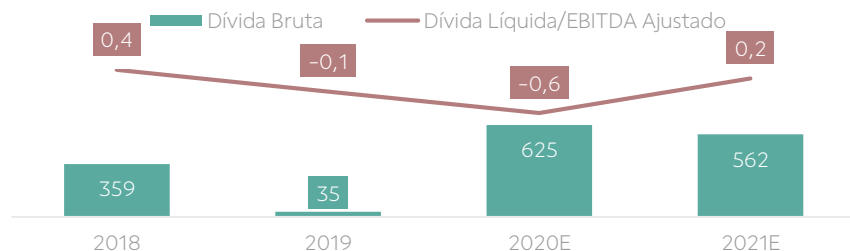
Apesar de o ano de 2020 ter sido fraco em termos de vendas em decorrência do Covid-19, acreditamos que as boas perspectivas para o segmento de atuação da Centauro, aliado ao fato de que o papel ainda está bastante descontado frente aos seus pares, a coloca em uma boa posição para compor a lista de Top Picks em 2021.

Riscos

Dentre os principais riscos para a tese de investimentos da companhia, destacamos: (i) atrasos no plano de expansão; (ii) rentabilidade das novas lojas inferior ao esperado; (iii) fusões e aquisições envolvendo empresas do setor que possam aumentar a competitividade de pares e reduzir suas vantagens competitivas; e (iv) novas medidas de fechamento do comércio físico pelos governos, prejudicando o funcionamento de suas lojas e a operação omnicanal.

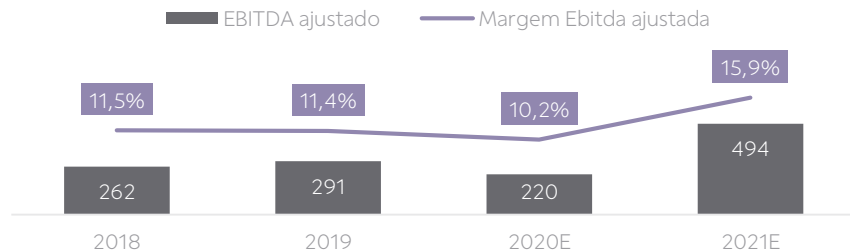
Estimativas de Dívida Bruta e Dívida Líquida/EBITDA Ajust.

R\$ milhões e índice



Estimativas de EBITDA Ajustado e Margem EBITDA Ajustada

R\$ milhões e %

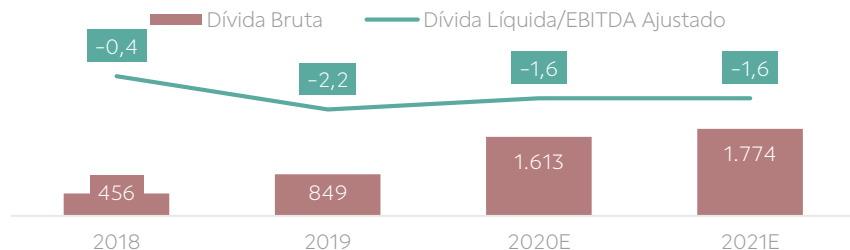


Seleção Varejo: Magazine Luiza

Escolhemos a Magazine Luiza como Top Pick em razão do desenvolvimento bem sucedido de seu ecossistema varejista, composto por uma forte estrutura logística e em elevados investimentos tecnológicos, além do amplo sortimento.

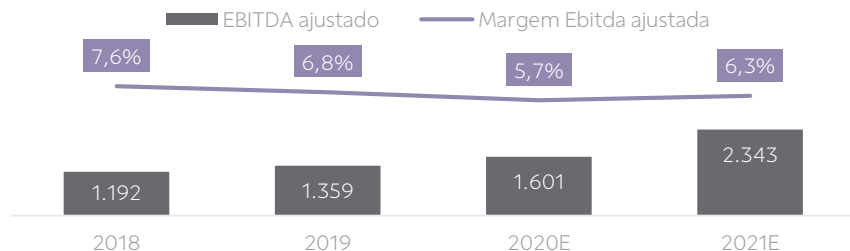
Estimativas de Dívida Bruta e Dívida Líquida/EBITDA Ajust.

R\$ milhões e índice



Estimativas de EBITDA Ajustado e Margem EBITDA Ajustada

R\$ milhões e %



Tese de Investimentos

A tese de investimentos da Magazine Luiza está baseada (i) na capacidade da companhia em combinar crescimento elevado a margens saudáveis; (ii) no desenvolvimento de uma estrutura logística omnicanal, integrando as lojas físicas e as vendas online de forma a reduzir custos e elevar o nível de serviço; e (iii) nos investimentos realizados para aproveitar todas as oportunidades do e-commerce, com incremento no sortimento de produtos, desenvolvimento de um super app (o que inclui meios de pagamento), e aprimoramento nos serviços prestados aos vendedores cadastrados em seu marketplace.

A criação de um ecossistema varejista cada vez mais robusto tem permitido que a companhia se destaque frente aos seus pares, motivo pelo qual a incluímos em nossa seleção de Top Picks para 2021.

Riscos

Dentre os principais riscos para a tese de investimentos da companhia, destacamos: (i) resultado inferior ao esperado nos investimentos em aquisição de cliente e no desenvolvimento da omnicanalidade; (ii) incapacidade de atrair e reter os melhores vendedores na sua plataforma de marketplace; (iii) incapacidade de escalar e rentabilizar a solução financeira oferecida aos seus clientes (Magalu pay); e (iv) aumento nas provisões para devedores duvidosos acima do esperado.

Imobiliário

Dezembro 2020

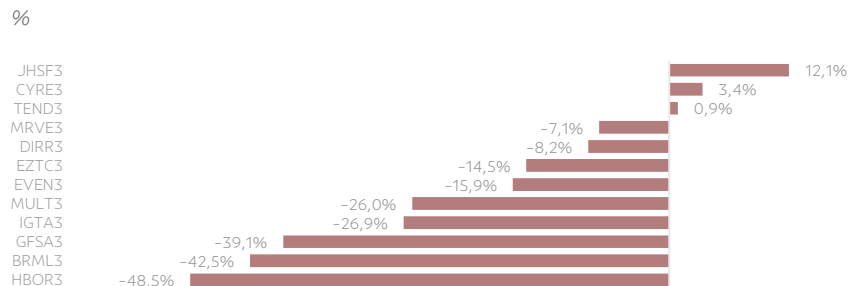
Por **Kamila Oliveira**

Imobiliário

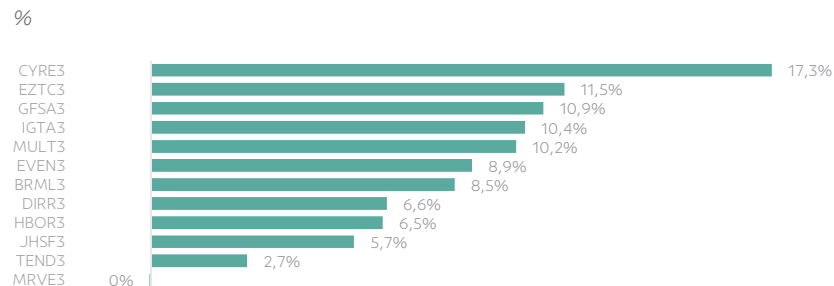
Indicadores de mercado de empresas selecionadas. Seleção: BRML3, CYRE3 e MRVE3.

Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2021 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2021e	P/L Média 5 anos	P/VP 2021e	P/VP Média 5 anos
CYRELA BRAZIL REALTY	CYRE3	28,88	29,00	0,4%	Compra	11.544,6	841,1	15,1	16,3	1,8	1,0
DIRECIONAL ENGENHARIA	DIRR3	12,99	17,50	34,7%	Compra	1.992,6	143,6	10,2	10,5	1,5	0,8
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORA	EVEN3	12,80	-	-	-	2.713,6	465,4	9,9	56,9	1,4	0,8
EZ TEC EMPREENDIMENTOS E PAR	EZTC3	43,98	-	-	-	9.983,5	1.251,7	11,0	16,5	2,5	1,4
GAFISA	GFS3	4,77	-	-	-	1.434,2	316,3	-	65,0	0,9	0,5
HELBOR EMPREENDIMENTOS	HBOR3	11,71	-	-	-	1.567,4	920,9	-	25,6	1,2	0,8
MRV ENGENHARIA	MRVE3	19,64	22,30	13,5%	Compra	9.465,6	1.196,5	12,7	8,1	1,7	1,1
CONSTRUTORA TENDA	TEND3	29,97	41,50	38,5%	Compra	3.127,2	200,0	10,0	8,7	2,0	1,4
BR MALLS PARTICIPACOES	BRML3	10,39	13,80	32,8%	Compra	9.071,9	2.689,6	15,7	17,1	0,8	0,9
IGUATEMI EMP DE SHOPPING	IGTA3	38,27	-	-	-	6.758,9	2.278,9	25,5	25,5	2,2	2,1
JHSF PARTICIPACOES	JHSF3	7,85	9,90	26,1%	Compra	5.397,7	920,0	20,0	21,0	1,4	0,6
MULTIPLAN EMPREENDIMENTOS	MULT3	24,37	29,50	21,1%	Compra	14.640,5	3.071,7	27,5	26,3	2,3	2,5

Performance em 2020



Performance 1 mês



Imobiliário (Construtoras)

Fortalecimento do setor imobiliário beneficiado pelos juros mais baixos para financiamentos e demanda reprimida desde a última crise.

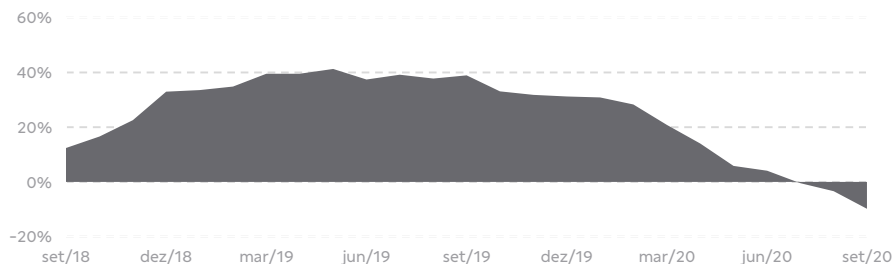
O ano de 2020 começou com perspectivas positivas, amparadas pelo aquecimento da economia e a retomada de lançamentos ao longo do ano anterior, bem como pela queda da taxa de juros e nova regulamentação dos distratos. Porém, com a chegada da pandemia ao final do 1T20, o setor foi negativamente impactado pelo (i) fechamento temporário de estandes de venda de imóveis, (ii) postergação de lançamentos de empreendimentos, (iii) redução no ritmo de algumas obras ou no fornecimento de insumos aos empreendimentos, (iv) dificuldades na concessão de licenças e alvarás, e (v) protelação de planos de aquisição de imóveis por famílias e investidores, entre outros. Apesar desses percalços, o setor mostrou uma rápida recuperação, beneficiado pelos baixos juros para financiamento e pela demanda reprimida desde a última crise.

Para 2021, a expectativa é de que a tendência de recuperação observada no último trimestre continue, com incremento na velocidade de venda dos estoques e novos projetos ganhando tração ao longo do ano. Além disso, esperamos que o segmento de baixa renda seja favorecido pelo desenrolar do novo programa habitacional Casa Verde e Amarela, com a redução dos riscos de interrupção nas contratações.

A despeito das boas perspectivas, destacamos como o principal risco para a recuperação do setor a alta nos indicadores de desemprego e inflação, resultante de uma possível deterioração da economia doméstica após o fim do auxílio emergencial e do programa para preservação de renda e empregos.

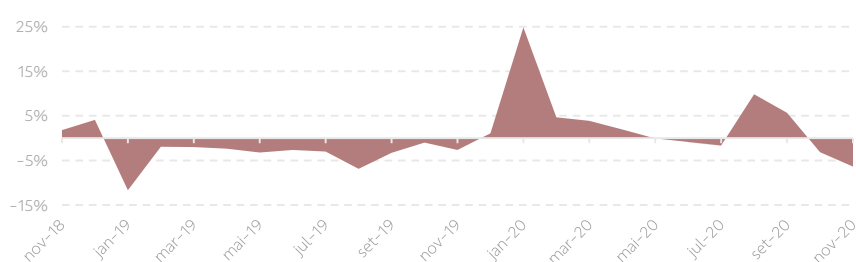
Variação Contratações UDM – Recursos Poupança (SBPE)

% a/a



Variação das Contratações UDM – Recursos FGTS

% a/a



Imobiliário (Construtoras)

A manutenção da tendência de geração de emprego formal, em conjunto com as taxas de juros em baixos patamares, são essenciais para a recuperação do setor imobiliário em 2021.

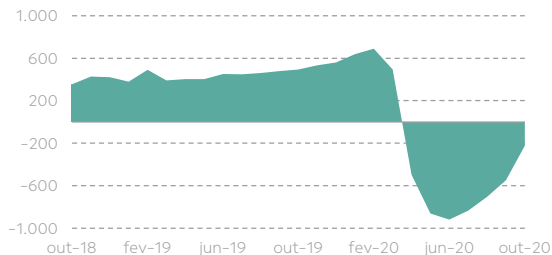
Emprego

Os dados do novo Caged registraram que as vagas formais de emprego acumularam um saldo líquido negativo de 225 mil nos últimos 12 meses até outubro.

O aumento das vagas de emprego formal é essencial para manter a demanda por imóveis e fortalecer a recuperação do setor imobiliário em 2021.

Saldo Líquido de Vagas - UDM

Milhares

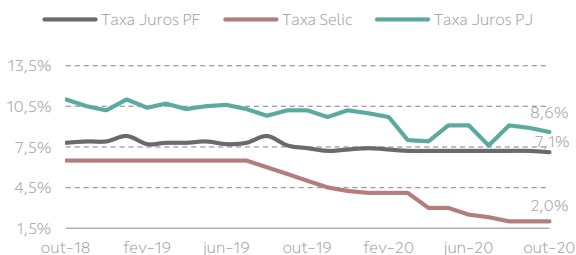


Taxas de Juros

Em outubro, a taxa de juros para pessoas físicas e jurídicas para financiamento habitacional ficaram em 7,1% (-0,3 p.p. a/a) e 8,6% (-1,6 p.p. a/a), respectivamente. Apesar da queda da taxa de juros não ter acompanhado a queda da taxa Selic na mesma proporção, ainda assim, as taxas para financiamento estão em patamares historicamente baixos, favorecendo a capacidade de pagamento dos consumidores.

Taxa de Juros X Taxa Selic

%

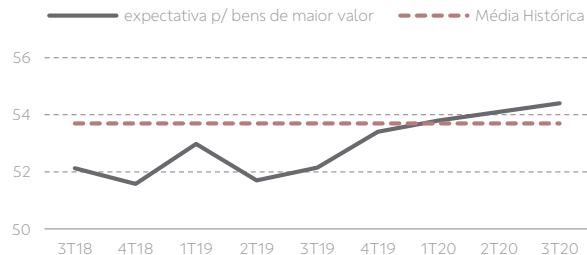


Confiança do Consumidor

Um dos indicadores que compõe o índice de confiança do consumidor, divulgado pela CNI, é a expectativa de compra de bens de maior valor, o qual atingiu 54,4 pontos no 3T20, um aumento de 1,0 ponto quando comparado com o 4T19. Em 2021, esperamos que o indicador mantenha a tendência ascendente, conforme seja aprovado um programa de vacinação contra o Covid-19, contribuindo para aquecer a demanda no setor imobiliário.

Confiança – Bens de Maior Valor

Pontos

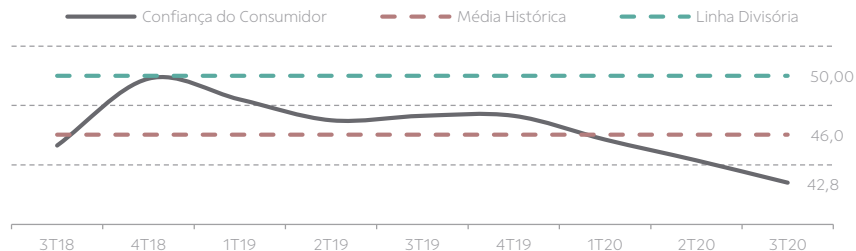


Imobiliário (Shoppings)

Em 2021, esperamos melhores resultados para os shoppings em função da retomada no crescimento de receita e redução dos descontos aos lojistas.

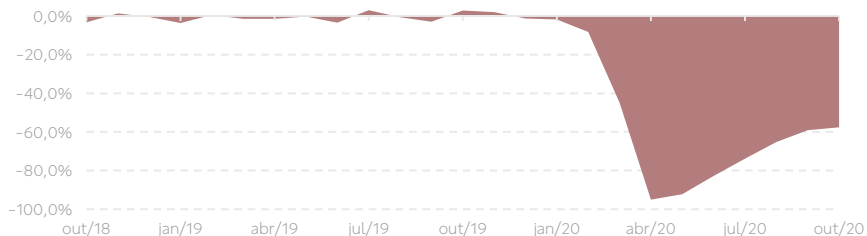
Confiança do Consumidor

Pontos



Índice de Visitas aos Shopping Centers (IVSC)

% a/a



Os primeiros meses de 2020 sinalizavam um momento positivo para o setor, com crescimento das vendas, demanda crescente dos lojistas por novos pontos comerciais e anúncios de expansão dos empreendimentos pelas redes de shoppings.

A chegada do Covid-19 interrompeu essa tendência, com as medidas governamentais adotadas para combater a pandemia resultando no fechamento temporário dos empreendimentos, o que gerou um forte impacto negativo de imediato.

No entanto, os últimos resultados divulgados apresentaram melhoria das vendas e dos aluguéis na comparação trimestral, sinalizando uma recuperação mais rápida que a esperada pelo mercado.

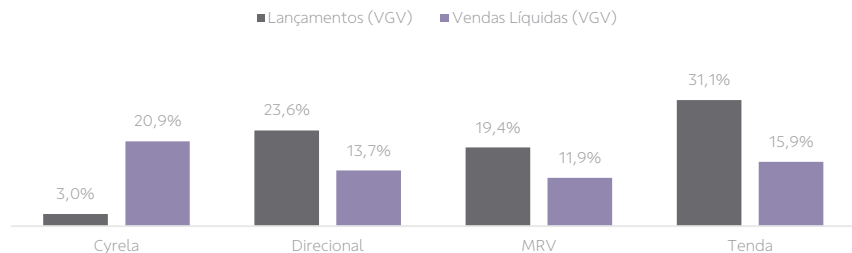
Em 2021, estamos otimistas com as perspectivas para o setor. Embora a queda na capacidade de consumo das famílias em decorrência da alta taxa de desemprego afete as vendas dos lojistas, a chegada da vacina contra o Covid-19 afasta o risco de interrupção das atividades nos shoppings, o que contribuirá, por si só, para um resultado melhor na comparação anual, haja vista a possibilidade de redução dos descontos concedidos aos lojistas e retomada das atividades de lazer e serviços.

Imobiliário (Geral)

Principais estimativas do BB Investimentos para as companhias cobertas.

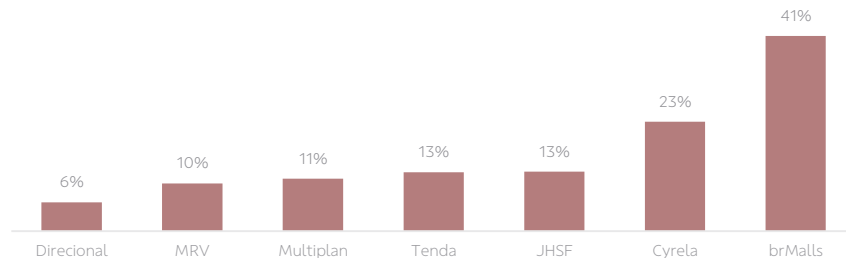
Var. de Lançamentos e Vendas Líquidas 21E - Construtoras

% a/a



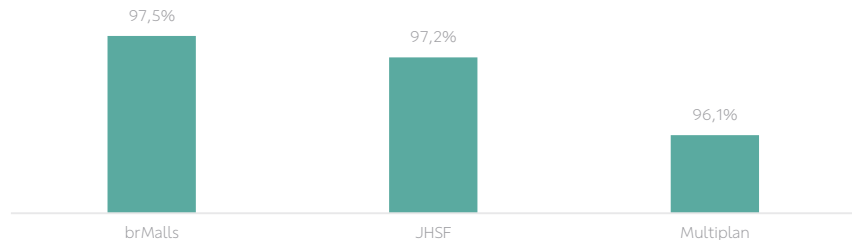
Crescimento da Receita Líquida 2021E – Perspectivas BB-BI

% a/a



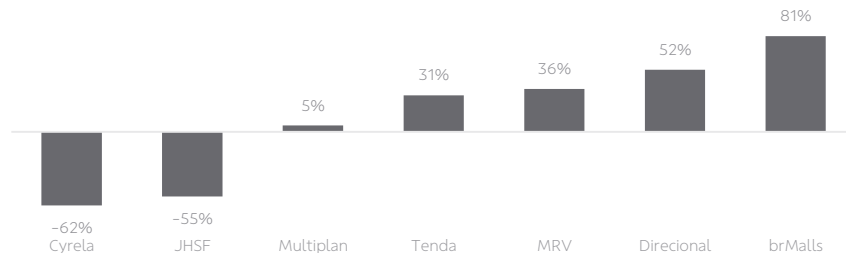
Taxa de Ocupação 2021E - Shoppings

%



Crescimento do Lucro Líquido 2021E – Perspectivas BB-BI

% a/a



Seleção Imobiliário: Cyrela

Dentre as companhias do setor imobiliário, escolhemos a Cyrela como nossa Top Pick. A exposição a todos os segmentos de renda contribui para que a companhia enfrente cenários desafiadores em melhores condições que seus pares.

Tese de Investimentos

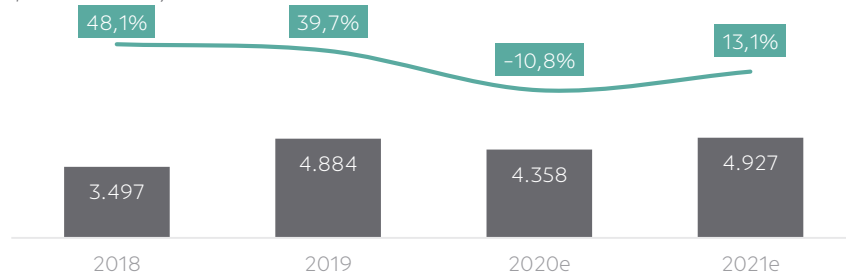
A Cyrela é uma das maiores incorporadoras residenciais do país e que, atualmente, se dedica à atividade de incorporação imobiliária em diversas regiões do país, mas com foco nas regiões Sul, Sudeste e Centro-Oeste. Por meio das marcas Cyrela, Living e Vivaz, a companhia atua na incorporação e construção de unidades habitacionais (residenciais e comerciais) no segmento de alto padrão (Cyrela), bem como nos segmentos de médio padrão e econômico (Living e Vivaz, respectivamente). Além dessas marcas, a Cyrela opera também por meio de joint ventures (Plano & Plano, SKR, Cury, Lavvi e Cyma), contribuindo para a execução de sua estratégia de expansão regional, crescimento em outros segmentos de mercado, redução de custos e maximização da eficiência nas construções. Entendemos que, dada a diversificação geográfica e de segmentos, além da sua robusta posição de caixa, a companhia encontra-se em situação privilegiada para aproveitar o crescimento das vendas ao longo de 2021.

Riscos

Dentre os principais riscos para a tese de investimentos da companhia, destacamos: (i) ritmo menor que o esperado de vendas de estoque; (ii) atraso na aprovação dos projetos; (iii) aumento na taxas de juros; (iv) maiores despesas com provisões para contingências e distratos; (v) contingências em projetos entregues ao longo dos últimos 5 anos, prejudicando suas margens operacionais; (vi) redução das disponibilidades de recursos do FGTS, e (vii) custos de construção mais altos do que o esperado.

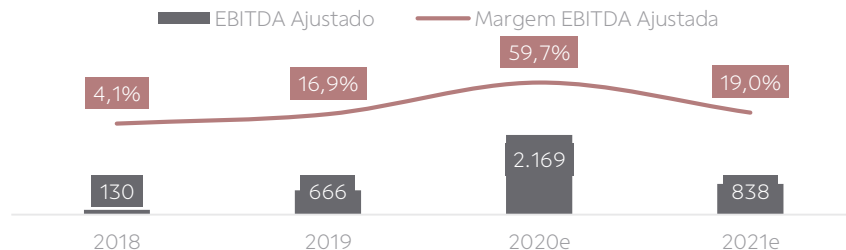
Vendas Contratadas - %CBR

R\$ milhões e % a/a



EBITDA Ajustado e Mg. EBITDA Ajustada – Perspectiva BB-BI

R\$ milhões e %

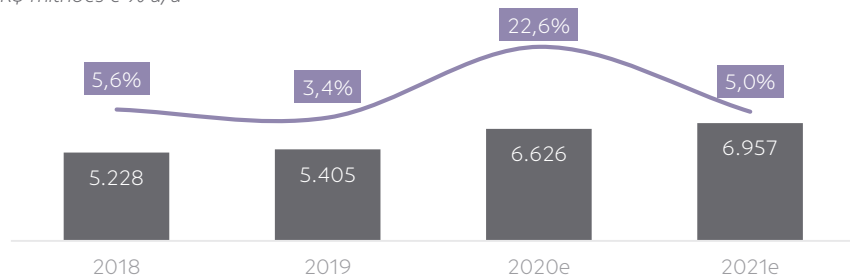


Seleção Imobiliário : MRV

Escolhemos a MRV para o Top Pick em razão da bem sucedida estratégia de diversificação de produtos.

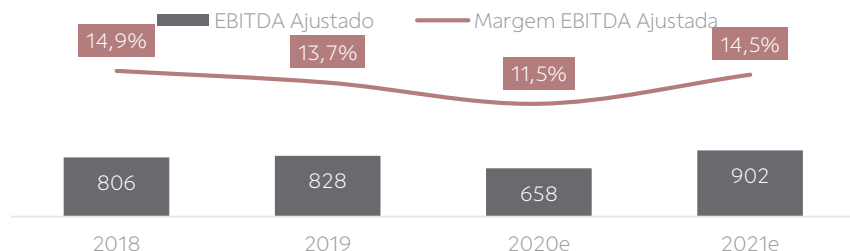
Vendas Líquidas

R\$ milhões e % a/a



EBITDA Ajustado e Margem EBITDA Ajustada

R\$ milhões e %



Tese de Investimentos

Companhia focada majoritariamente no segmento de baixa renda, mas que, ao longo dos últimos anos, vem diversificando seus investimentos para reduzir sua dependência de programas habitacionais governamentais.

Consideramos que a MRV está bem posicionada para manter-se relevante no segmento de baixa renda, ao mesmo tempo em que desenvolve projetos com recursos da poupança ou mesmo projetos de renda recorrente (imóveis para alugar).

Em 2021, acreditamos na continuidade da recuperação dos lançamentos, em conjunto com a diminuição dos descontos concedidos ao consumidor final, e que a companhia mantenha o ganho de participação no mercado que obteve ao longo de 2020, além de continuar sua estratégia de diversificação de produtos que vem se provando bem-sucedida.

Riscos

Dentre os principais riscos para a tese de investimentos da companhia, destacamos: (i) falta de disponibilidade de crédito para seus clientes por meio do programa habitacional do governo; (ii) custos de construção mais altos do que o esperado; (iii) ritmo menor que o esperado de vendas de estoque; (iv) atraso na aprovação dos projetos; (v) maiores taxas de juros; e (v) redução na disponibilidade de recursos do FGTS.

Seleção Imobiliário : brMalls

Dentre as companhias do setor de shoppings, escolhemos a brMalls como nossa Top Pick devido à acertada estratégia que vem sendo implementada, como o fortalecimento do mix de lojas e a reciclagem de portfólio.

Tese de Investimentos

A brMalls vem trabalhando em iniciativas para melhorar o retorno de seus ativos principais por meio de investimentos em revitalização de shoppings e melhorias de *mix* de portfólio, além da estratégia de priorizar shoppings maiores e dominantes em mercados com grande potencial de consumo, o que traz uma perspectiva positiva para o futuro.

Além disso, a companhia vem investindo em iniciativas digitais para vendas aos consumidores, contribuindo para melhoria da performance dos lojistas, principalmente durante o período em que as operações dos shoppings foram suspensas em decorrência da pandemia.

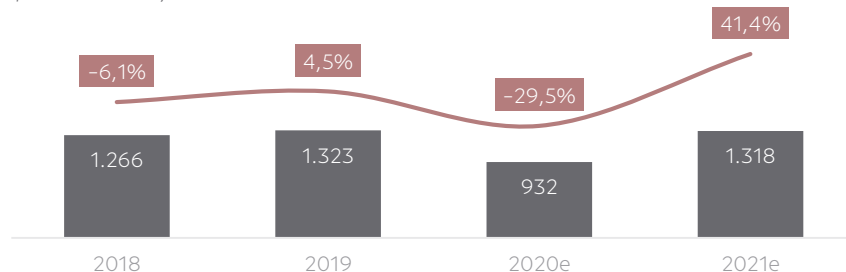
Entendemos que, dada a expressiva queda do papel neste ano em decorrência do Covid-19, bem como as boas perspectivas para 2021, o preço atual é um bom ponto de entrada para os investidores.

Riscos

Dentre os principais riscos para a tese de investimentos da companhia, destacamos: (i) recuperação da economia doméstica mais lenta que o esperado; (ii) dificuldade em manter o mix de lojas e, consequentemente, a atratividade dos empreendimentos; (iii) novas ondas de Covid-19, desencadeando medidas de isolamento social e fechamento do comércio físico; e (iv) IGP-DI acumulado dos últimos 12 meses em patamar elevado, impactando negativamente o reajuste do aluguel e pressionando o custo de ocupação do lojista.

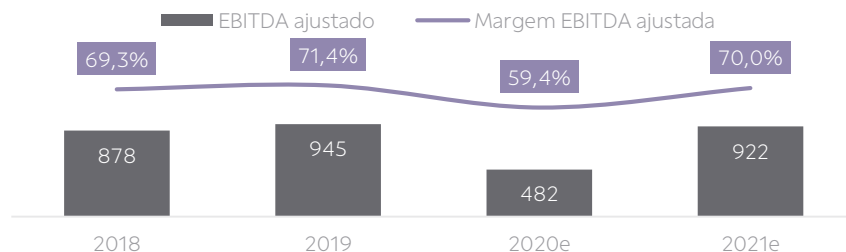
Receita Operacional Líquida e crescimento

R\$ milhões e % a/a



EBITDA Ajustado e Margem EBITDA Ajustada

R\$ milhões e %



Educação

Dezembro 2020

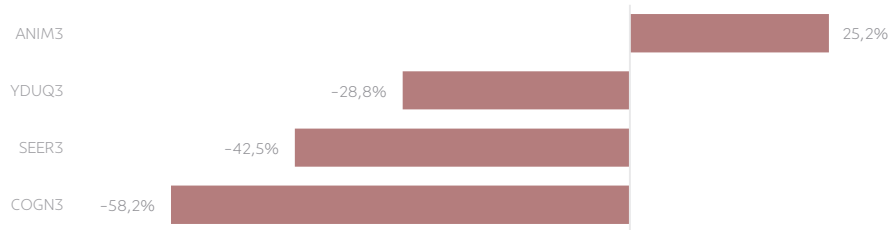
Educação

Indicadores de mercado de empresas selecionadas. Seleção: YDUQ3.

Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2021 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2021e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2021e	EV/EBITDA Média 5 anos
ANIMA HOLDING	ANIM3	37,30	-	-	-	5.021,4	1.063,1	24,3	14,9	-	8,0
COGNA EDUCACAO	COGN3	4,78	7,00	46,4%	Neutra	8.970,2	11.263,0	-	47,7	10,7	8,6
SER EDUCACIONAL	SEER3	15,73	-	-	-	2.024,8	543,6	31,6	11,2	6,6	6,9
YDUQS PARTICIPACOES	YDUQ3	33,20	46,00	38,6%	Compra	10.261,7	1.042,5	15,3	10,3	7,9	7,7

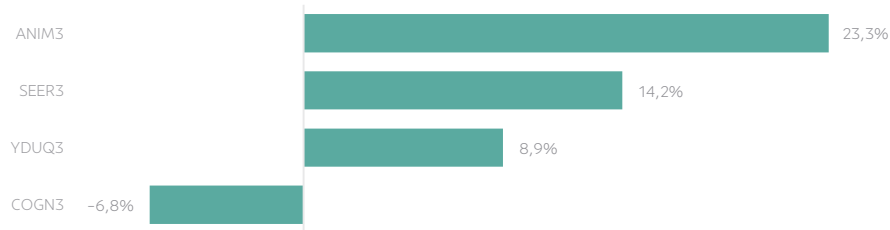
Performance em 2020

%



Performance 1 mês

%



Educação

A tecnologia se tornou imprescindível no ambiente educacional durante a pandemia. Ao mesmo tempo em que surgiram oportunidades de crescimento, o setor se deparou com muitas dificuldades impostas pela crise econômica.

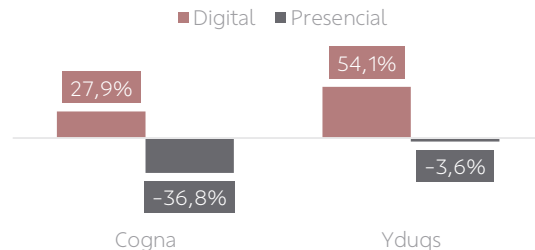
A pandemia do Covid-19 em 2020 foi transformacional para a educação privada, acelerando o uso da tecnologia no ambiente estudantil, tendência que já era incipiente na educação superior, mas ainda incomum na educação básica.

Do lado negativo, observamos que o aumento do desemprego afetou diretamente a capacidade de pagamento dos alunos do ensino superior e, na educação básica, houve o fechamento definitivo de escolas que não suportaram financeiramente o cancelamento de matrículas na educação infantil durante a vigência das medidas de distanciamento social adotadas pelos municípios.

Para 2021, esperamos um cenário ainda desafiador. Embora a proximidade do início da vacinação traga boas expectativas de recuperação econômica, a taxa de desemprego deve permanecer em patamar elevado ao longo do ano, a despeito do saldo positivo na criação de empregos formais nos últimos meses.

Matrículas em Cursos de Graduação

% crescimento em 2020, a/a.

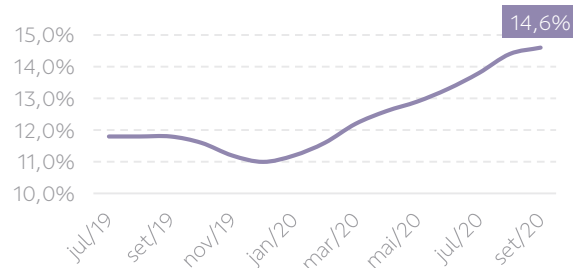


Cogna e Yduqs apresentaram crescimento em matrículas de cursos de graduação à distância em 2020, que acabaram compensando a queda de matrículas em cursos presenciais.

A captação de novos alunos em cursos de ensino digital deve continuar crescendo em ritmo acelerado nos próximos semestres, tanto pelo aumento da percepção de valor dos estudantes nos cursos desta modalidade, como pela atratividade de preços mais competitivos.

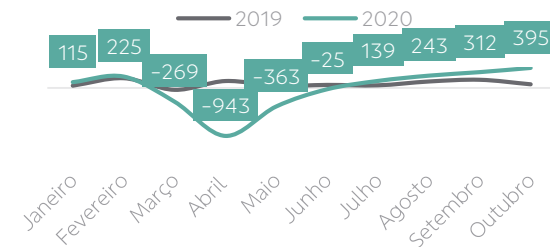
Taxa de Desemprego

%



Saldo Mensal de Empregos Formais

Milhares



Educação

Embora o cenário continue bastante desafiador para a educação privada, o crescimento do ensino digital e o avanço da consolidação do setor são favoráveis aos grandes grupos educacionais, com vantagens de escala como fator-chave.

A migração para o ensino digital foi, sem dúvidas, acelerada pela pandemia. Mas, além disso, esta modalidade de ensino tem sido uma importante alternativa para estudantes com baixa capacidade de pagamento, principalmente após a diminuição da oferta de vagas do Fies, programa que viabilizou o crescimento do ensino superior há alguns anos. Por outro lado, o ensino presencial deve manter a atratividade para alguns cursos de portfólio mais *premium* (como, por exemplo, os da área da saúde, engenharias e direito). Assim, os cursos híbridos (com parte das aulas na modalidade presencial e parte on-line) devem ganhar a preferência dos alunos.

Os investimentos em ativos fixos e construção de novas unidades (*campi*) devem diminuir, enquanto os investimentos em tecnologia e desenvolvimento de conteúdo digital devem ser o foco das instituições de ensino.

Perspectivas para 2021



Com o crescimento do ensino digital, a competição deve se intensificar e os grandes grupos educacionais devem se beneficiar neste ambiente competitivo, dada a escala de suas operações. Este fator, por sinal, deve ser determinante na busca por rentabilidade, pois cursos híbridos e 100% digitais possuem menores mensalidades em comparação aos cursos 100% presenciais, embora possam contar com margens superiores em função dos custos reduzidos.

O setor de educação ainda é bastante fragmentado e, por isso, com muito espaço para consolidação. A despeito dos grandes grupos educacionais terem tido seus resultados impactados negativamente pela pandemia, estes não tiveram problemas de liquidez. Com isso, entendemos que o ano de 2021 pode ser bastante favorável às empresas consolidadoras que vem atravessando a crise econômica com disciplina financeira, dada a possibilidade de crescimento inorgânico via fusões e aquisições.

Educação

Os resultados trimestrais de Cogna e Yduqs mostraram os impactos negativos da pandemia, mas a amplitude desses impactos tem sido diferente. 2021 deve ser um ano de ajustes, crescimento e recuperação para ambas as companhias.

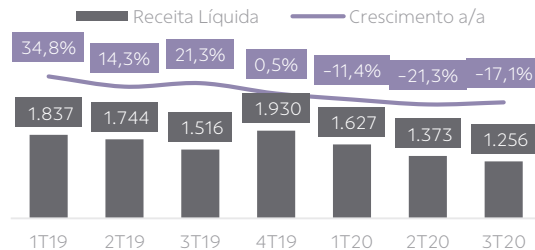
Os dois maiores grupos educacionais, entre as companhias de capital aberto, sofreram impactos negativos em seus resultados de 2020 em magnitudes distintas. Justamente no ano em que a perda de alunos Fies afetaria pela última vez os resultados das companhias, a pandemia do Covid-19 exigiu ações de enfrentamento que impactaram negativamente o desempenho operacional e financeiro de cada uma delas.

A Cogna anunciou um processo de reestruturação na Kroton, visando adequar o tamanho da sua estrutura física à nova realidade do ensino mais digital. Acreditamos que a companhia está no caminho certo para se tornar mais rentável, mas este processo ainda deve ser detrator dos resultados de 2021.

A Yduqs, por sua vez, tem demonstrado eficiência na execução de sua estratégia de crescimento, em especial na captura de sinergias de suas recentes aquisições, enquanto sua disciplina financeira permitiu enfrentar as dificuldades impostas pela pandemia de forma mais resiliente.

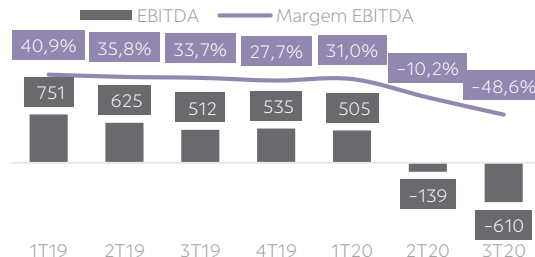
Cogna – Receita Líquida

R\$ milhões; %



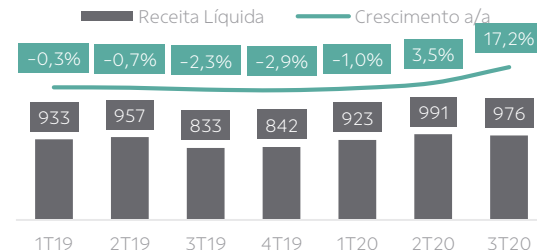
Cogna – EBITDA e Margem EBITDA

R\$ milhões; %



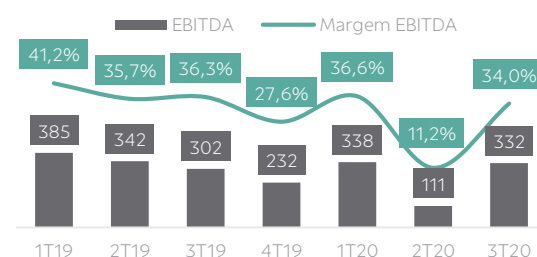
Yduqs – Receita Líquida

R\$ milhões; %



Yduqs – EBITDA e Margem EBITDA

R\$ milhões; %



Seleção Educação: Yduqs

O bom desempenho no ensino digital e em medicina, aliados à previsão de captura de sinergias de recentes aquisições ainda em 2021, corroboram nossa indicação de Yduqs como Top Pick.

Tese de Investimento

A Yduqs estabeleceu três pilares em sua estratégia de crescimento: (i) expansão do ensino digital; (ii) ampliação das vagas de cursos de medicina; e (iii) crescimento inorgânico por meio de aquisições. Nossa tese de investimentos se baseia na boa execução desta estratégia e na disciplina financeira que a companhia tem demonstrado.

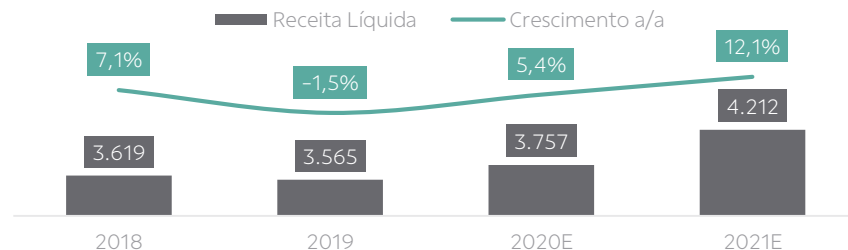
A expansão do ensino digital tem ocorrido em ritmo acelerado, com foco em investimento em cidades menores, onde há menos competição, e aposta na diferenciação do produto com a utilização de novas marcas. A estratégia de focar na ampliação de vagas de cursos de medicina adiciona uma vantagem competitiva em um ambiente econômico desfavorável, dado o perfil mais resiliente desse aluno. Por fim, a Yduqs tem sido bastante eficiente na captura de sinergias de suas recentes aquisições e novas oportunidades de compra de ativos devem surgir em 2021.

Riscos

Os principais riscos à nossa tese de investimentos estão relacionados à deterioração do cenário econômico e extensão dos impactos da pandemia, tais como: (i) insucesso de uma campanha de vacinação contra o Covid-19; (ii) recuperação do mercado de trabalho mais lenta do que o esperado; e (iii) medidas de distanciamento social, com o impedimento da retomada de aulas presenciais persistindo ao longo de todo o ano de 2021. Além disso, esperamos maior concorrência em futuras disputas por aquisições de ativos no mercado.

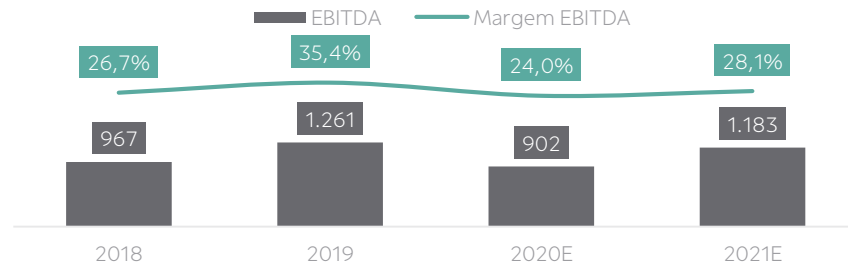
Estimativas de Receita Líquida – BB Investimentos

R\$ Milhões e %



Estimativas de EBITDA e Margem EBITDA – BB Investimentos

R\$ Milhões e %



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 ICVM 598, 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), mas 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	-	-	-	-
Daniel Cobucci	X	X	-	-	X	-
Geórgia Jorge	X	X	-	-	-	-
Hamilton Moreira Alves	X	X	-	-	-	-
Henrique Tomaz	X	X	X	-	-	-
Jose Roberto dos Anjos	X	X	-	-	-	-
Kamila Oliveira	X	X	-	-	-	-
Luciana Carvalho	X	X	X	-	-	-
Mariana Longobardo	X	X	X	-	-	-

Analistas	Itens					
	1	2	3	4	5	6
Mary Silva	X	X	X	-	-	-
Melina Constantino	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	-	-	-	-
Victor Penna	X	X	X	-	-	-
Wesley Bernabé	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

Francisco Augusto Lassalvia
lassalvia@bb.com.br

Estratégia e Macroeconomia

Hamilton Moreira Alves
hmoreira@bb.com.br
Henrique Tomaz, CFA
htomaz@bb.com.br
Richard Ferreira
richardi@bb.com.br

Renda Fixa

Renato Odo
renato.odo@bb.com.br
José Roberto dos Anjos
robertodosanjos@bb.com.br

Gerente Executivo

Mário Perrone
mario.lopes@bb.com.br

Renda Variável

Agronegócios
Luciana Carvalho
luciana_cvl@bb.com.br
Alimentos e Bebidas
Luciana Carvalho
luciana_cvl@bb.com.br
Mariana Longobardo
marianalongobardo@bb.com.br

Bancos e Serv. Financeiros

Rafael Reis
rafael.reis@bb.com.br

Bens de Capital

Catherine Kiselar
ckiselar@bb.com.br

Educação

Melina Constantino
mconstantino@bb.com.br

Imobiliário

Kamila Oliveira
kamila@bb.com.br

Óleo e Gás

Daniel Cobucci
cobucci@bb.com.br

Sid. e Min, Papel e Celulose

Victor Penna
victor.penna@bb.com.br

Mary Silva
mary.silva@bb.com.br

Transporte e Logística

Renato Hallgren
renatoh@bb.com.br

Utilities

Rafael Dias
rafaeldias@bb.com.br

Varejo

Georgia Jorge
georgiadaj@bb.com.br

Gerentes da Equipe de Pesquisa

Estratégia – Wesley Bernabé, CFA
wesley.bernabe@bb.com.br

Equipe de Vendas

Contatos
bb.distribuicao@bb.com.br
acoes@bb.com.br

Gerente – Henrique Reis
henrique.reis@bb.com.br

Carolina Duch
Denise Rédua de Oliveira
Eliza Mitiko Abe
Fábio Caponi Bertoluci
Marcela Andressa Pereira
Pedro Gonçalves
Sandra Regina Saran

Análise de Empresas – Victor Penna
victor.penna@bb.com.br

BB Securities – London

Managing Director – Juliano Marcatto de Abreu
Henrique Catarino
Bruno Fantasia
Gianpaolo Rivas
Daniel Bridges

Banco do Brasil Securities LLC – New York

Managing Director – Andre Haui
Deputy Managing Director – Gabriel C. Mesquita
Luciana Batista
Michelle Malvezzi
Fabio Frazão
Shinichiro Fukui

BB Securities Asia Pte Ltd – Singapore

Managing Director – Marcelo Sobreira
Zhao Hao, CFA