

# Perspectivas 2022

Dezembro 2021

Por **Víctor Penna, CNPI**  
**Wesley Bernabé, CFA**  
e time de *research* do BB Investimentos



Sumário Executivo			3
Seleção BB 2022	4	Agronegócios, Alimentos e Bebidas	64
Riscos	13	Setor Elétrico	74
Commodities	14	Saneamento	83
Macroeconomia	19	Transportes e Logística	86
Setor Financeiro	30	Varejo	98
Siderurgia e Mineração	47	Imobiliário	107
Papel e Celulose	54	Educação e Saúde	114
Óleo e Gás	58	Disclaimer	119

# Sumário Executivo

O cenário sugere cautela na primeira metade de 2022, com o mercado assimilando a expectativa de elevação de juros nos EUA, recuo da liquidez e arrefecimento do crescimento global. No Brasil, desconto excessivo da bolsa indica que setores relacionados à tese de crescimento (*growth*) podem se beneficiar a partir do segundo semestre.

## Perspectivas para o Brasil em 2022

A bolsa no Brasil deve seguir bastante aderente às expectativas de crescimento econômico global e doméstico, vide o retrato de 2021, quando a primeira metade foi beneficiada pela escalada dos preços das commodities e a segunda pelo forte recuo dos dados de atividade domesticamente, com sucessivas revisões para baixo das projeções para o desempenho da economia em 2022.

No exterior, o quadro é de cautela, dada a pressão inflacionária sobre os países desenvolvidos e o consenso sobre o ritmo de elevação de juros nos EUA, com chance de recuo da liquidez dos mercados. Na China, o recuo do crescimento deve contribuir para uma correção na cotação das commodities. Esse contexto já cobre ~1/3 da bolsa.

Domesticamente, o cenário é complexo, uma vez que parte da volatilidade que se avizinha será atribuída aos desdobramentos do campo político e eleitoral. Discussões em torno da pauta fiscal devem balizar a confiança dos investidores, enquanto o Bacen tenta ancorar as expectativas de inflação.

Fonte: Bloomberg, BB Investimentos.

Mesmo que a tônica sugira cautela na primeira metade de 2022, o nível de desconto das companhias no Brasil não pode ser desconsiderado. Atualmente, o Ibovespa opera na faixa de 2 desvios-padrão abaixo da média histórica da relação preço/lucro.

Aparentemente, a evolução do processo de imunização no Brasil sugere que o país tende a apresentar impactos de redução de mobilidade menos intensos relativamente ao que se verifica no atual momento na Europa.

Caso esse contexto se confirme, o que produzirá maior visibilidade sobre a expectativa de crescimento econômico para 2023, poderemos experimentar a antecipação do movimento de recuperação na bolsa a partir do segundo semestre, dado que a parcela restante de ~2/3 do índice está mais conectada com o desenrolar econômico doméstico, via teses de crescimento (*growth*), em detrimento às teses de valor (*value*).

## Sumário

Fechamento de 17/12/2021

		IBOV
Preço em 17/12/2021	Pts	107.200
Preço-alvo (Dez-2022)	Pts	<b>137.000</b>
Potencial de Valorização	%	27,8%
Máximo (52 sem.)	Pts	131.190
Mínimo (52 sem.)	Pts	100.074
Varição em 2021 (%)	%	-9,93%
Preço/Lucro (corrente)	x	6,86

## Desempenho Ibovespa em 2021

Base 100





# Seleção BB 2022

Dezembro 2021

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

# Seleção BB 2022

Após a forte queda de 2021, há espaço para o Ibovespa avançar em 2022, refletindo um cenário micro ainda favorável, com empresas entregando bons resultados, apesar da desaceleração do crescimento econômico.



## Alvo do Ibovespa: 137 mil pontos

Nosso preço-alvo para o Ibovespa ao final de 2022 é de 137.000 pontos, uma valorização potencial de 27,8% em relação ao fechamento de 17/12. Esse patamar advém das expectativas de lucros apurados pelos nossos analistas pelo critério de análise *bottom-up*. Como são muitas as incertezas acerca do crescimento econômico para o ano que inicia, que ainda sofrerá com pressão inflacionária e juros no patamar de dois dígitos, essa pontuação tende a ser revista à medida que forem sendo divulgados os resultados das empresas, bem como pelo refinamento da nossa visão sobre as taxas de desconto. A liquidez global, ainda elevada, pode se reduzir, e o efeito da alta dos juros no mercado norte americano pode resultar em uma migração de recursos para fora, movimento que pode ocasionar uma pressão adicional em nossa bolsa. Ao passo que nossas apostas em empresas de commodities advêm de um cenário melhor em termos de geração de caixa, setores mais cíclicos encontram-se excessivamente descontados e devem responder positivamente apenas a partir do 2S22, caso as perspectivas para o próximo ano indiquem bons ventos.

Fonte: Bloomberg, Análise BB Investimentos.

## Ibovespa e preço-alvo BB Investimentos

Pontos



# Seleção BB 2022

Financeiro | O ambiente de juros em alta influencia as empresas do setor financeiro em diferentes níveis. Nos bancos, apesar de possibilidade de maior spread, a inadimplência e competitividade devem dar o tom, enquanto nos seguros vislumbramos maior potencial de ganhos.



## Bancos

### Neutro



Seleção: **BTG Pactual e Santander**

Operacionalmente, a maior parte dos bancos consolidou em 2021 a retomada engatilhada no período “pós” pandemia. No entanto, incertezas quanto à inadimplência, provável arrefecimento no crescimento de crédito e ambiente concorrencial mais acirrado elevam a cautela com o setor. Nossas seleções representam, em nossa visão, um mix entre empresas que operam com as melhores rentabilidades do setor enquanto crescem a um ritmo pujante e sustentável.

Fonte: Análise BB Investimentos.

## Seguros

### Positivo



Seleção: **Caixa seguridade**

O setor de seguros sofreu um forte revés em 2021 por conta da severidade da pandemia de Covid-19. Para 2022, esperamos que os efeitos da pandemia persistam, porém com menor intensidade. Neste cenário, as ações das empresas com melhor eficiência nos negócios de subscrição (*underwriting*) devem despontar. A elevação do crédito para o próximo ano também deve ajudar mais as companhias que atuam dentro de um ecossistema bancário (*bancassurance*).

## Bolsa de valores

### Neutro



Seleção: **n.a.**

O mercado de bolsa no Brasil apresentou crescimento robusto nos últimos anos. O número de investidores cresceu em média quase 60% nos últimos quatro anos, a capitalização de mercado dobrou no mesmo período ao passo que o volume de negócios quadruplicou. Diante do cenário de juros elevado, projetamos uma estabilização no crescimento do número de investidores, com giro de mercado inferior ao patamar atual, mais alinhado com sua média histórica.

## Meios de pagamento

### Negativo



Seleção: **n.a.**

O mercado de aquisição passa por uma grande transformação por conta da possibilidade de acesso, por qualquer companhia, ao fluxo de recebíveis dos comerciantes e sua utilização para lastrear operações de crédito, o chamado Novo Sistema de Registro de Recebíveis. Para o próximo ano, esperamos que os problemas tecnológicos – que inibiu o crescimento deste mercado – seja solucionado e acirrando ainda mais a concorrência pela antecipação de recebíveis.



# Seleção BB 2022

Hard Commodities | A continuidade da retomada econômica global poderá favorecer a demanda de materiais básicos, assim como a de petróleo, embora com menor ritmo crescimento em relação a 2021, principalmente pela desaceleração do ritmo da atividade econômica na China.



## Mineração

Neutro



Seleção: **Vale**

Diante das incertezas ainda presentes sobre o mercado de minério de ferro, bem como pelo arrefecimento da demanda na China no curto prazo, entendemos que os preços da commodity continuarão com alta volatilidade, que reduzirá em 2022.

Mesmo assim, acreditamos que as grandes mineradoras brasileiras ainda deverão apresentar margens atrativas, principalmente aquelas com operações mais competitivas e portfólio com produtos de maior qualidade e alto teor de ferro, como é o caso da Vale.

Fonte: Análise BB Investimentos.

## Siderurgia

Positivo



Seleção: **CSN e Gerdau**

Com a redução de produção de aço pela China e a demanda ainda aquecida em outros mercados, como EUA e Europa, os volumes disponíveis no mercado exportação reduziram, o que pode sustentar os preços em patamares elevados na maioria dos mercados em 2022.

No Brasil, a produção de aço já se mostra estabilizada, com o consumo no mercado interno retornando para níveis normalizados e as siderúrgicas aproveitando as oportunidades de exportação.

## Papel e Celulose

Neutro



Seleção: **n.a.**

Acreditamos que a demanda global de celulose continuará pressionada em 2022, com o ritmo mais lento da atividade econômica na China, o que, em conjunto com adições de capacidade da commodity, deverão limitar reajustes de preços, que ainda se encontram pressionados.

O cenário para o mercado de papel deverá continuar favorável, principalmente papel para embalagens, com demanda aquecida e preços mais resilientes, tanto no mercado interno como externo.

## Óleo e Gás

Positivo



Seleção: **Petrobras e Vibra**

Para 2022, esperamos que a Petrobras siga aproveitando as boas condições proporcionada pelas elevados preços de petróleo, pelas perspectivas de aumento na produção e a redução consistente dos custos de extração. Além disso, os dividendos devem ser mais elevados, após o atingimento da meta de endividamento. Já o setor de distribuição de combustíveis deve manter a gradual recuperação do volume de vendas, e a Vibra deve seguir melhor posicionada no setor.

# Seleção BB 2022

Soft Commodities | A produção de grãos na safra 2021/22 deve registrar novo recorde para a soja brasileira e recuperação de volumes de milho, após condições climáticas adversas em 2021. Já para o açúcar, a expectativa é de déficit na produção e menores estoques globais.



## Agronegócios

### Positivo



Seleção: **SLC Agrícola**

Preços de commodities agrícolas elevados, a boa estratégia de hedge cambial e a antecipação de vendas e compra de insumos permitiram que a SLC entregasse bons resultados operacionais e financeiros em 2021. Considerando a expectativa de demanda ainda aquecida e preços de commodities em patamares elevados em 2022, além da integração das operações da Terra Santa – já em curso – acreditamos que a SLC continuará se beneficiando deste cenário favorável.

Fonte: Análise BB Investimentos.

## Alimentos (Proteínas)

### Positivo



Seleção: **JBS**

A demanda global de proteína animal deverá continuar aquecida em 2022, o que poderá beneficiar as exportações brasileiras – potencializadas pela recém-anunciada retomada dos embarques pela China. No mercado interno, a continuidade das condições macroeconômicas desfavoráveis deverá se refletir em um consumo resiliente de frango e suínos em detrimento da carne bovina – o que traz perspectivas favoráveis para a JBS, que atua em todas as proteínas.

## Alimentos e Bebidas

### Neutro



Seleção: **n.a.**

Apesar do avanço da vacinação e da boa estratégia comercial das empresas terem permitido recuperação de receitas em 2021, o aumento de custos pressionou as margens, dinâmica que deve se prolongar em 2022, já que os preços de commodities, por exemplo, permanecem em patamares elevados. Ainda, o cancelamento de eventos como o carnaval, por exemplo, em diversas cidades, traz perspectivas menos favoráveis para a retomada do consumo no 1S22.

## Açúcar e Etanol

### Neutro



Seleção: **n.a.**

Perspectiva neutra para 2022, ainda que a produção de cana de açúcar deve ser reduzida, por condições climáticas desfavoráveis (agravadas pelo fenômeno La Niña), mas compensada pela sustentação de preços elevados: o açúcar, devido à expectativa de déficit na produção e menores estoques globais; o etanol, devido aos elevados preços de petróleo, que devem manter as condições de paridade de modo favorável para o biocombustível.



# Seleção BB 2022

Infraestrutura | Calendário intenso de concessões de 2021 tende a se repetir em 2022, com novos marcos regulatórios setoriais e forte movimento societário permitindo expansão das companhias de infraestrutura. Alta de juros é contraponto.

## Energia Elétrica

### Neutro



Seleção: **AES Brasil, Alupar e CTEEP**

As geradoras encontram caminho para expansão no mercado livre e as hidrelétricas apresentam bom ponto de entrada após sofrerem com a escassez hídrica. As transmissoras continuam a entregar o crescimento contratado nos leilões realizados entre 2016-19, com entradas operacionais no horizonte. As Distribuidoras conseguiram recuperar volumes, mas ainda buscam recuperar inadimplência que aumentou com a pandemia, bem como equilibrar os custos com geração termelétrica por escassez hídrica.

Fonte: Análise BB Investimentos.

## Saneamento

### Positivo



Seleção: **Sabesp**

Com o novo Marco Regulatório do Setor em 2020 e aprimoramentos regulatórios em andamento, calendário setorial de 2022 é intenso com resoluções esperadas da ANA (Agência Nacional de Águas), novas concessões de serviços públicos de saneamento para iniciativa privada, privatizações já encaminhadas e avanço no projeto estruturante de transposição do Rio São Francisco no Nordeste.

## Transportes

### Positivo



Seleção: **Azul, Localiza e Simpar**

O setor aéreo deve recompor 100% da malha doméstica, e a demanda por voos internacionais pode ganhar tração no segundo semestre de 2022. A Localiza deve capturar sinergias a partir da fusão com a Unidas. O mercado de locação de veículos no Brasil ainda é incipiente. A Simpar tem se posicionado com diversificação em negócios com grande potencial de crescimento como locação de veículos leves e pesados, logística e concessões

# Seleção BB 2022

Consumo | Pressão inflacionária sobre a renda dos consumidores e alta dos juros encarecendo a tomada de crédito sinaliza tímido consumo em 2022, mas perspectivas de retomada gradual a partir de 2023 pode favorecer o desempenho das ações de setores ligados ao mercado doméstico no 2S22.



## Varejo

Positivo



Seleção: **Americanas, Lojas Renner, Magazine Luiza e Grupo SBF.**

A desaceleração observada no consumo a partir do 3T21 sinaliza um ano de 2022 ainda desafiador para o varejo, diante da pressão na renda e taxas de juros mais elevadas, majorando o custo de tomada de crédito pelo consumidor. Apesar disso, entendemos que as ações do setor devem voltar ao radar do investidor à medida em que observemos sinais de gradual melhoria das vendas e inflação, bem como perspectivas de um afrouxamento monetário.

Fonte: Análise BB Investimentos.

## Imobiliário (Construtoras)

Neutro



Seleção: **MRV**

Apesar do risco de a elevação na taxa de juros arrefecer as vendas em 2022, entendemos que esse cenário já foi em boa parte precificado pelos investidores. À medida que observarmos desaceleração da inflação, com posterior sinalização de redução da taxa de juros, acreditamos que o setor de incorporadoras deverá ser favorecido. Nesse cenário, optamos por escolher a MRV para a Seleção BB 2022 diante da diversificação de sua receita, tornando-a mais resiliente em um cenário econômico ainda desafiador.

## Imobiliário (Shoppings)

Neutro



Seleção: **Multiplan**

Em 2022, considerando que não haja mais restrições relacionadas à pandemia, entendemos que possa haver recuperação no setor, porém ainda com muitos desafios, diante da renda das famílias ainda pressionada por conta do desemprego e da inflação alta. Apesar disso, sinais de recuperação econômica, indicando um movimento de afrouxamento monetário, podem atrair a atenção dos investidores aos papéis ligados ao consumo doméstico, dentre os quais destacamos a Multiplan, dado o seu robusto portfólio de shoppings e múltiplos descontados.

## Educação e Saúde

Neutro



Seleção: **Rede D'Or**

Educação e saúde são setores diretamente relacionados ao cenário doméstico. A piora nas expectativas de crescimento da economia brasileira, a taxa de desemprego elevada e a queda da renda real das famílias são fatores que influenciam diretamente estes setores. Mas, apesar de um viés neutro, indicamos as ações da Rede D'Or em nossa Seleção pela tese de investimentos robusta, com potencial de crescimento e rentabilidade para o acionista.

# Seleção BB 2022

Sumário das empresas selecionadas.











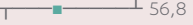



Empresa	Ticker	Último Fechamento <sup>1</sup>	Intervalo de Preço	Varição 1 ano	Preço-alvo Dez/2022	Potencial de Valorização	Valor de Mercado R\$ milhões
AES BRASIL ENERGIA	AESB3	10,81	10,8  17,9	-34,3%	16,20	49,9%	5.325
ALUPAR	ALUP11	24,53	22,5  28,5	-6,5%	37,30	52,1%	7.089
AMERICANAS	AMER3	31,32	25,8  96,7	-58,6%	75,30	140,4%	27.889
AZUL	AZUL4	25,42	21,4  49,4	-35,3%	45,00	77,0%	8.381
BANCO BTG PACTUAL	BPAC11	22,74	19,5  32,7	-2,0%	37,00	62,7%	84.493
CIA SIDERURGICA NACIONAL	CSNA3	25,47	19,7  53,9	-16,7%	46,00	80,6%	34.133
CAIXA SEGURIDADE	CXSE3	8,30	7,7  13,4	-14,2% <sup>2</sup>	17,50	110,8%	24.480
GERDAU	GGBR4	29,01	22,8  37,8	33,4%	38,00	31,0%	45.351
JBS	JBSS3	37,04	22,8  39,8	71,5%	48,00	29,6%	87.073
LOJAS RENNERT	LREN3	26,24	25,4  44,7	-33,1%	46,73	78,1%	25.382
MAGAZINE LUIZA	MGLU3	6,66	5,6  27,1	-73,3%	22,90	243,8%	44.205
MRV ENGENHARIA	MRVE3	11,69	9,7  20,6	-35,8%	23,60	101,9%	5.514

Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (<sup>1</sup>Fechamento em 17/12/2021; <sup>2</sup>Varição desde o IPO)

# Seleção BB 2022

Sumário das empresas selecionadas.



Empresa	Ticker	Último Fechamento <sup>1</sup>	Intervalo de Preço	Varição 1 ano	Preço-alvo Dez/2022	Potencial de Valorização	Valor de Mercado R\$ milhões
MULTIPLAN	MULT3	19,95	16,7  28,4	-15,2%	26,00	30,3%	11.751
PETROBRAS	PETR4	28,99	20,5  31,8	25,9%	36,00	24,2%	378.662
REDE D'OR SAO LUIZ	RDOR3	45,88	44,3  77,3	-31,4%	74,00	61,3%	91.371
LOCALIZA RENT A CAR	RENT3	56,63	44,9  73,9	-17,2%	69,20	22,2%	41.738
BANCO SANTANDER BRASIL	SANB11	31,05	30,6  45,7	-23,0%	52,00	67,5%	115.568
GRUPO SBF	SBFG3	22,38	20,2  40,9	-24,7%	43,00	92,1%	5.305
CIA SANEAMENTO BASICO SP	SBSP3	39,97	31,3  45,9	-9,2%	50,00	25,1%	27.012
SIMPAR	SIMH3	12,51	7,2  17,9	42,3%	15,75	25,9%	9.720
SLC AGRICOLA	SLCE3	38,13	26,1  56,8	41,8%	57,40	50,5%	7.271
CIA DE TRANSMISSAO DE ENE	TRPL4	24,43	22,4  28,6	0,7%	32,00	31,0%	17.743
VALE	VALE3	79,17	61,9  120,5	6,5%	99,00	25,0%	402.487
VIBRA ENERGIA	VBBR3	22,10	18,2  29,9	9,1%	32,00	44,8%	25.094

Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (<sup>1</sup>Fechamento em 17/12/2021)



# Riscos

Ambiente global é menos amistoso para o início de 2022, com elevação de juros nas economias desenvolvidas, redução de liquidez dos mercados e menor crescimento global no radar. Internamente, cenário eleitoral deve intensificar volatilidade, além do quadro fiscal mais frágil para suportar retomada econômica com mais força.



## Eventos alternativos em relação ao nosso cenário base

Internos

Maior deterioração no ritmo de retomada econômica

Pressões inflacionárias persistentemente altas, com elevações de juros para além do consenso

Novas flexibilizações das âncoras fiscais para dar subsídios a novos programas sociais

Crise hídrica e eventual necessidade de racionamento de energia

Viés de fraca agenda de reformas no pós ciclo eleitoral

Externos

Aumento no ritmo de elevação dos juros nos EUA

Desaceleração econômica global acima do esperado

Novas variantes do Covid-19, com impactos no ritmo de atividade

Dificuldades na equalização da cadeia de suprimentos

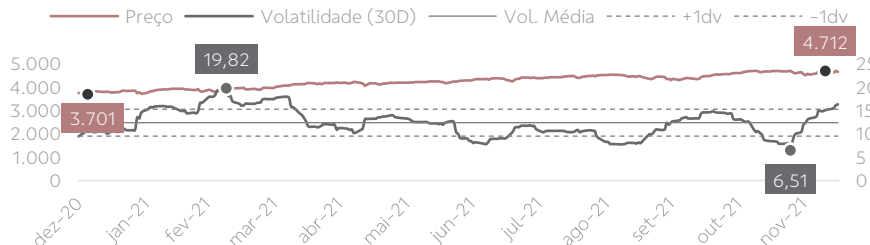
Pressões inflacionárias persistentemente altas

Tensões geopolíticas

Fonte: Bloomberg, BB Investimentos.

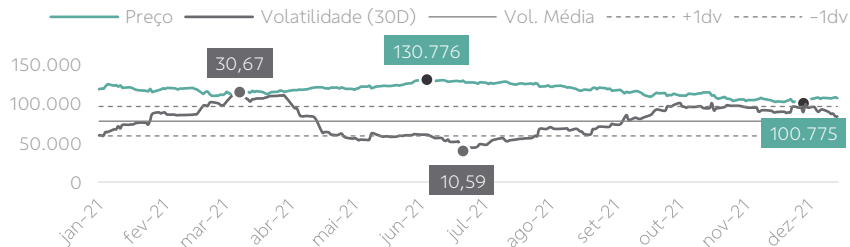
## S&P

Eixo esquerdo (pontos), eixo direito (%)



## Ibovespa

Eixo esquerdo (pontos), eixo direito (%)



# Commodities

Dezembro 2021

# Commodities

Volatilidade dos preços de minério de ferro deve se reduzir gradualmente, à medida que as incertezas sobre o setor diminuem. Preços de petróleo tipo Brent devem girar ao redor US\$ 70/barril, com aumento na produção e redução dos estoques globais.

## Minério de ferro



Diante do forte ritmo da atividade industrial na China no 1S21 e a retomada gradual nos mercados, a demanda global de minério de ferro se manteve aquecida no período. Após atingirem o maior patamar histórico em maio (~US\$ 230/t), os preços passaram por uma forte correção e, desde então, seguem com alta volatilidade. Para 2022, acreditamos que as oscilações das cotações reduzirão e estimamos um preço médio de US\$ 95/t para o ano. O recuo deve seguir em 2023 e 2024, e estimamos que se estabilize em uma média de US\$ 70/t a partir de 2025, com a normalização da relação entre oferta e demanda global.

Fonte: Bloomberg, BB Investimentos.

## Celulose



Apesar de iniciar 2021 com sinais de possível retomada, a demanda global de celulose continuou arrefecida, principalmente pelo fraco consumo na China. A desaceleração do crescimento no país deverá continuar limitando a recuperação mais forte do setor em 2022. Além disso, novas entradas de capacidade – como a nova linha de fibra curta da Arauco, no Chile – poderão pressionar ainda mais os preços da commodity, até que um incremento consistente de demanda ou fechamentos de capacidade voltem a estabelecer o equilíbrio entre oferta e demanda, o que acreditamos que ocorrerá no médio prazo.

## Petróleo



Desde o 3T20, o consumo global de petróleo cresceu em ritmo mais forte do que a produção, diminuindo os estoques e elevando os preços. Em nosso entendimento, essa é uma combinação difícil de ser reproduzida em 2022, já que o aumento da produção dos países da OPEP+ e dos Estados Unidos deve resultar em elevação dos estoques e manter os preços do petróleo em patamares menores do que os de 2021. Em linha com as projeções da EIA e com a média dos contratos futuros ativos para 2022, esperamos que o petróleo tipo Brent tenha uma média de US\$ 70 ao longo do ano. DC\*

## Etanol



Na safra 2021/22, acumulado até novembro, houve manutenção de preços em patamares elevados e uma demanda enfraquecida de combustíveis líquidos no mercado doméstico. O volume de etanol produzido na safra 2021/22 (abril até novembro) atingiu 25.841 mil litros, uma queda de 8,8% a/a. Para a safra 2022/23, a manutenção do petróleo em patamares elevados deve manter os preços de etanol em alta, e o cenário de déficit global de açúcar deve manter os preços em alta, direcionando parcela relevante do mix para o açúcar. Assim, nossa expectativa é da manutenção de um cenário de preços moderados e demanda ainda enfraquecida. DC\*

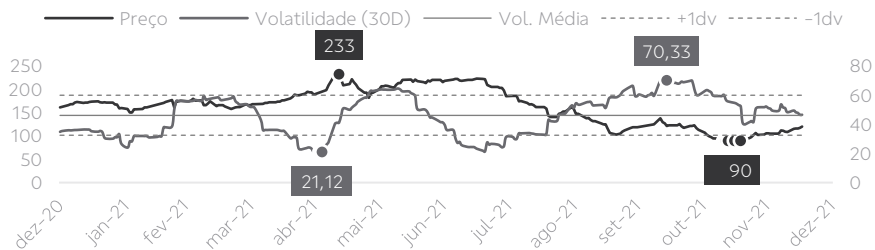
# Commodities

Os preços de minério de ferro oscilaram de US\$ 90/ton a mais de US\$ 230/ton em 2021, acompanhando principalmente a dinâmica da atividade siderúrgica na China ao longo do ano. Já os preços do petróleo tiveram uma forte recuperação, após as quedas ocorridas em 2020 relacionadas à pandemia.



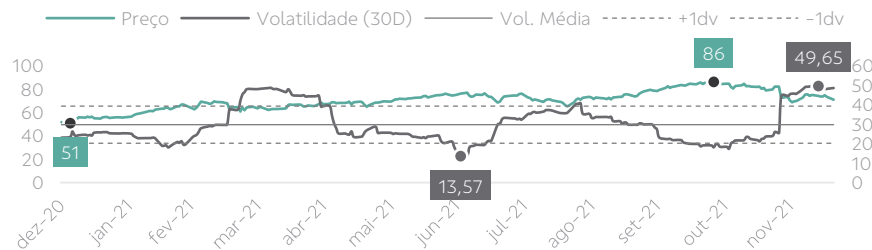
## Minério de Ferro (62% Fe)

US\$/ton



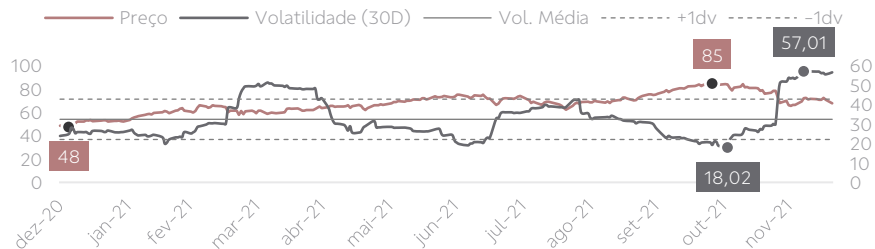
## Petróleo (ICE Brent)

US\$/barril



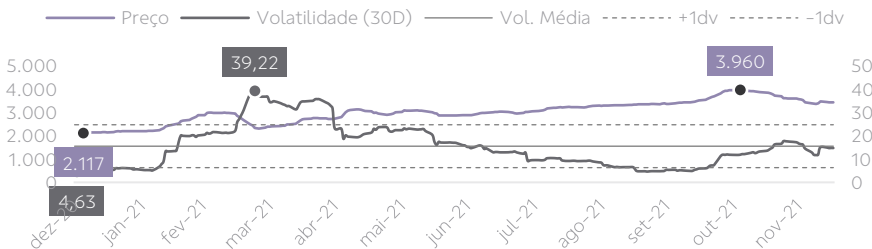
## Petróleo (WTI)

US\$/barril



## Etanol (hidratado)

R\$/m<sup>3</sup>



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos.



# Commodities

A demanda consistente por alimentos, tanto no mercado interno, quanto externo, sustenta as perspectivas favoráveis para produção e preços de commodities agrícolas em 2022. O Brasil deverá continuar se destacando, com nova safra recorde de soja, recuperação dos volumes de milho e alta competitividade em proteínas animais.



## Milho



Em 2021, a combinação do atraso no plantio da soja e adversidades climáticas (estiagem e geadas) impactaram de forma relevante a segunda safra de milho. Com a menor oferta da safra brasileira, os preços do grão no mercado internacional bateram recordes em meados de maio/21, com a demanda aquecida pela reabertura das economias, impactando, inclusive, o custo das empresas que utilizam o milho como insumo. Para a safra 21/22, espera-se uma recomposição consistente de oferta, bem como condições climáticas mais favoráveis, o que contribui para o arrefecimento dos preços.

## Soja



O Brasil registrou recordes de volume exportado de soja no acumulado até novembro. Os preços de soja na bolsa de Chicago chegaram a atingir recordes em 2021, diante da demanda aquecida no mercado externo, em meio ao processo de recomposição de estoques em diversos países e a forte demanda por grãos destinados a ração animal. De acordo com a Conab, ao final de novembro, ~92% das lavouras de soja haviam sido semeadas no país e a expectativa de uma oferta global mais normalizada deve manter preços mais estáveis em 2022, embora em patamar elevado, dado que os estoques continuam apertados.

## Açúcar



No Brasil, a produção acumulada de açúcar na safra 2021/2022 atingiu 31,8 milhões de toneladas, uma queda de 15,4% ante a safra anterior. Tal queda está associada à pior seca em 91 anos, e especialistas já falam em impactos também para a próxima safra, dada a expectativa de clima impactado pelo fenômeno La Niña, que deve ser observado pelo segundo ano consecutivo. No cenário global, os preços devem seguir em alta, com as expectativas de déficit da commodity, ainda que a expectativa de produção indiana seja elevada. Estimamos que o açúcar se mantenha na faixa de 0,18 a 0,20 centavos/libra.

## Boi Gordo



A forte demanda de carne bovina no mercado internacional, bem como os elevados preços da proteína e o câmbio desvalorizado continuaram favorecendo as exportações brasileiras em 2021. O incremento dos abates, que reduziu a disponibilidade de animais, aliado a condições climáticas adversas e ao impacto da elevação de custos de grãos no confinamento, impulsionaram os preços da arroba do boi gordo, que acumulam quase 60% de valorização desde o início de 2020 – mesmo com a suspensão das vendas para a China, que durou cerca de 3 meses, o que sinaliza a manutenção dos preços elevados da arroba em 2022.

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

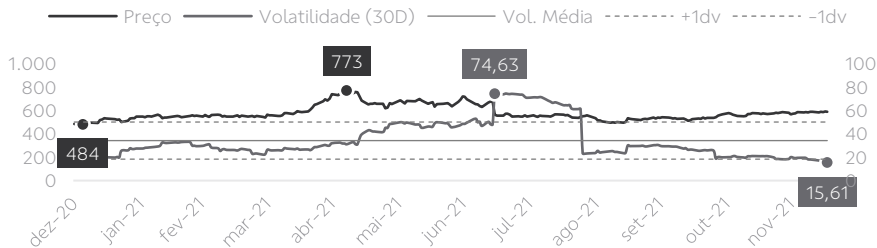
# Commodities

A expectativa de continuidade da retomada econômica mundial, aliada aos estoques globais apertados, deve seguir favorecendo o cenário para exportações de soja, milho e açúcar. A demanda resiliente de proteína animal, com a recuperação do consumo fora dos lares, principalmente no exterior, deve manter os preços elevados em 2022.



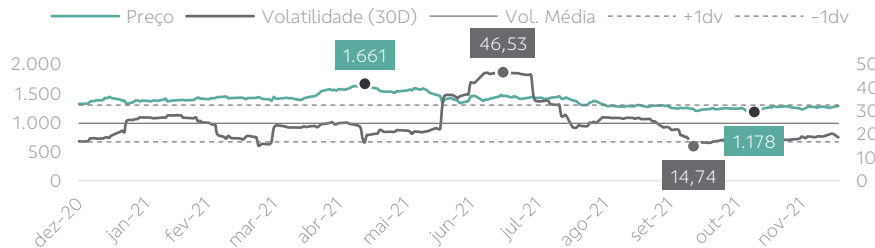
## Milho

US\$ cents/bushel



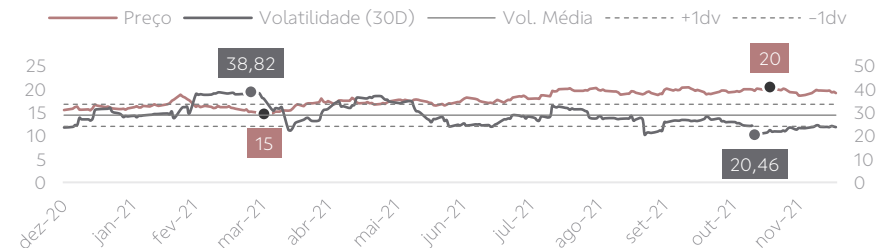
## Soja

US\$ cents/bushel



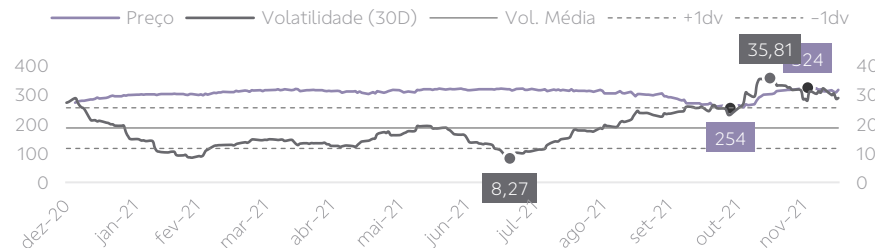
## Açúcar

US\$ cents/pound



## Gado

R\$/@



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos.



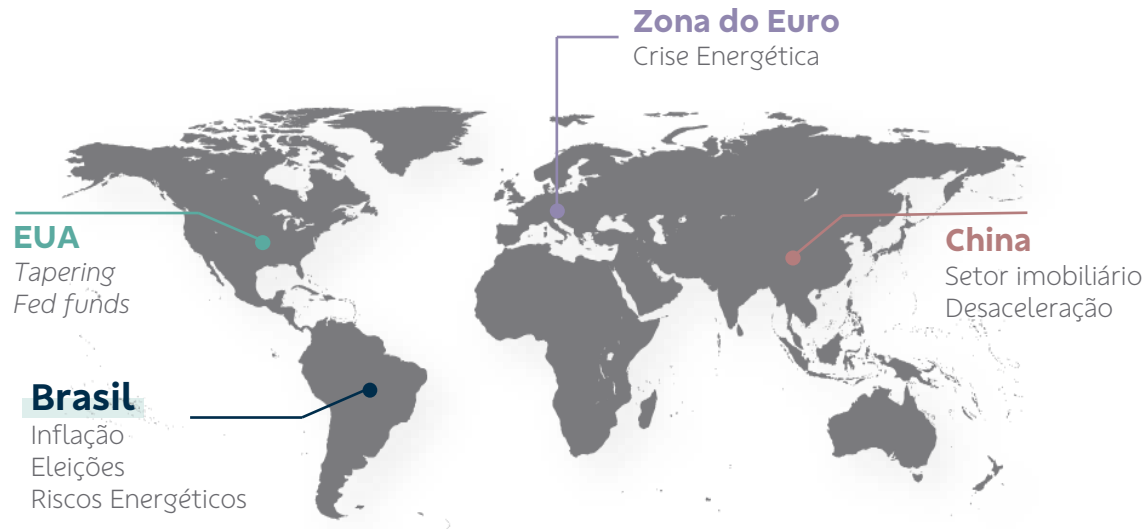
# Macroeconomia

Dezembro 2021

Por **Marcelo Rebelo**

# Macroeconomia: panorama global

O mundo menos amigável e mais desafiador impõe um cenário externo de cautela.



Pandemia  
(variantes)



Eventos Climáticos  
Extremos



Gargalos na oferta

\_\_Os desafios econômicos devem se ampliar no mundo ao longo de 2022. Nos EUA, acreditamos em uma **aceleração do tapering** (redução da compra de ativos) e **antecipação do aumento dos juros**. Esses movimentos podem pressionar as moedas dos países emergentes e representa um fator adicional de desvalorização do Real.

\_\_Na **China**, a maior preocupação para 2022 está ligada à perspectiva negativa para o setor imobiliário e seu efeito sobre o **ritmo de crescimento do maior parceiro comercial brasileiro**.

\_\_Na **Europa**, apesar da redução do risco energético após o inverno, avaliamos que há **fatores estruturais que podem afetar os preços do gás na região**, a saber: (i) menor nível histórico dos estoques e (ii) incertezas quanto ao aumento da oferta de gás da Rússia.

\_\_No **Brasil**, a **inflação, as eleições e os riscos energéticos** são fatores de risco presentes para 2022, que podem afetar a perspectiva de recuperação da atividade.

\_\_Finalmente, há incertezas comuns que ainda permanecerão no radar do próximo ano, a saber: (i) pandemia (variantes do coronavírus), (ii) eventos climáticos extremos e (iii) gargalos na oferta.

Fonte: BB/Assessoramento Econômico.



# Macroeconomia: pandemia

Novas variantes do coronavírus representam um sinal de alerta sobre ritmo da atividade econômica e reforçam a importância da imunização global.

\_\_A preocupação com a variante ômicron do novo coronavírus acrescentou incerteza ao cenário nos últimos meses de 2021 e acendeu o **sinal de alerta sobre a atividade econômica global**.

\_\_No final de nov/21, a Organização Mundial da Saúde (OMS) classificou essa nova variante como “preocupante”, mas declarou que são necessários mais estudos para precisar o grau de transmissibilidade e severidade da nova cepa, inclusive no que diz respeito à efetividade das vacinas.

\_\_Para 2022, avaliamos que há três pontos centrais na discussão sobre a pandemia: (i) os países avançados devem acelerar o processo de **doses de reforço** para a população e provavelmente ampliarão as **exigências sanitárias** para combater a disseminação do vírus, como a obrigatoriedade do passaporte de vacinação; (ii) acreditamos que haverá uma **mobilização internacional no sentido de disponibilizar doses de vacinas aos países mais pobres** para retardar o surgimento de novas cepas e acelerar o caminho em direção à imunidade global; (iii) **aumento do número de imunizantes disponíveis** para a população (109 vacinas estão em fase de testes clínicos em humanos e 42 atingiram o estágio final de testes)\*



Fonte: The New York Times – \*Covid-19 Vaccine Tracker; Imagem: Towfiqu Barbhuiya on Unsplash.

# Macroeconomia: Estados Unidos

Inflação mais disseminada nos EUA reforça a expectativa de aceleração da redução da compra de ativos (*tapering*) e antecipação da elevação dos juros americanos ainda em 2022.



## Inflação e *tapering* em destaque

\_\_A inflação nos EUA tem se mostrado elevada e há sinais de que o aumento dos preços se tornou mais generalizado. Inclusive, os últimos números mostram que há uma disseminação de reajustes dos preços em função do descompasso entre a oferta e a demanda.

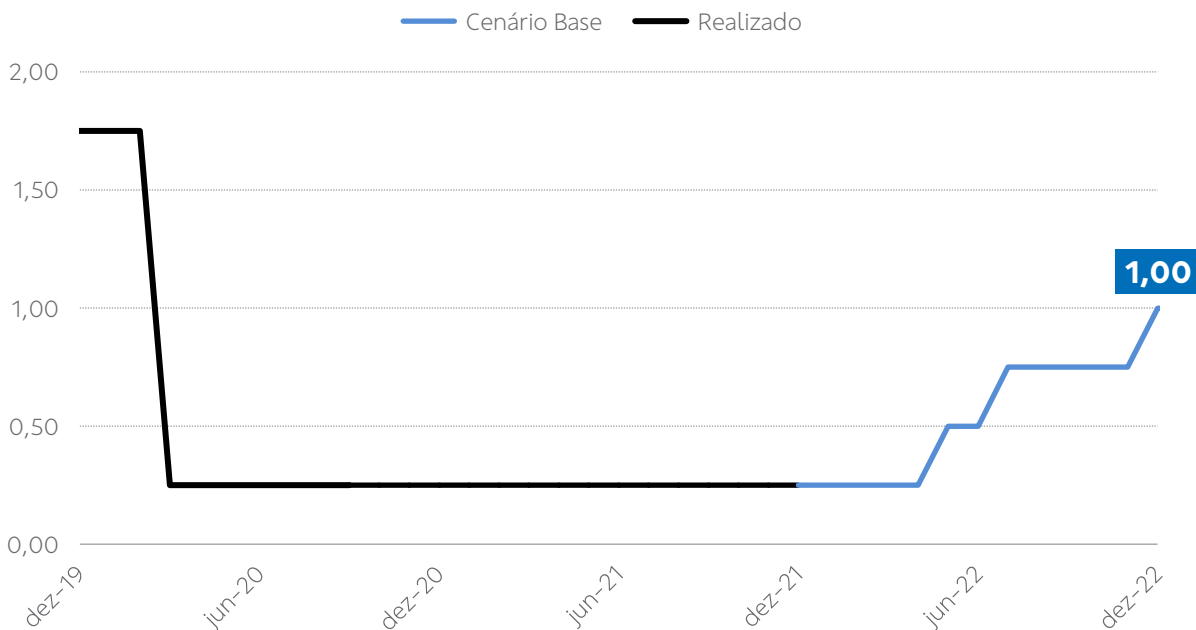
\_\_Diante desse quadro e do anúncio do Banco Central Americano (Federal Reserve – Fed) quanto à aceleração da redução da compra de ativos (*tapering*), tem-se uma sinalização mais forte em relação à reversão dos juros nos EUA ainda em 2022.

\_\_Considerando esse quadro inflacionário mais persistente e as sinalizações dos membros do Fed, projetamos três elevações de 0,25% dos juros nos EUA em 2022 (maio, julho e dezembro), encerrando ano no patamar de 1,00%.

Fonte: Federal Reserve, projeção BB/Assessoramento Econômico.

## Taxa básica de juros americana

% a.a.



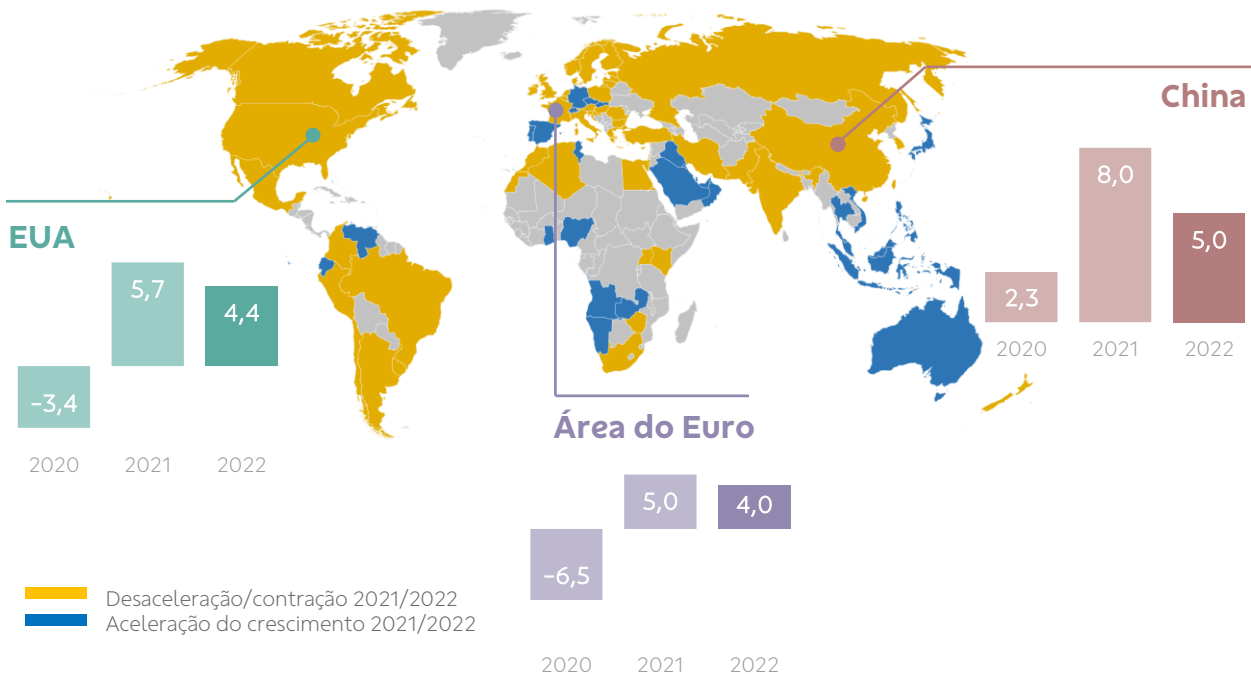
# Macroeconomia: crescimento global

Diante dos riscos, há expectativa de desaceleração da taxa de crescimento mundial.



## Produto interno bruto

% a/a



Fonte: Oxford Economics, BB/Assessoramento Econômico.

## Perda de ritmo à frente...

\_\_A economia global deve apresentar **desaceleração** ao longo de 2022. Os riscos descritos anteriormente e a perspectiva de aperto da política monetária das principais economias são os principais fatores que fundamentam a redução do ritmo de crescimento da atividade global.

\_\_Em que pese o menor crescimento mundial, vale destacar que as taxas de crescimento previstas para os EUA (+4,4%) e para a Área do Euro (+4,0) em 2022 estão acima do crescimento potencial e da média histórica. As poupanças acumuladas ao longo da pandemia e o efeito dos estímulos nesse período formaram um colchão que favorece a sustentação da economia em 2022.

\_\_Por sua vez, as **questões ligadas à desaceleração do setor imobiliário e a pandemia** devem pesar sobre o ritmo de crescimento chinês em 2022 (+5,0%), abaixo da atividade esperada para 2021 (+8,0).

# Macroeconomia: atividade econômica doméstica

PIB deve desacelerar em 2022 comparativamente ao número observado em 2021, com crescimento de 0,4%.



## Destaques das estimativas para 2022

\_\_No Brasil, o resultado do PIB do terceiro trimestre de 2021, divulgado na primeira semana de dezembro, veio levemente negativo (-0,1%, dado sazonalmente ajustado) quando comparamos com o segundo trimestre do ano. Com esse resultado e dados mais recentes para a indústria, comércio e serviços, a atividade econômica, atualmente no patamar pré-pandemia, deve encerrar 2021 com crescimento de 4,7%.

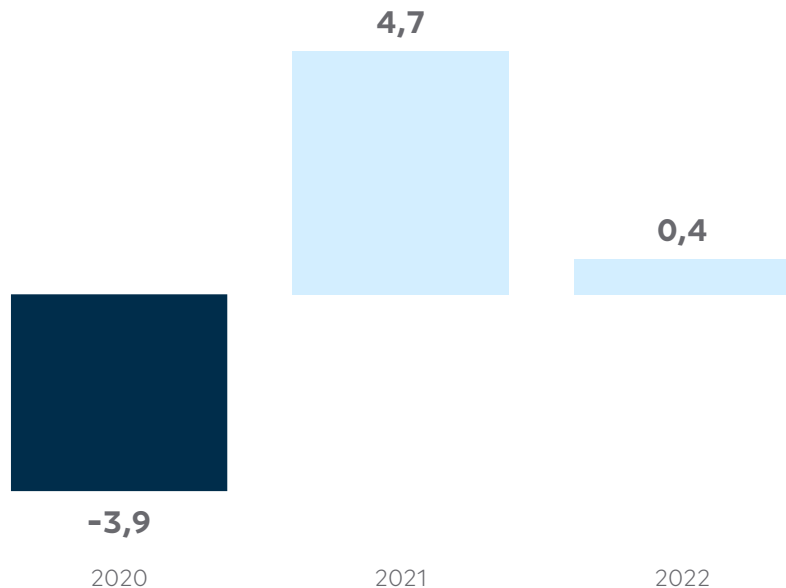
\_\_Para 2022, apesar de ser esperada uma maior contribuição da atividade agrícola, dada projeção de safra para os principais grãos e da expectativa do Auxílio Brasil promover algum nível de estímulo no consumo, **esperamos uma desaceleração da atividade econômica para 0,4%, comparativamente a 2021.**

\_\_Além de uma menor contribuição do ambiente externo, a perda de dinamismo da atividade doméstica para o próximo ano estaria associada principalmente aos efeitos negativos da inflação, do aperto monetário (juros avançando no campo contracionista), das condições financeiras desfavoráveis, da dinâmica de recuperação lenta em ritmo no mercado de trabalho e da perda de impulso do crédito. Esses elementos apresentam reflexos diretos no poder de consumo das famílias e na capacidade de investimento das empresas.

Fonte: IBGE, projeção BB/Assessoramento Econômico.

## Produto interno bruto

% a/a real



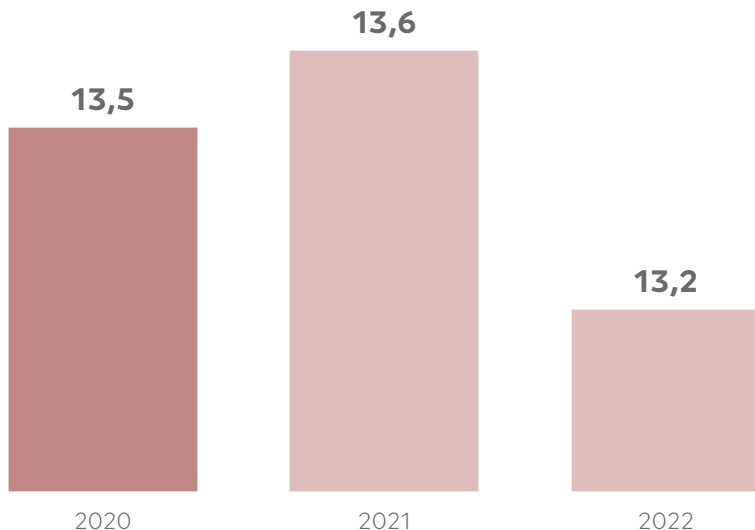
# Macroeconomia: mercado de trabalho

Apesar da atividade menos pujante, a taxa de desemprego média deve recuar em 2022.



## Taxa média de desemprego

% da PEA



Fonte: IBGE, projeção BB/Assessoramento Econômico.

\_\_Apesar da desaceleração da atividade econômica prevista, a taxa média de desemprego em 2022 deve recuar para 13,2%, contra 13,6% previsto para 2021. O grande responsável por esse movimento é a recuperação da população ocupada, particularmente em postos de trabalhos informais. Esses empregos são particularmente compostos por trabalhadores de baixa qualificação e menores salários, comparativamente aos empregados formais.

\_\_O efeito recomposição da mão de obra em empregos de menores salários e a inflação ainda em patamar elevado devem contribuir para **reduzir o salário real dos trabalhadores em 2022 (-2,2%)**, porém em menor intensidade do que observado em 2021 (-6,0%).

\_\_Ainda sobre a dinâmica futura do mercado de trabalho, ganham relevância aspectos qualitativos, tais como: (i) subocupação (pessoas que trabalham menos de 40 horas por semana e gostariam de trabalhar mais); (ii) crescimento da economia dos aplicativos altera a estrutura do mercado de trabalho (evita retomada mais intensa do grau de formalização da mão obra); (iii) crescimento do home office.



# Macroeconomia: inflação e política monetária

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



\_\_A maior pressão inflacionária no curto prazo naturalmente eleva os desafios para o IPCA em 2022, que se materializa tanto via inércia, quanto na incerteza em relação à persistência dos choques de oferta.

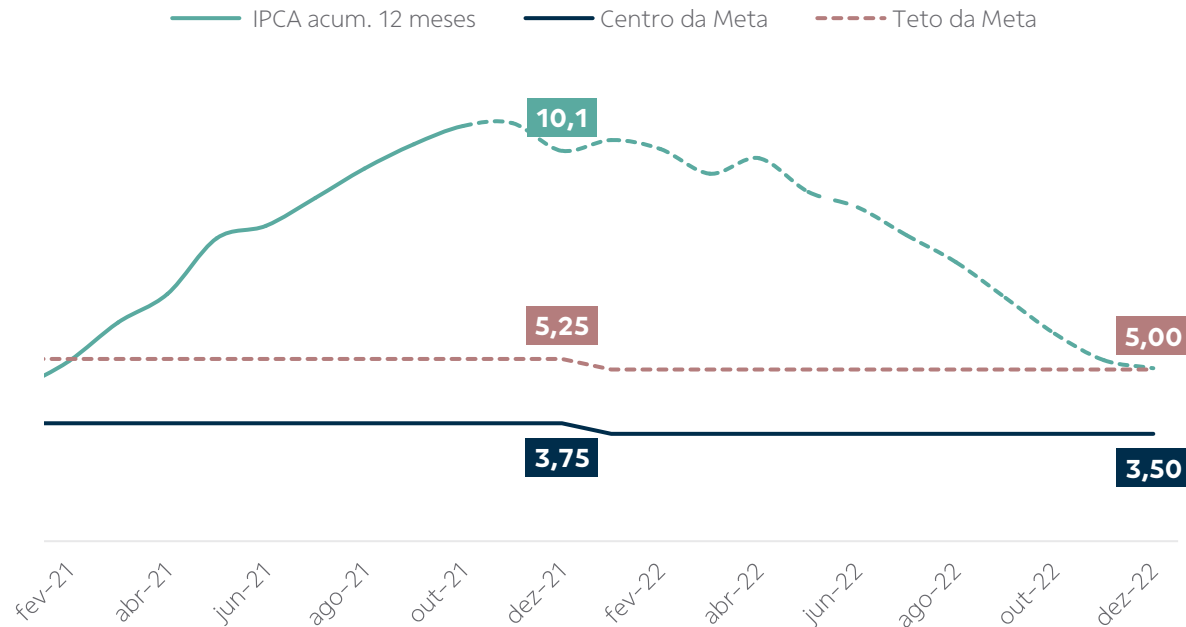
\_\_Além disso, a trajetória mais deteriorada da inflação em 2021 traz impactos diretos sobre alguns reajustes relacionados aos preços administrados em 2022, o que reforça o desafio para conter a evolução dos preços ao consumidor no próximo ano.

\_\_Mesmo diante dos desafios, avaliamos que haverá uma distensão importante dos preços ao longo de 2022, fruto do efeito da taxa de juros mais elevada sobre a atividade econômica. Esse ciclo de aperto monetário deve se manter pelo menos até meados de março de 2022, quando a taxa Selic atingiria 12,25% (de acordo com nosso cenário base), patamar que se manteria constante até o final do ano. Essa postura mais rígida com relação aos juros ganhou força por conta da persistência inflacionária e das maiores incertezas no campo fiscal, sendo necessária para evitar um processo de desancorarem das expectativas da inflação.

Fonte: IBGE, projeção BB/Assessoramento Econômico.

## Inflação ao consumidor (IPCA)

% acumulado 12 meses



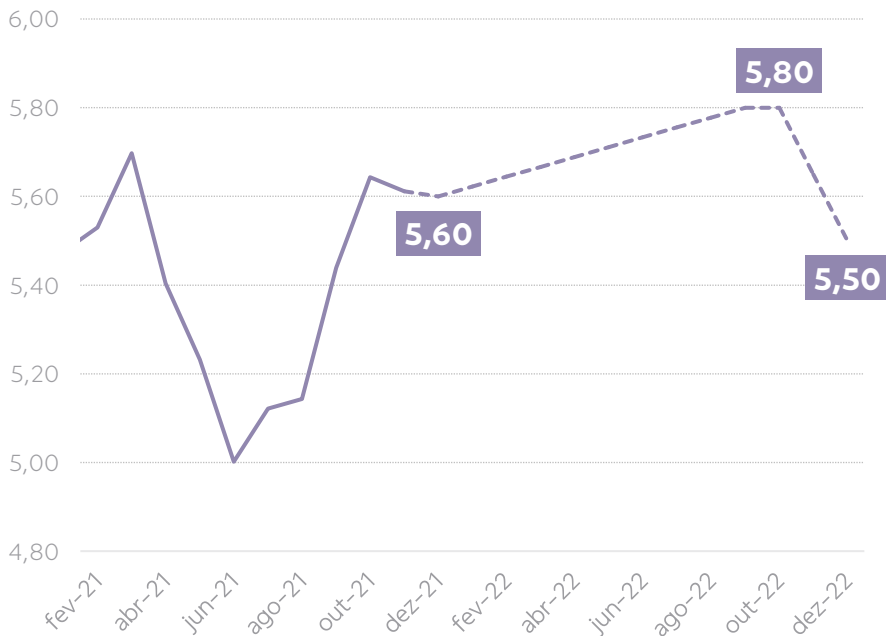
# Macroeconomia: câmbio

A moeda brasileira deve mostrar forte volatilidade em 2022.



## Taxa de câmbio

R\$ / US\$



Fonte: Bloomberg, projeção BB/Assessoramento Econômico.

\_\_A taxa de câmbio deve seguir em **forte volatilidade ao longo de 2022**, assim como ocorreu em 2021. De um lado, o cenário internacional está menos amigável e mais desafiador, o que contribui para elevar o patamar de aversão ao risco global, pressionando moedas de países emergentes.

\_\_Além disso, questões relacionadas à nova variante do coronavírus podem representar um fator de risco adicional e contribuir para gerar uma maior pressão sobre os ativos de risco, incluindo o valor do Real em relação ao Dólar.

\_\_No ambiente doméstico, as incertezas em relação à questão fiscal também vêm impactando a cotação da moeda brasileira. Esse fator ganha um elemento de risco adicional por conta da proximidade do ciclo eleitoral, que tradicionalmente provoca movimentos fortes de volatilidade sobre os ativos financeiros.

\_\_Diante desse cenário, **esperamos que a taxa de câmbio se desvalorize ao longo da primeira metade de 2022 e atinja um patamar máximo próximo a R\$/US\$ 5,80 em set/22 (pré-eleição). A partir daí, retornando a um patamar mais baixo em dez/22 (R\$/US\$ 5,50).**

# Macroeconomia: fiscal

Dívida pública deve se elevar em 2022.

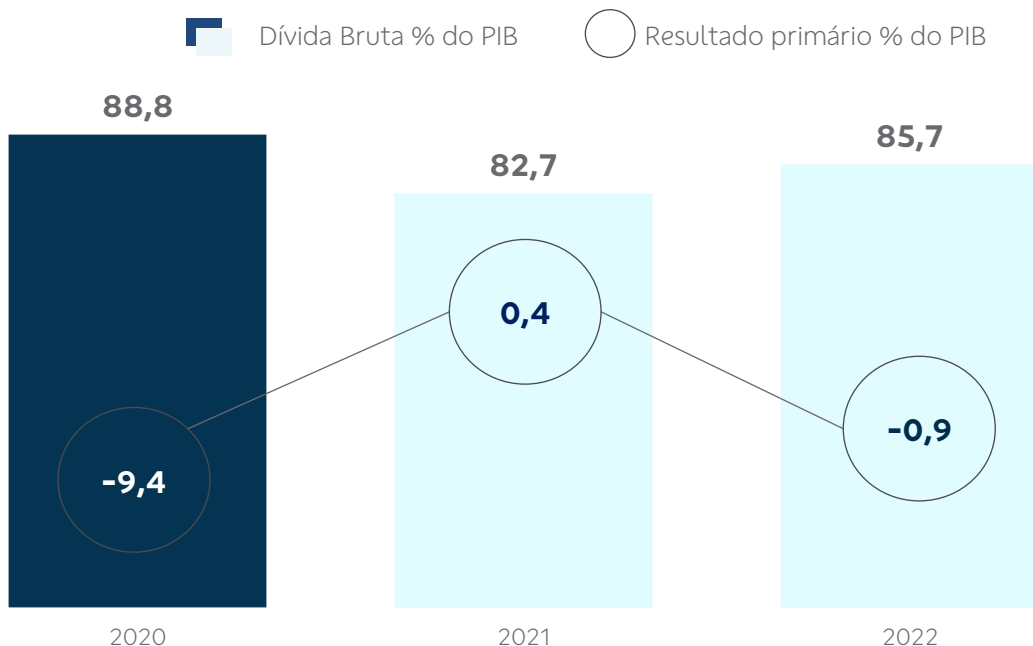
\_\_Mesmo diante da melhora do resultado primário e da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) ao longo da segunda metade do ano, especialmente em razão dos efeitos inflacionários e arrecadações extraordinárias, as **incertezas em relação às finanças públicas têm ganhado destaque no mercado**. Destaca-se que a melhora dos resultados fiscais é vista como algo conjuntural de curto prazo e não estrutural, especialmente quando se observa que a pressão inflacionária enfrentada este ano impulsionou as receitas e inflou o valor do PIB nominal favorecendo a relação Dívida/PIB.

\_\_O grande ponto para 2022 está ligado ao **potencial impacto de novos gastos frente aos efeitos do menor nível de atividade sobre a arrecadação**. Diante disso, nossa expectativa é de piora do resultado primário e aumento da dívida pública em relação ao PIB (%).

\_\_Destaca-se que, para 2022, não são esperados avanços em termos de aprovação de reformas estruturantes. Entretanto, a perspectiva é de que no pós-ciclo eleitoral a agenda de reformas seja retomada, compensando a flexibilização temporária das âncoras fiscais.

## Resultado fiscal

% do PIB



Fonte: Banco Central, BB/Assessoramento Econômico.

# Macroeconomia: cenário

Projeções das principais variáveis.



## Cenário base

		2020	2021	2022	2023
PIB	<i>var. % a.a.</i>	-3,9	4,7	0,4	1,3
Desemprego <sup>1</sup>	<i>% da PEA</i>	13,5	13,6	13,2	12,6
Câmbio <sup>2</sup>	<i>R\$/US\$</i>	5,20	5,60	5,50	5,10
Selic <sup>2</sup>	<i>% a.a.</i>	2,00	9,25	12,25	8,25
IPCA <sup>2</sup>	<i>% a.a.</i>	4,5	10,1	5,0	3,2
Crédito total	<i>% a.a.</i>	15,6	14,1	7,0	7,9

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

# Setor Financeiro

Dezembro 2021

Por **Rafael Reis, CNPI-P**



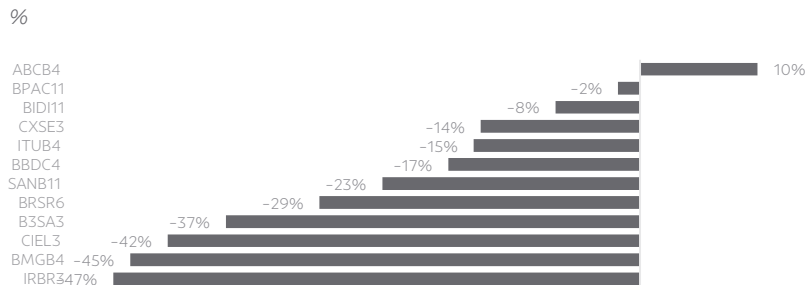
# Bancos e Serviços Financeiros

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB 2022: BPAC11, CXSE3 e SANB11.

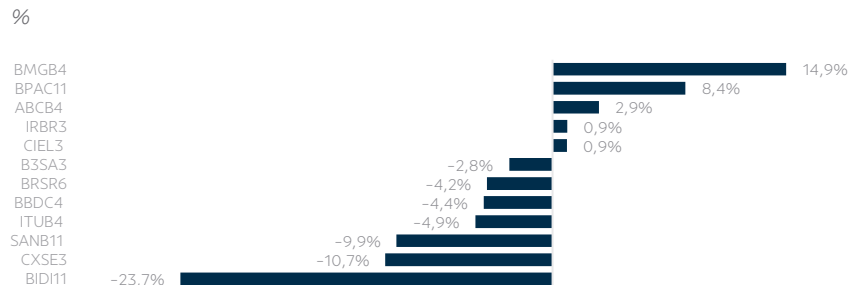


Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2022 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	P/L 2022e	P/L Média 5 anos	P/VP 2022e	P/VP Média 5 anos	ROE 2022e
BANCO ABC BRASIL	ABCB4	16,12	21,00	30,3%	Compra	3.540,6	5,5	6,0	0,7	0,7	11,3
BANCO BRADESCO	BBDC4	19,82	30,00	51,4%	Compra	175.445,2	6,6	8,5	1,1	1,4	17,2
BANCO INTER	BID11	30,32	75,00	147,4%	Compra	25.952,4	78,5	160,2	2,9	7,2	4,4
BANCO BMG	BMGB4	3,40	5,20	52,9%	Neutra	1.977,2	12,8	5,7	0,5	0,7	18,0
<b>BANCO BTG PACTUAL</b>	<b>BPAC11</b>	<b>22,74</b>	<b>37,00</b>	<b>62,7%</b>	<b>Compra</b>	<b>84.493,3</b>	<b>12,2</b>	<b>6,4</b>	<b>2,0</b>	<b>0,9</b>	<b>17,7</b>
BANCO ESTADO RIO GRANDE DO SUL	BRSR6	9,58	15,00	56,6%	Neutra	4.264,2	4,0	5,3	0,4	0,7	12,5
ITAU UNIBANCO	ITUB4	21,45	30,51	42,2%	Compra	197.393,5	7,2	8,0	1,3	1,5	18,5
<b>BANCO SANTANDER BRASIL</b>	<b>SANB11</b>	<b>31,05</b>	<b>52,00</b>	<b>67,5%</b>	<b>Compra</b>	<b>115.567,6</b>	<b>6,7</b>	<b>9,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>18,7</b>
B3 SA-BRASIL BOLSA BALCAO	B3SA3	12,31	16,30	32,4%	Compra	73.450,7	13,9	19,2	3,3	2,9	18,9
CIELO	CIEL3	2,25	3,50	55,6%	Neutra	6.031,3	7,0	10,7	0,6	2,1	9,4
<b>CAIXA SEGURIDADE</b>	<b>CXSE3</b>	<b>8,30</b>	<b>17,50</b>	<b>110,8%</b>	<b>Compra</b>	<b>24.480,0</b>	<b>7,7</b>	<b>9,7</b>	<b>2,1</b>	<b>2,7</b>	<b>21,4</b>
IRB BRASIL RESSEGUROS	IRBR3	4,34	5,00	15,2%	Neutra	5.337,8	9,5	23,5	1,2	3,8	15,8

## Performance em 2021



## Performance 1 mês



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 17/12/2021)

# Bancos: destaques da Seleção BB

O binômio crescimento x rentabilidade foi o principal balizador de nossas indicações para a Seleção BB 2022.



## Em busca do melhor dos dois mundos

*Equilíbrio entre ataque e defesa*

\_\_Em nossa visão, dois aspectos se destacam como mais desejáveis para nossas indicações, com base no que o mercado mais anseia em termos quantitativos para o atual momento: crescimento e rentabilidade.

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

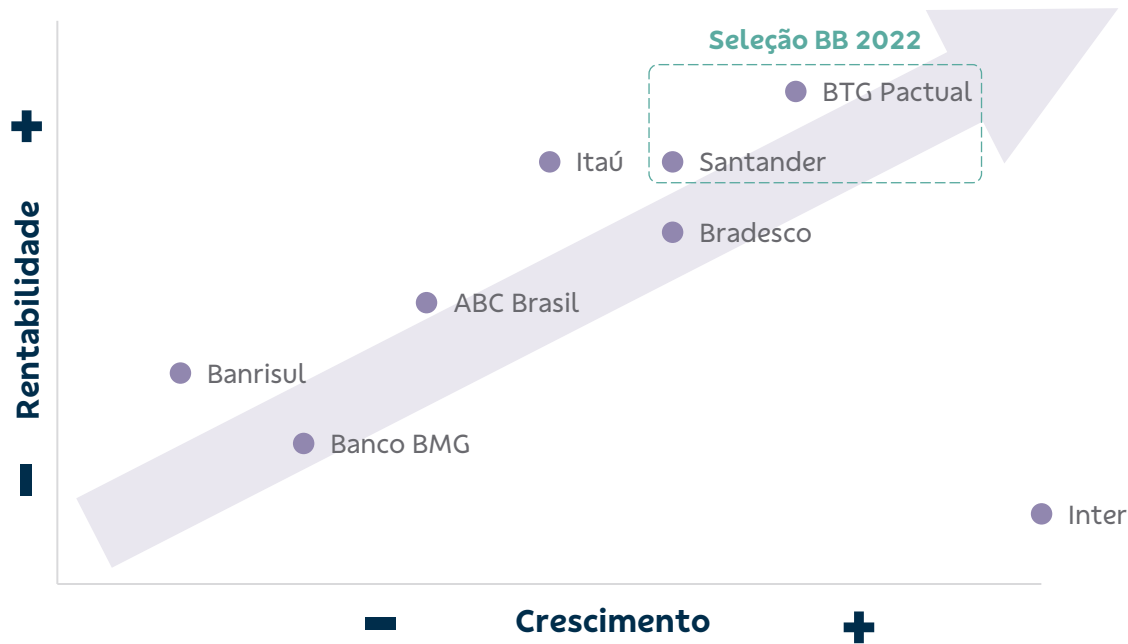
\_\_O segundo (rentabilidade) opostamente, nos traz o aspecto defensivo, ou seja, a capacidade que a empresa já possui de gerar riqueza além de suas necessidades de crescimento e conseguir remunerar o acionista, reduzindo seu risco já no curto prazo.

\_\_A matriz ao lado representa nosso sentimento atual quanto à comparação relativa entre todos os membros do nosso universo de cobertura, sendo os melhores colocados, a nossa seleção BB 2022.

Fonte: Análise BB Investimentos.

## Crescimento x rentabilidade

*Matriz*



# Bancos

Apesar da boa dinâmica atual, o ambiente competitivo acirrado mantém margens em xeque, enquanto a deterioração das condições macroeconômicas sugere menor crescimento e piora da qualidade de crédito.



## 2022: o ano da acomodação?

\_\_Se ano de 2021 foi de retomada para o setor bancário, calcado na reação econômica após o momento mais agudo da pandemia, **vislumbramos o ano de 2022 como um ano de acomodação.**

\_\_Por um lado, a maior parte dos bancos já retomou o “voou de cruzeiro” do lado operacional, e de fato o ambiente de juros mais elevados sugere benefícios para os bancos por conta do espaço para repasse de *spread*.

\_\_Os contrapontos, em nossa visão, vem por conta de (i) dificuldade por parte na reprecificação de empréstimos por conta da maior concorrência, (ii) tomadores com capacidade de pagamento tendendo à deterioração por conta do ambiente econômico combalido, o que sugere (iii) **crescimento mais moderado de crédito do que em 2021** e (iv) escalada da inadimplência.

Fonte: Análise BB Investimentos.

## Para lembrar...

*Retrospectiva: visão fundamentos*

\_\_Em nossa visão, o ano de 2021 foi de predominante consolidação da retomada dos bancos no período imediatamente após os impactos mais severos da pandemia.

\_\_O ano se iniciou com os bancos já apresentando, em geral, resultados sólidos, inclusive com alguns deles surpreendendo o mercado ao retomar patamares de ROE superiores a 20% – índice considerado pelo mercado de difícil retorno dada a nova conjuntura do mercado bancário.

\_\_Além disso, aguardada com grande probabilidade de escalada, **a inadimplência foi a grande surpresa de 2021, visto que efetivamente o que ocorreu foi a predominância da estabilidade**, mesmo com a redução das linhas dedicadas ao combate da queda na atividade por conta da pandemia (incentivo governamental), quanto das linhas de renegociação de prazo e carência das operações em andamento por parte dos bancos.

\_\_As tônicas do ano orbitaram do lado das receitas pelo (i) crescimento da carteira de crédito, esperada em cerca de 7%, e que efetivamente foi mais do que o dobro disso (16% nos últimos 12m até outubro); (ii) margens financeiras comprimidas por conta do ambiente de juros baixos no primeiro semestre, e pelo descasamento entre taxas de captação e de aplicação por conta da rápida escalada dos juros no segundo semestre; (iii) alguma recuperação nas receitas de serviços, mesmo com pressão oriunda do ambiente concorrencial e (iv) sinais de crescimento das receitas com tesouraria.

\_\_Já pelo lado das despesas, vimos (i) bom gerenciamento de custos, com os bancos solidificando o processo de racionalização da estrutura física acelerado na pandemia, o que permitiu à maioria deles manter ou até melhorar os índices de eficiência e (ii) despesas com provisões caminhando para um processo de normalização.

# Bancos

Apesar da boa dinâmica atual, o ambiente competitivo acirrado mantém margens em xeque, enquanto a deterioração das condições macroeconômicas sugere menor crescimento e piora da qualidade de crédito.



## Um ano de pressões exógenas

\_\_Mesmo com os bancos em sua maioria apresentando bom desempenho operacional e resultados consistentes, o desempenho agregado do Índice Financeiro (IFNC) segue abaixo do Ibovespa em 2021. Na verdade, os representantes do setor com peso no índice puxaram para baixo a performance do Ibovespa no ano.

\_\_Os principais motivos para a maior aversão ao risco associada ao setor foram (i) tramitação da proposta de reforma do IR, que propõe o fim da dedutibilidade do JCP, instrumento do qual a maioria dos nomes do setor se beneficia, (ii) proposta de tributação sobre os dividendos, também dentro do escopo da reforma do IR, que efetivamente eleva o custo de oportunidade do investimento no setor, notoriamente pagador de dividendos e (iii) avanço da agenda regulatória estimulante à concorrência (Open Banking).

\_\_Apesar do ano negativo, duas de nossas três ações da Seleção 2021 seguem melhor do que o Ibovespa, e todas melhores do que o IFNC.

Fonte: Análise BB Investimentos.

## Ambiente regulatório em evolução

\_\_A agenda regulatória capitaneada pelo Banco Central segue a pleno vapor. Ao final de 2020 vimos o nascimento do PIX, que de fato deslançou em 2021, caindo nas graças do público pela sua agilidade, flexibilidade e conveniência. Ao longo de 2021, a disrupção foi além, com a implantação do *open banking*.

\_\_No entanto, em nossa visão, o *open banking* não apenas representa um desafio tecnológico exponencialmente maior para o sistema, algo evidenciado pela flexibilização no cronograma por parte do regulador ocorrida em agosto, como também deve ter um maior período de maturação do lado da adesão, visto que evoca elementos associados à segurança da informação.

\_\_Mas, à medida que o público eventualmente incorpore no seu dia a dia o empoderamento possível por meio do compartilhamento de suas informações financeiras no sistema, poderemos ver uma mudança completa no panorama concorrencial

\_\_Se o PIX colocou em xeque as linhas de receitas com tarifas dos bancos ao tornar obsoletos serviços como DOC e TED, além de ameaçar a modalidade débito no ecossistema de meios de pagamento, o *open banking* vem para modificar tudo o que conhecemos em termos de serviços financeiros através da ultracustomização.

\_\_A experiência com o sistema aberto em outros países mostra que a implantação no geral é positiva, embora lenta. Em nossa visão, no entanto, o Brasil, que representa notoriamente um mercado *early adopter* no quesito inovação (financeira ou não), a adesão tende a ser mais célere.

\_\_Isso não significa que do dia para a noite teremos toda a base da atual clientela bancária lançada ao mar aberto, mas que provavelmente veremos uma materialização mais acelerada do novo panorama concorrencial, com a consolidação de nomes capazes de se beneficiar de eventuais ganhos de escala por meio de tecnologia.

# Bancos: crédito

Em 2022, devemos ver continuidade de crescimento de carteira, embora em ritmo aquém do que foi visto em 2021, por conta da crescente expectativa de atividade econômica mais contida.



## Perspectiva: crédito

\_\_ Esperado em cerca de 7% no início do ano, o crescimento do crédito no SFN em 2021 foi (até os 12 meses terminados em outubro) mais do que o dobro disso: 16%, puxado principalmente pelas pessoas físicas, e na modalidade livre, ligada ao consumo, catalisado pela flexibilização das medidas restritivas e o avanço da vacinação. A variação esperada para 2021 é atualmente esperada em 12,7% segundo a Febraban e 14,6% segundo o Banco Central.

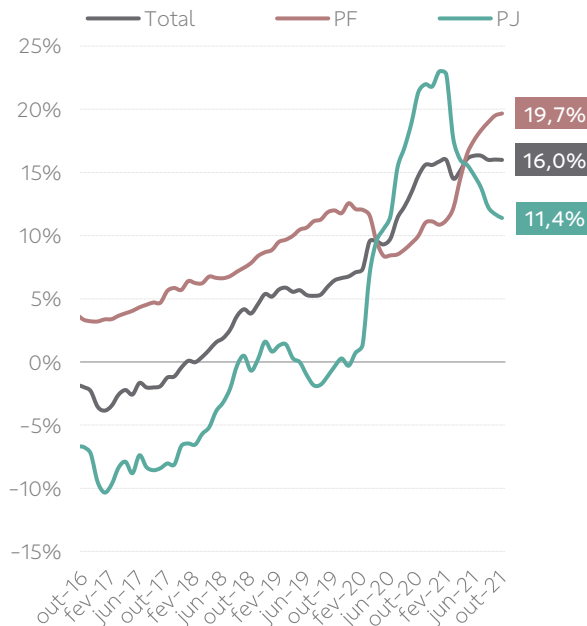
\_\_ Para 2022, em meio à deterioração das expectativas econômicas, que sugere a manutenção do ritmo de alta de juros e condições monetárias mais restritivas, o Banco Central espera um arrefecimento no ritmo de crescimento de crédito, para aproximadamente 8,6%, enquanto a Febraban espera 9,4%.

\_\_ Conforme projeções mais recentes apontadas na seção Macro desse relatório, é esperada uma variação menor que a prevista pelas entidades, em cerca de 7% para 2022\*.

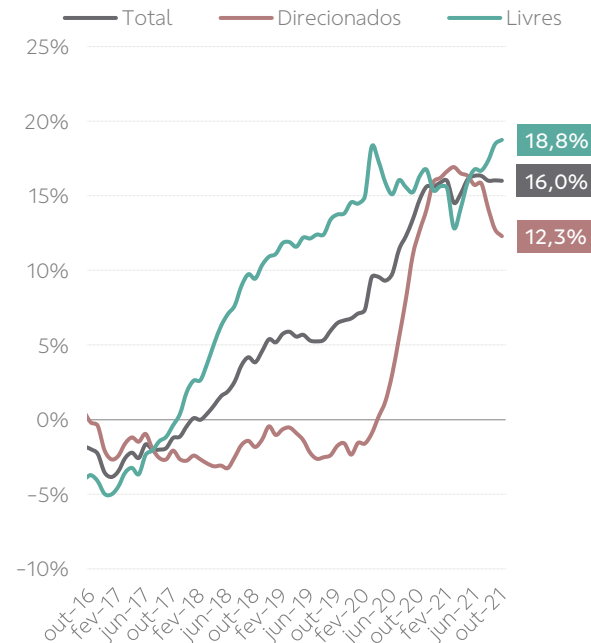
Fonte: Banco Central do Brasil, Febraban, BB Investimentos. \*Projeções BB/Assessoramento Econômico

## Crescimento de crédito - SFN

% a/a - PF e PJ



% a/a - Livres e Direcionados





# Bancos: inadimplência e spread

Para 2022, enxergamos piora na inadimplência, mas com espaço para alguma recomposição de *spreads*.



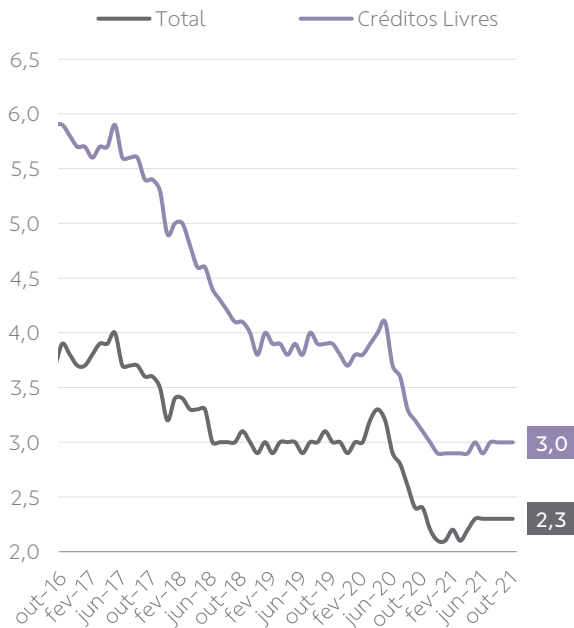
## Perspectiva: inadimplência e spread

\_\_A inadimplência em predominante estabilidade foi a grande surpresa positiva de 2021, sendo que esperava-se significativa deterioração desde o início do ano. Mesmo com a dinâmica positiva até o momento, a piora das expectativas econômicas aguardada para 2022 sugere inevitabilidade na escalada do volume de operações em atraso para o próximo ano.

\_\_Já no lado do *spread*, apesar da escalada dos juros, temos visto do lado das novas concessões dificuldades por parte dos bancos em repassar mais taxa nos empréstimos do que na captação, explicado parcialmente pelo ambiente competitivo mais acirrado. Para 2022, à medida que as carteiras entram em novas safras, com mix mais arrojado, esperamos alguma recomposição dos *spreads*.

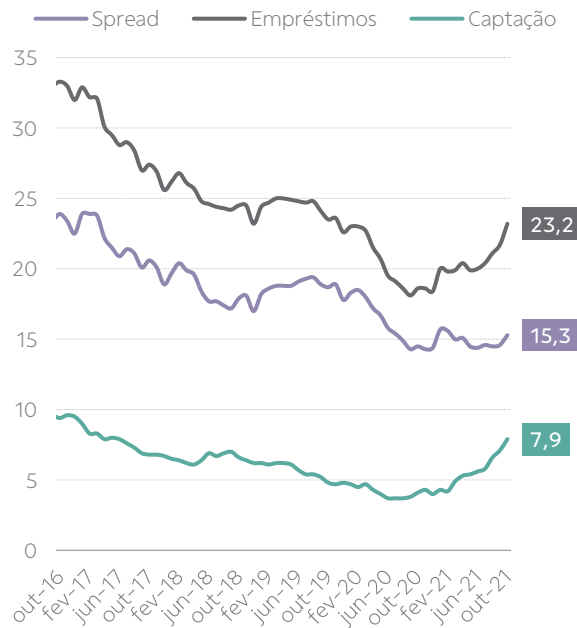
### Inadimplência

% de Operações em atraso acima de 90 dias



### Spread

% de juros a.a. sobre novas concessões



Fonte: Banco Central do Brasil, BB Investimentos.

# Seleção Bancos: BTG Pactual

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



## Tese de investimento

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

\_\_Ao longo de 2021, vimos o BTG redimensionando seu mix, privilegiando um equilíbrio maior entre suas diversas fontes de receitas, reduzindo a volatilidade até então intimamente associada à renda de mercado de capitais. Isso inclui não só o fortalecimento de linhas que o banco já operava, mas a inauguração de novas avenidas – orgânicas e inorgânicas.

\_\_Na nossa visão, o maior destaque em termos de crescimento, e que acreditamos deva se manter em evidência, vem da nova estratégia de distribuição digital, com as linhas *asset* e *wealth management and consumer banking*, que registraram subsequentes resultados recordes ao longo de 2021

\_\_Por ser uma empresa mais focada em crescimento, as ações do BTG foram punidas pela deterioração do cenário macro, em especial ao longo do segundo semestre de 2021, já que sugere um desconto adicional do fluxo de dividendos futuros no *valuation*. Em nossa visão, isso representa uma oportunidade de compra já que essencialmente não houve mudança nos fundamentos do BTG.

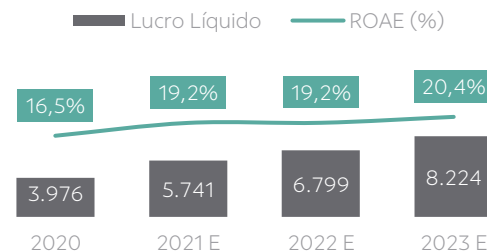
## Riscos

(i) Eventos que possam impactar negativamente as janelas de emissões no mercado de capitais produzem impacto significativo 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.

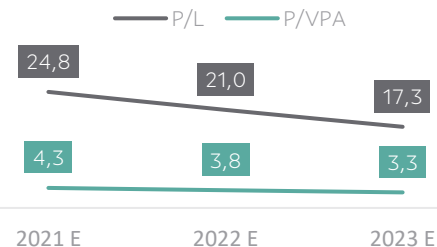
## Estimativa de lucro líquido e ROAE

R\$ milhões e %



## P/L e P/VPA projetados

Base preço-alvo 2022



Fonte: BTG Pactual, BB Investimentos.

# Seleção Bancos: Santander

Alta rentabilidade, fruto da união entre uma carteira com mix mais rentável, resiliência à ofensiva das *fintechs* via captação de clientes em canais digitais e eficiência operacional.



## Tese de investimento

\_\_Ao longo de 2021 o Santander colheu frutos de uma postura mais ousada em relação ao mix de crédito e expansão dos negócios estabelecidos ao longo da pandemia, e registrou resultados recordes. **Esperamos a manutenção do bom momento.**

\_\_Em nossa visão, os “bancões” estão mostrando desenvoltura na reação à ofensiva dos bancos digitais e *fintechs*, e muito dessa percepção vem por conta do Santander, que foi capaz de captar e rentabilizar base de clientes via canais digitais em ritmo forte, além de estabelecer parcerias em ramos complementares.

\_\_O Santander apresenta atualmente o melhor índice de eficiência dos grandes bancos, fruto de sua gestão de custos, que inclui o amadurecimento da transformação da rede de agências tradicionais em modelos mais leves, acompanhando a transformação do setor.

\_\_Em face de um ambiente macro mais desafiador para 2022, vemos na consistência dos resultados e do crescimento do Santander um nome menos suscetível a solavancos no setor.

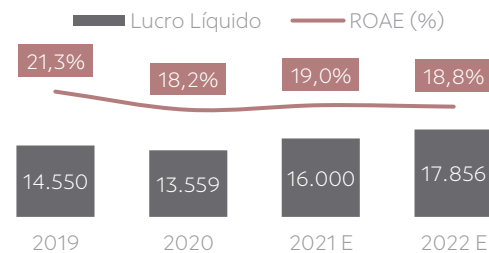
## Riscos

- (i) Dificuldades em reprecificar a carteira de crédito nas novas safras por conta da concorrência acirrada;
- (ii) Agenda regulatória capaz de pressionar as margens em ritmo além do já mapeado – *open banking, open finance*;
- (iii) Cenário macro mais desafiador do que o previsto pode pressionar inadimplência e despesas com provisões;
- (iv) Agenda reformista prejudicando de forma mais enfática o setor bancário tradicional.

Fonte: Santander, BB Investimentos.

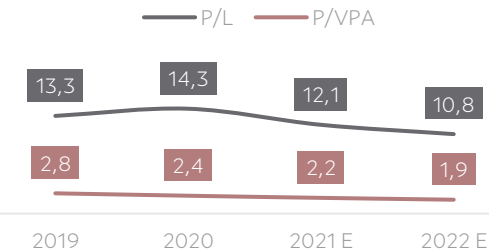
## Estimativa de lucro líquido e ROAE

R\$ milhões e %



## P/L e P/VPA projetados

Base preço-alvo 2022



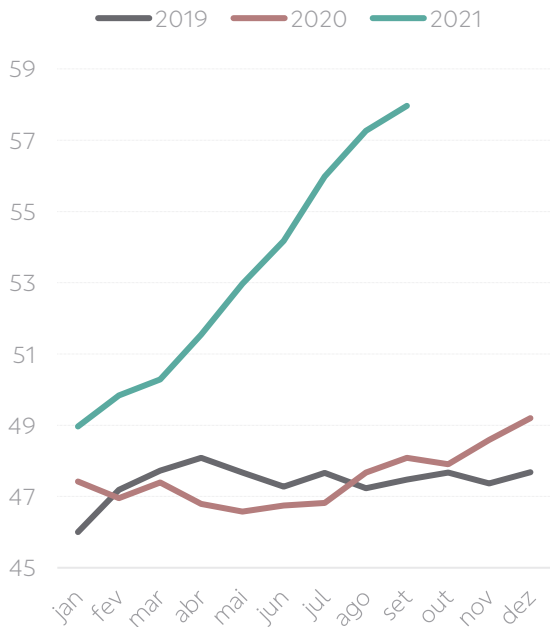
# Serviços Financeiros: Seguros

Protagonista em 2021, a sinistralidade ainda terá seu lugar de destaque em 2022 e conduzirá as seguradoras a melhorar a eficiência nos negócios de subscrição.



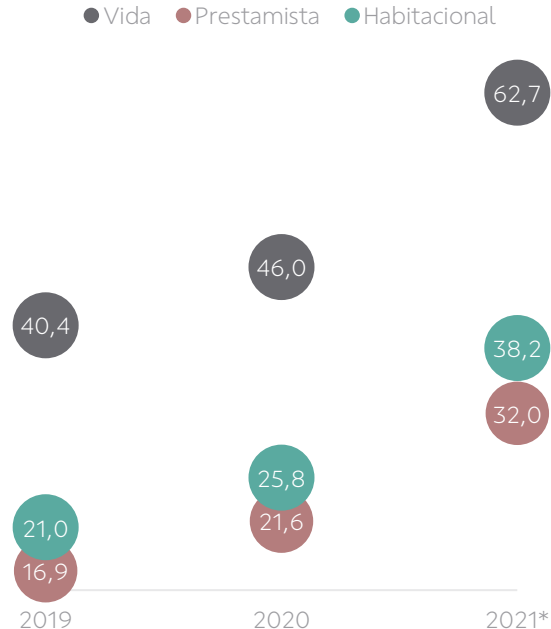
## Sinistro ocorridos

R\$ bilhões (acumulado 12 meses\*)



## Sinistralidade (principais ramos)

% sobre prêmios ganhos (acumulado 12 meses)



## Sinistro!

\_\_A sinistralidade se elevou muito em 2021 por conta da pandemia. A severidade no início do ano impactou diretamente a indústria de seguros, que observou seus lucros reduzirem pelo impacto direto dos sinistros nas demonstrações de resultados.

\_\_Com o elevado patamar da cobertura vacinal e a suficiência da produção de vacinas em nível global, esperamos um 2022 com menor sinistralidade, ainda que os níveis permaneçam acima do período pré-pandemia, especialmente no primeiro semestre do próximo.

\_\_Diante de um cenário de sinistralidade elevada, as seguradoras precisarão ser mais eficientes nos negócios de subscrição (*underwriting*), focando em ramos com menor risco de sinistralidade para entregar resultados mais atrativos e, por consequência, observar maior valorização de suas ações.

Fonte: Susep, BB Investimentos. (\*Dados de 2021 são parciais, até setembro-2021)

# Serviços Financeiros: Seguros

Acreditamos em um cenário de redução da sinistralidade que, somado à possível melhora marginal nas condições de emprego, massa salarial e crédito em campo de expansão, resultará em cenário positivo para a indústria de seguros.



## Elevação nas concessões de crédito podem puxar seguros

Expectativa de crescimento de 7% no saldo de crédito total para 2022\*

\_\_O Brasil não possui uma cultura estabelecida de aquisição de seguros para fins de planejamento financeiro, patrimonial e sucessório. Nosso entendimento é que parte relevante das aquisições de produtos de seguridade no Brasil ocorre no momento da contratação de operações de crédito, modelo comercial muito bem explorado dentro das instituições financeiras (*bancassurance*).

\_\_As companhias seguradoras que atuam no segmento *bancassurance* têm uma gama maior de produtos de seguros para oferecer a seus clientes e podem envidar esforços para direcionar sua força de vendas para produtos mais rentáveis do que as companhias “puras” de seguros. Ademais, o fato de deter uma base maior de clientes garante uma capacidade maior de gerenciar riscos.

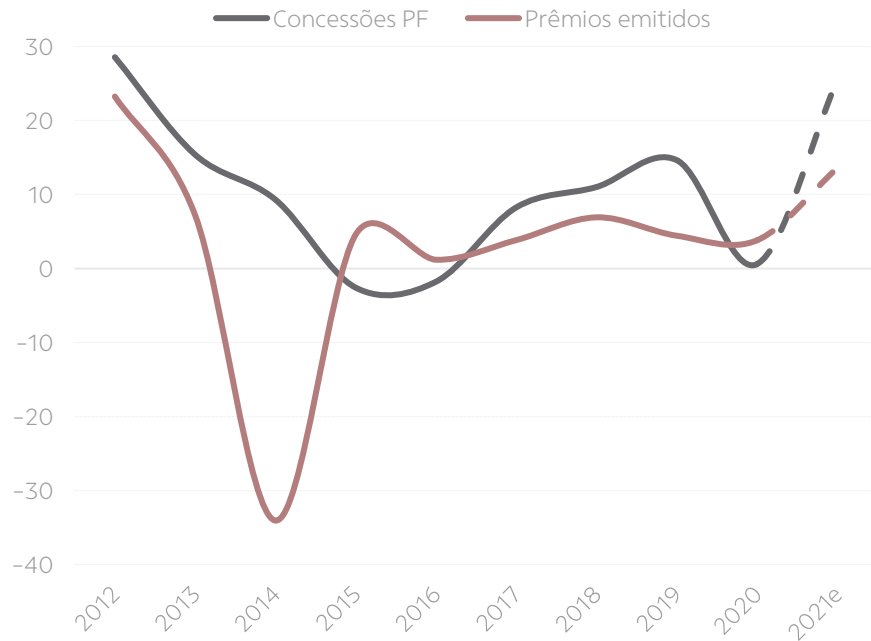
\_\_Uma piora no cenário de emprego e renda em 2022 pode se refletir numa redução no consumo de crédito e produtos de seguridade em benefício do consumo de produtos essenciais. No entanto, no comparativo com 2021 nosso cenário é de uma ligeira melhora nestes indicadores, o que deverá trazer um alívio maior para o segmento de seguros.

\_\_Diante de um cenário de menor severidade da pandemia, massa salarial ligeiramente maior e elevação do crédito (ainda que em menor patamar que 2021), acreditamos em um cenário positivo para o mercado de seguros no Brasil para o ano de 2022, especialmente as companhias que atuam no segmento de *bancassurance*.

Fonte: Banco Central do Brasil, Susep, BB Investimentos. (\*Projeções de crédito BB/Assessoramento Econômico)

## Evolução dos prêmios emitidos e concessão de crédito PF

% a.a.





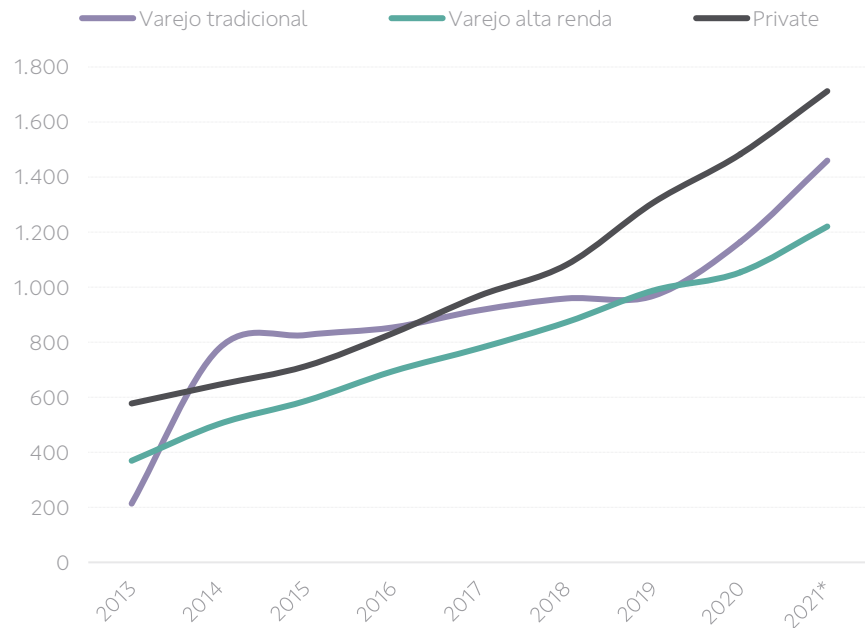
# Serviços Financeiros: Investimentos

O histórico de crescimento da indústria de investimento no Brasil sugere que, mesmo diante de cenários econômicos desfavoráveis, sua trajetória segue inabalável.



## Investimentos (ativos sob gestão) por segmento

R\$ bilhões



Fonte: Anbima, BB Investimentos. (\*Dados de 2021 são parciais, até setembro-2021)

## Não tem crise que abale a indústria de investimentos

Crescimento ininterrupto em todos os segmentos

\_\_A indústria de investimentos no Brasil aloca R\$ 4,4 trilhões e é dividida em três grandes segmentos, varejo, alta renda e *private*. Isoladamente, o segmento *private* detém a maior parte do bolo, com cerca de 40% do total dos ativos financeiros. O segmento varejo foi o que mais ganhou participação desde 2013, quando tinha 18% do total dos investimentos e atualmente detém 33%, refletindo o processo de contínua bancarização da população e disseminação da cultura de investimentos que foi reforçada pelas instituições financeiras, *fintechs*, empresas focadas em assessoria de investimentos, influenciadores digitais, entre outros.

\_\_A indústria de investimentos vem apresentando muita consistência no seu crescimento, desde 2013 observou elevação média anual de 18% e neste período não apresentou queda mesmo em anos de recessão econômica. **Apesar do crescimento robusto, o setor tem espaço para crescer ainda mais pois a relação de investimentos contra o PIB ainda é relativamente baixo quando comparado com outros países.** Segundo dados do FMI, o Brasil tem uma relação de 62,3% nos depósitos em poupança e investimentos remunerados bancários ante o PIB. Entendemos que a cultura de bancarização e investimentos no país é mais disseminada que a média dos demais países em desenvolvimento mas ainda abaixo dos países desenvolvidos que apresentam uma relação de 80% (EUA), 96% (Espanha) e até de 123% (Coreia do Sul). Diante deste cenário entendemos que a relação tende a se elevar em convergência com esses países.

# Serviços Financeiros: Investimentos

Para 2022, a trajetória de crescimento deve se sustentar, porém com desaceleração na tendência de migração dos investimentos de poupança e renda fixa para renda variável.



## Renda fixa, aí vou eu!

*Com a elevação das taxas de juros, os investimentos em renda fixa devem acelerar*

\_\_Do ponto de vista de alocação, o segmento de renda fixa lidera com boa margem (55%) refletindo o estado médio de juros elevados que o país sustenta no longo prazo. Apesar de termos observado alguns períodos de juros real próximo de países desenvolvidos, a taxas de juros de longo prazo no Brasil sempre apresentaram valores atrativos, o que inibe uma migração mais forte para a renda variável. A poupança, que é um investimento bastante conservador, representa uma significativa parte dos investimentos do brasileiro (23%) e está acima dos investimentos em ativos de renda variável (22%).

\_\_A taxa de participação da renda variável nos investimentos se eleva de acordo com a renda. No varejo, a renda variável representa apenas 8% do volume investido, enquanto no alta renda e private 18% e 38% respectivamente.

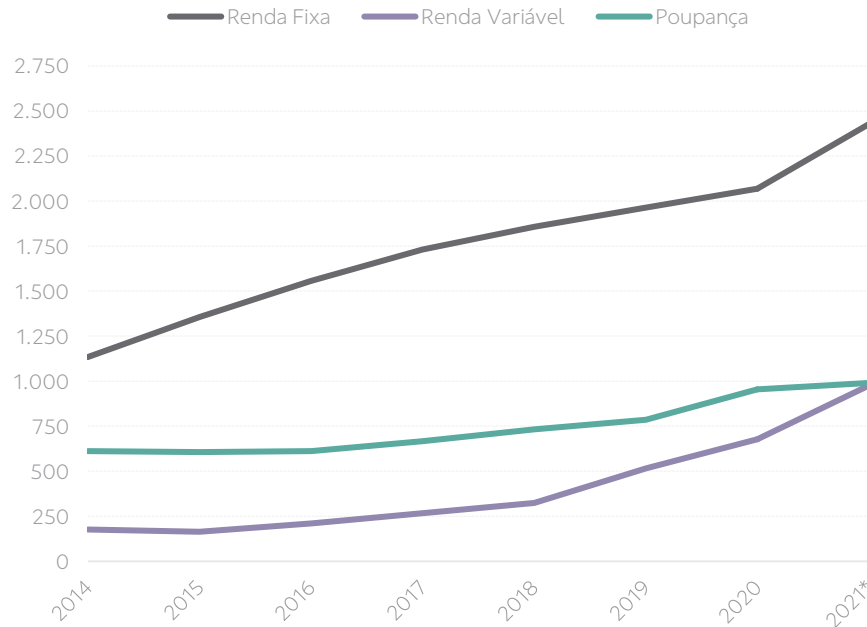
\_\_Períodos de taxas de juros em patamares mais baixos incentivam a migração dos investimentos para a renda variável, o que pudemos observar nos anos de menor taxa de juros (Selic média anual). Entre 2014 e 2017 a taxa média Selic se manteve acima de dois dígitos e o crescimento da alocação em Renda Variável no período foi de 11,7% a.a. ante o pujante crescimento de 38,4% a.a. no período de 2018 a 2021 (dados até setembro-21).

\_\_Nossa estimativa é que o ritmo de alta da Selic desacelere o crescimento da renda variável. Não obstante, entendemos que esse segmento ainda assim irá ganhar espaço nos investimentos dos brasileiros em 2022 mesmo que em um ritmo mais lento que os últimos anos.

Fonte: Anbima, BB Investimentos. (\*Dados de 2021 são parciais, até setembro-2021)

## Investimentos por classe de ativo

R\$ bilhões



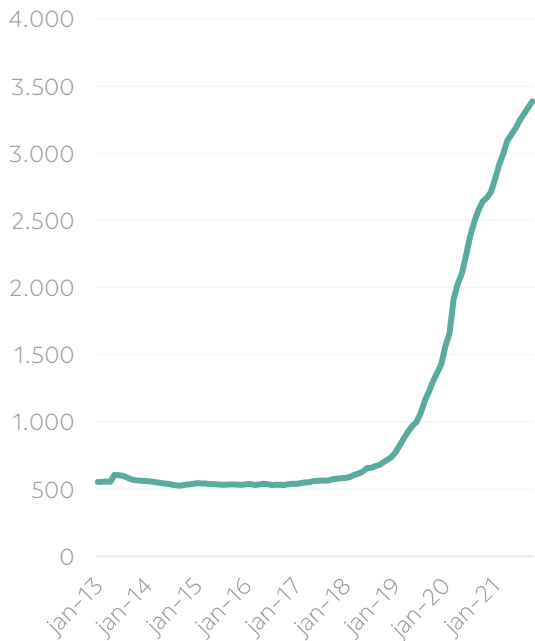
# Serviços Financeiros: Bolsa

A desaceleração do crescimento dos investimentos em renda variável deverá se refletir na estabilização do número de investidores na bolsa brasileira.



## Contas na bolsa brasileira

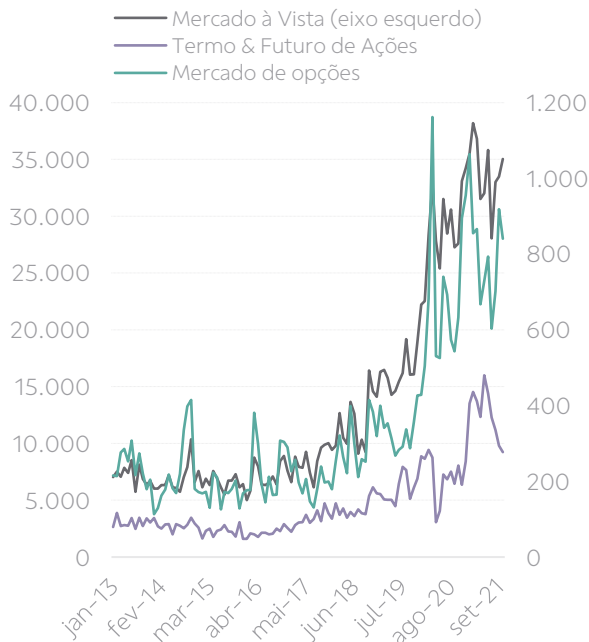
# milhares de CPFs únicos



Fonte: B3, BB Investimentos.

## Volume médio diário negociado

R\$ milhões



## Mercado vem ganhando maturidade...

\_\_O ano de 2018 se tornou um ponto de inflexão na participação dos brasileiros na bolsa de valores. De 2013 até o final de 2017, o número de participantes ficou estável em torno de 500-600 mil, quando iniciou uma impressionante escalada que sextuplicou a participação para pouco mais de 3 milhões de CPFs únicos na bolsa.

\_\_Este cenário está em linha com o observado na alocação em renda variável do brasileiro no período, que foi incentivado pela redução na taxa média anual da Selic entre 2018 e 2021.

\_\_Além do crescimento das negociações em ativos comuns de renda variável, como ações, ativos mais sofisticados também observaram crescimento no período, tais como negociações no mercado de opções, futuro e à termo.

# Serviços Financeiros: Bolsa

Alinhado com uma estabilização no número de novos investidores e com a elevação das taxas de juros, o giro de mercado na bolsa brasileira deve apresentar tendência de queda no próximo ano.



## ... mas atingiu um patamar elevado?

\_\_Dois indicadores nos colocam com olhar cauteloso para esse mercado para o ano de 2022: (i) a elevação da taxa Selic para o patamar de dois dígitos e (ii) o giro de mercado.

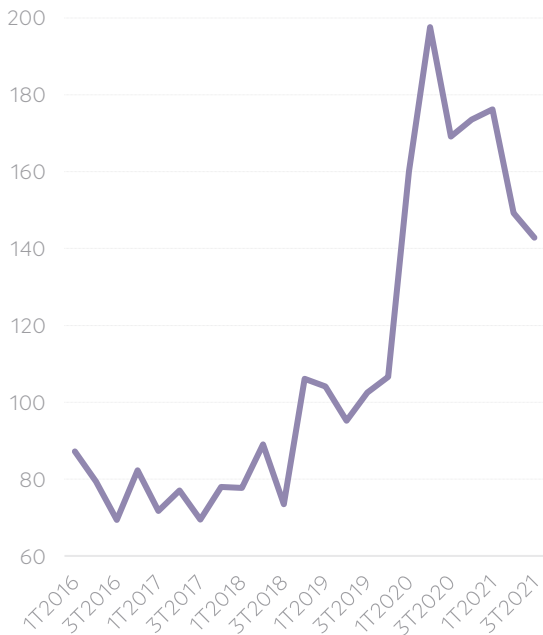
\_\_O primeiro indicador nos leva a projetar uma desaceleração na entrada de novos participantes neste mercado – que deve se estabilizar entre 3,5 e 4 milhões de CPFs únicos – ao mesmo tempo que a migração de recursos oriundos da renda fixa e poupança também deve desacelerar.

\_\_O segundo indicador é mais difícil de se projetar, mas entendemos que o patamar atual do giro de mercado está elevado e deve convergir gradualmente, no longo prazo, para um patamar mais próximo de seu histórico.

\_\_Diante do cenário adverso para os dois indicadores citados, mas considerando o consistente crescimento e dinamismo do mercado de bolsa no Brasil, projetamos um cenário de neutralidade para este mercado para 2022.

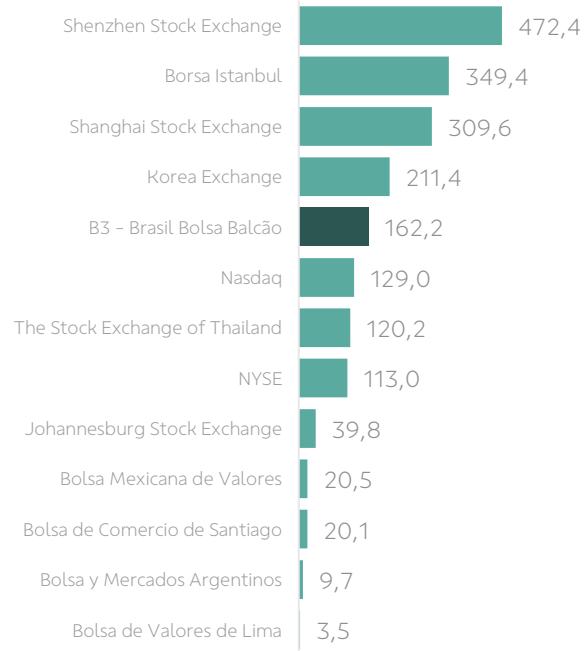
## Giro de mercado<sup>1</sup> no Brasil

% - Visão trimestral



## Giro de mercado (global)

% - Visão mensal – setembro-21\*



Fonte: B3, WFE – World Federation of Exchanges, BB Investimentos. (<sup>1</sup>Relação entre volume negociado e capitalização de mercado das empresas listadas; \*exceto Nasdaq e NYSE (agosto-21)

# Serviços Financeiros: Adquirência

A competição neste mercado deve se acirrar ainda mais no próximo ano por conta do novo sistema de registro de recebíveis, pressionando as margens das companhias.



## Dinâmica de mercado

O mercado de adquirência no Brasil vem passando por intensa concorrência e transformação com o surgimento de novas tecnologias, tais como o PIX, e a abertura do mercado de antecipação de recebíveis, que deve tomar corpo no próximo ano com a correção dos problemas tecnológicos observado no ano de 2021.

De um lado, as formas alternativas de pagamentos absorvem parte das transações que passariam pelas adquirentes. De outro, a abertura do mercado de antecipação dos recebíveis pode trazer novos concorrentes, reduzindo o volume transacionado pelos incumbentes deste mercado.

O chamado Novo Sistema de Registro de Recebíveis permitirá que o fluxo de recebíveis do comerciante seja acessado por qualquer instituição autorizada pelo Bacen e a sua antecipação poderá ser ofertada por essas instituições, incluindo novas *fintechs*. Esse cenário deverá apertar ainda mais as margens da adquirentes e o nosso cenário para as incumbentes do mercado é negativo.

Fonte: Cielo, Getnet, PagSeguro, Stone, BB Investimentos. (<sup>1</sup>Valor agregado das quatro empresas: Cielo, Getnet, PagSeguro e Stone)

## Crédito fumaça em xeque

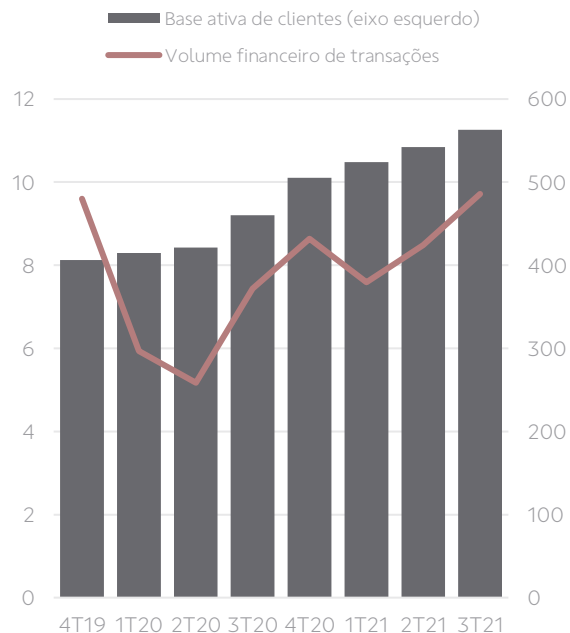
A disponibilização de crédito mediante antecipação de recebíveis se tornou uma prática comum dentre asadoras. Com a evolução desse processo, as adquirentes passaram a acompanhar o faturamento médio das empresas, estimar seu fluxo futuro e usar essa projeção para oferecer crédito garantido por esse fluxo estimado de recebíveis que os comerciantes poderiam ter com a continuidade de seus negócios.

O risco deste negócio é de o comerciante não conseguir atingir os níveis estimados de vendas e não honrar os valores adiantados. Esse risco se torna potencialmente maior em momentos de crise econômica e foi especialmente arriscado nos últimos dois anos, com o fechamento forçado dos comércios por conta das medidas de restrição de mobilidade estabelecidas pelos governos para combater o alastramento pandemia de Covid-19.

Esse negócio deve perder força no próximo ano com o amadurecimento do novo registro de recebíveis, modalidade de crédito menos arriscada.

## Mercado de adquirência<sup>1</sup>

Base ativa em milhões / volume em R\$ milhões



# Seleção Serviços Financeiros: Caixa Seguridade

Impulsionada pelo crescimento das vendas, receita de sua corretora e mix de contratos de seguros mais favoráveis, a Caixa Seguridade deve ser uma das companhias de seguro com maior crescimento do lucro no mercado local.



## Tese de investimentos

Explorando nichos mais rentáveis

\_\_Diante de um cenário positivo para o segmento de seguros para 2022, em especial das companhias que atuam dentro de um ecossistema bancário (*bancassurance*), vemos a Caixa Seguridade com capacidade para obter desempenho melhor que seus pares do segmento.

\_\_Bem posicionada em segmentos que apresentam menor sinistralidade - como seguro habitacional e prestamista - e forte no segmento de previdência privada, a companhia também irá capturar 100% da corretagem, oriunda de sua corretora própria, integralmente no ano de 2022.

\_\_Além do crescimento orgânico, impulsionado pelo cenário favorável do mercado, a companhia continuará percebendo receitas proporcionalmente maiores por prêmio de seguro comercializado, visto que os prêmios oriundos dos novos contratos - no qual a *holding* tem maior participação nos lucros e corretagem - passarão a ocupar cada vez mais espaço em seu balanço.

## Riscos

Covid-19, eleições e prêmios de risco

(i) Execução: desaceleração no crescimento das vendas dentro da base de clientes da CEF por mudança de foco para outros produtos e serviços ou problemas de sistema que dificultem as vendas;

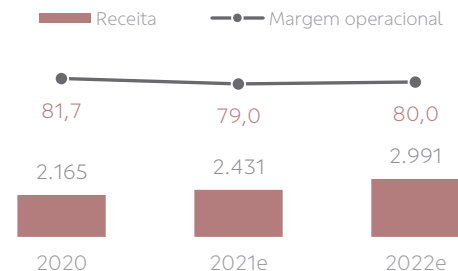
(ii) elevação do custo de capital: a Caixa Seguridade depende mais de seus lucros futuros para compor o seu valor presente do que companhias mais estabelecidas e o aumento do custo de capital, alçado pela elevação dos prêmios de risco, tende a penalizá-la com maior rigor;

(iii) novos surtos de Covid-19: caso haja uma reversão no cenário de queda do número de óbitos, com a consequente elevação dos sinistros, seu lucro será afetado diretamente e, por consequência o preço de suas ações; e

(iv) cenário eleitoral historicamente tende a trazer maior volatilidade às companhias de controle direto ou indireto estatal, em função dos riscos associados à governança corporativa

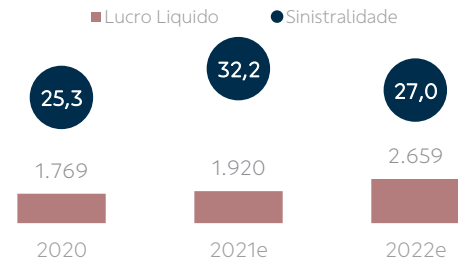
## Receitas e margem operacional

R\$ milhões e %



## Sinistralidade e lucro líquido

R\$ milhões e %



Fonte: Caixa Seguridade, BB Investimentos.



# Siderurgia e Mineração

Dezembro 2021

Por **Mary Silva, CNPI**

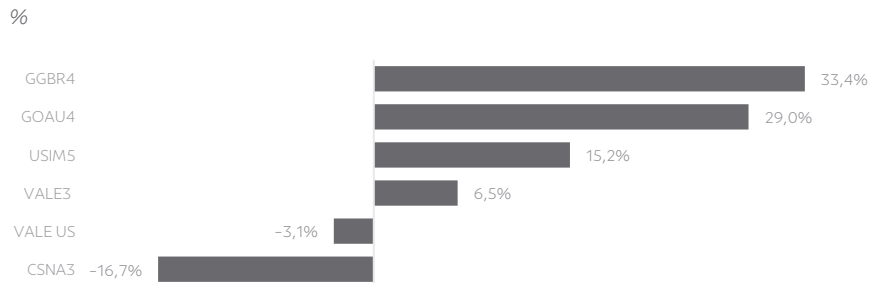
# Siderurgia e Mineração

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB 2022: CSNA3, GGBR4 e VALE3.

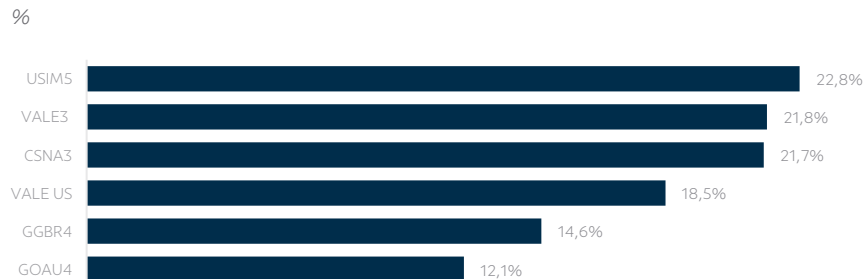


Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2022 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2022e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2022e	EV/EBITDA Média 5 anos
CIA SIDERURGICA NACIONAL	CSNA3	25,47	46,00	80,6%	Compra	34.521,6	21.949,4	5,0	60,4	3,1	6,1
GERDAU	GGBR4	29,01	38,00	31,0%	Compra	45.752,1	10.713,5	5,5	13,0	3,0	5,7
METALURGICA GERDAU	GOAU4	11,87	-	-	-	12.307,9	9.259,0	-	4,3	-	441,6
USINAS SIDER MINAS GERAIS	USIM5	15,54	18,00	15,8%	Compra	18.440,5	1.165,0	4,7	61,2	2,4	6,7
VALE	VALEUS	14,00	18,00	28,6%	Compra	401.460,9	3.997,9	5,4	6,0	3,3	4,2
VALE	VALE3	79,17	99,00	25,0%	Compra	401.460,9	3.997,9	5,3	5,9	3,2	4,2

## Performance em 2021



## Performance 1 mês



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 17/12/2021)

# Siderurgia e Mineração

Mineração | Preços de minério de ferro devem seguir com alta volatilidade no curto prazo, diante das incertezas com relação à demanda na China, principal produtor mundial de aço.



## Minério de ferro: do auge à forte queda

Os preços de minério de ferro dispararam no 1º semestre de 2021, em função da forte demanda na China, cuja indústria siderúrgica atingiu o maior patamar histórico de produção de aço, acumulando quase 560 milhões de toneladas no período (+11,1% a/a). Com a oferta global da commodity ainda pressionada, as cotações atingiram a máxima histórica em meados de maio, acima de US\$ 230 por tonelada.

Nesse contexto, o governo chinês lançou mão de medidas como a liberação de parte de suas reservas de minério de ferro para aumentar a oferta, e determinou a redução de produção de aço no país a partir do 2º semestre, por questões ambientais. Essas interferências, em conjunto com o caso da incorporadora Evergrande, geraram uma série de incertezas sobre a demanda no curto prazo e levaram a uma forte correção das cotações da commodity, que seguem com alta volatilidade.

Para 2022, acreditamos que as oscilações das cotações de minério de ferro devem se reduzir, e estimamos um preço médio de US\$ 95 por tonelada no ano. O recuo deve seguir em 2023 e 2024, e estimamos que se estabilize em US\$ 70 por tonelada a partir de 2025, com a normalização da relação entre oferta e demanda global.

Fonte: BB Investimentos, Bloomberg, World Steel Association.

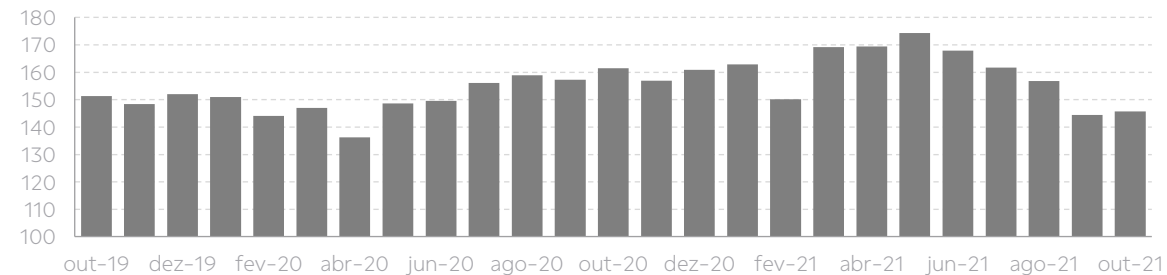
## Preços de minério de ferro (teor 62%)

US\$/t



## Produção mundial de aço

Mt



# Siderurgia e Mineração

Siderurgia | Após um ano bastante positivo para a siderurgia no Brasil, acreditamos que o cenário para 2022 será de estabilidade de preços de aço, demanda no mercado interno normalizada e incremento nas exportações.



## 2021: melhor ano da siderurgia brasileira desde 2013<sup>1</sup>

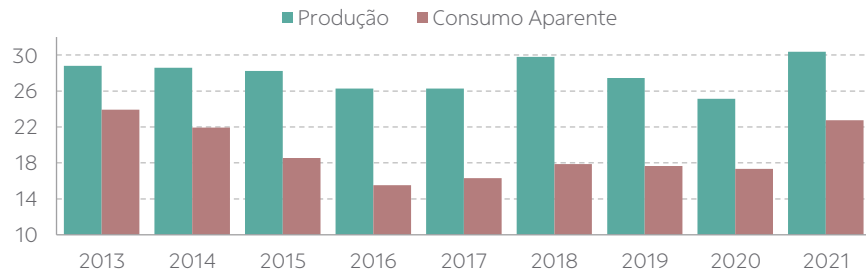
O ano de 2021 foi bastante favorável para a siderurgia no Brasil, com incremento de 19% na produção de aço bruto, que acumulou 30 Mt até outubro – volume recorde e superior ao ano todo de 2020. O consumo aparente acelerou ainda mais no período (31%), somando 22,7 Mt. Além disso, os preços tiveram reajustes relevantes, como reflexo do repasse dos elevados custos de produção – sobretudo minério de ferro, sucata e carvão. Com a demanda aquecida no mercado interno, as grandes siderúrgicas direcionaram a maior parte das vendas para o Brasil, onde as margens são maiores. Após a estabilização do consumo do mercado doméstico – em agosto, quando o movimento de recomposição dos estoques de aço das cadeias industriais foi concluído, contribuindo também para a estabilização dos preços domésticos –, as exportações foram incrementadas, já que a demanda e preços de aço seguiram elevados em alguns importantes mercados internacionais – como os EUA e a Europa, por exemplo.

Para 2022, esperamos que a produção de aço no Brasil ainda permaneça elevada, com a demanda interna normalizada e oportunidades de vendas para o exterior – dado que a menor produção pela China reduz os volumes de aço no mercado exportação global. Como alerta, a expectativa de um menor crescimento do PIB brasileiro em 2022 (0,51%)<sup>2</sup> e os desafios da indústria automotiva global, com a escassez de componentes, principalmente semicondutores, limitando a recuperação do setor, poderão pressionar a produção industrial brasileira no período, cujo crescimento é estimado em 1,0%<sup>3</sup> para o próximo ano.

Fonte: Instituto Aço Brasil (IABR), World Steel Association, BB Investimentos. (1.Considerando dados disponíveis (acumulado de 2021 até outubro); 2.Boletim Focus – Banco Central do Brasil; 3. Consenso Bloomberg)

## Produção e consumo aparente de aço no Brasil

Mt – Acumulado janeiro–outubro



## Mercado doméstico e comércio exterior

kton

Volume de Vendas	10M21	10M20	Δ21-20	10M19	Δ21-19
Mercado Interno – Planos	11.101	8.691	27,7%	9.061	22,5%
Mercado Interno – Longos	8.138	6.825	19,2%	6.416	26,9%
Exportações	9.075	9.258	-2,0%	10.706	-15,2%
Importações	4.228	1.632	159,1%	2.104	101,0%

# Seleção Siderurgia e Mineração: CSN

As estratégias de longo prazo da empresa combinam forte expansão em todos os segmentos, baixa alavancagem financeira e remuneração aos acionistas. Após a redução substancial do seu nível de alavancagem financeira em 2021, a CSN continua buscando a classificação de risco de grau de investimento.

## Tese de Investimento

\_Acreditamos que a CSN deverá continuar se beneficiando de sua escala de produção e alta competitividade tanto na siderurgia, como na mineração e em cimentos. Com a forte geração de caixa de 2021, a empresa fortaleceu seu balanço e se mostra preparada para capturar as oportunidades em um cenário de mercado com dinâmica mais normalizada.

\_Além do ambicioso plano de crescimento nos segmentos de mineração e cimentos para os próximos anos, a CSN acabou de anunciar uma série de projetos de expansão internacional em siderurgia, com o objetivo de intensificar sua presença em alguns mercados relevantes – como EUA e Europa – e reduzir riscos pela diversificação geográfica das operações.

\_Entendemos que as perspectivas são de bons resultados para a CSN em 2022, sustentados pelos preços de aço ainda elevados, demanda aquecida no setor de cimento e margens atrativas na mineração.

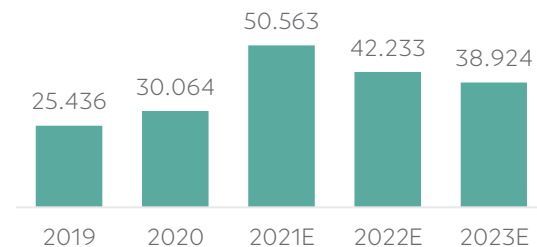
Fonte: CSN, BB Investimentos.

## Riscos

- (i) Deterioração do cenário macroeconômico brasileiro, sobretudo em 2022, com impacto no consumo de aços longos e planos;
- (ii) reversão do ritmo de recuperação da atividade industrial no Brasil, afetando principalmente a siderurgia, e na China, com impacto na mineração;
- (iii) queda abrupta de preços de aço e minério de ferro;
- (iv) incrementos substanciais de seus custos, incluindo os custos com energia, de carvão e logísticos;
- (v) interrupção da recuperação do mercado brasileiro de cimento;
- (vi) aumento substancial de importações de aço no Brasil; e
- (vii) insucesso nas estratégias de expansão e de alavancagem financeira da companhia.

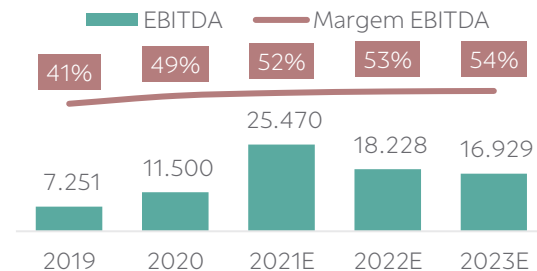
## Receita Líquida

R\$ milhões



## EBITDA e margem EBITDA

R\$ milhões e %





# Seleção Siderurgia e Mineração: **Gerdau**

A Gerdau deverá continuar registrando resultados robustos, aproveitando-se da continuidade da dinâmica favorável do setor de siderurgia nas regiões de operação da companhia, suportada principalmente pelo consumo resiliente de aço pelos setores de construção e industrial, tanto no Brasil como nos Estados Unidos.

## Tese de Investimento

\_Em nossa visão, a Gerdau está bem posicionada para continuar capturando o crescimento da siderurgia nas regiões de atuação, não só pela sua liderança em mercados relevantes, mas também pelos investimentos contínuos em melhorias operacionais, desenvolvimento de portfólio com produtos de maior valor agregado, expansão de capacidade de forma ordenada, digitalização, inovação, entre outros.

\_Algumas iniciativas já têm se traduzido em ganhos de participação de mercado e melhorias de margens operacionais, e acreditamos que contribuirão para manter a competitividade das operações da Gerdau no futuro. Além disso, a diversificação geográfica de suas operações, aliada à disciplina financeira e de capital da empresa – impulsionadas pelo fortalecimento de seu balanço em 2021 – reforçam as perspectivas de uma operação mais estável e rentável à frente, bem preparada para as oscilações inerentes ao aspecto cíclico das commodities metálicas.

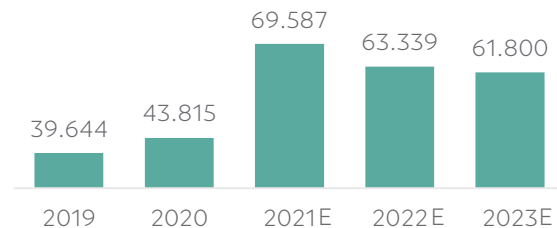
Fonte: Gerdau, BB Investimentos.

## Riscos

- (i) Deterioração do cenário macroeconômico brasileiro em 2022, com impacto no consumo de aços longos e planos;
- (ii) ritmo de recuperação da atividade industrial aquém do esperado nas regiões de atuação da empresa;
- (iii) queda abrupta de preços de aço;
- (iv) escassez de matérias primas ou incrementos substanciais de seus custos, incluindo os custos com energia, de carvão e logísticos;
- (v) prolongamento da falta de componentes da cadeia automotiva; e
- (vi) aumento substancial de importações de aço no Brasil.

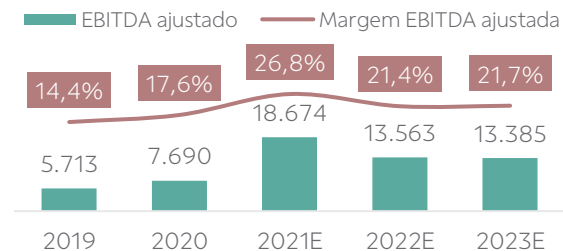
## Receita Líquida

R\$ milhões



## EBITDA e margem EBITDA

R\$ milhões e %





# Seleção Siderurgia e Mineração: Vale

A Vale continua perseguindo as estratégias de *de-risking*, *re-shaping* e *re-rating* (melhorias em diversas frentes) e, apesar dos desafios de curto prazo para o mercado de minério de ferro e nas operações de metais básicos, a empresa segue intensificando as iniciativas para capturar oportunidades desses segmentos nos próximos anos.

## Tese de Investimento

\_Em 2021, a Vale mostrou importantes avanços com relação à segurança das operações e seu comprometimento com a sociedade e o meio-ambiente.

\_Além disso, anunciou uma série de iniciativas para contribuir para a descarbonização da siderurgia, que vão além da ampliação de produtos de alta qualidade em seu portfólio, tais como o desenvolvimento do briquete verde (material substituto aos tradicionais da mineração; saiba mais [aqui](#)) e parcerias com siderúrgicas para desenvolver soluções de redução de emissões.

\_Desta forma, além da busca pela retomada da liderança global em volumes, as estratégias da companhia, seu plano de crescimento e a busca pelo aumento de competitividade reforçam nossa expectativa de que a empresa permanecerá rentável em 2022 e longo prazo, mesmo com cenário de preços de minério de ferro em patamares inferiores aos deste ano. A projeção de lucros elevados traz perspectiva de dividendos consistentes, consolidando a Vale como uma forte pagadora de proventos.

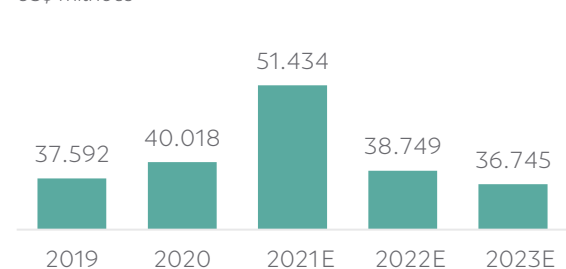
Fonte: Vale, BB Investimentos.

## Riscos

- (i) Desaceleração da atividade industrial global, sobretudo na China e nos Estados Unidos, afetando a demanda de minério de ferro;
- (ii) queda significativa nos preços internacionais de minério de ferro, além de nossas projeções;
- (iii) incrementos substanciais de seus custos em relação ao patamar atual, incluindo os custos de carvão e logística;
- (iv) atrasos relevantes da retomada de capacidade produtiva de minério de ferro;
- (v) falha em proceder com sua estratégia para os ativos de metais básicos;
- (vi) quaisquer mudanças estruturais na dinâmica da indústria siderúrgica global, que ameace o mercado mundial de minério de ferro; e
- (vii) novos eventos de rompimento de barragem, ou novos passivos relacionados a Brumadinho ou Samarco.

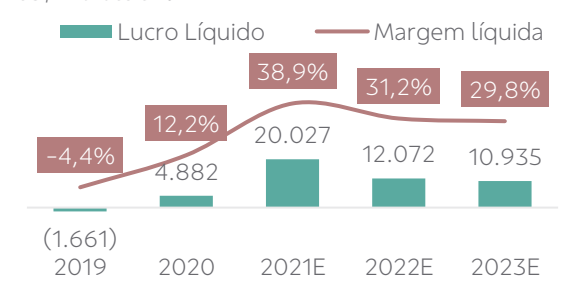
## Receita Líquida

US\$ milhões



## Lucro Líquido e Margem Líquida

US\$ milhões e %



# Papel e Celulose

Dezembro 2021

Por **Mary Silva, CNPI**



# Papel e Celulose

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB 2022: n.a.

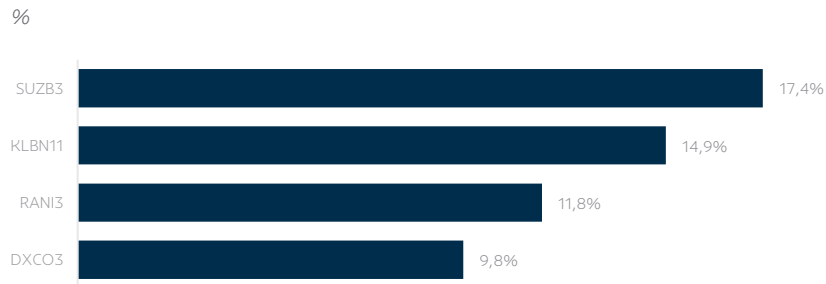


Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2022 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2022e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2022e	EV/EBITDA Média 5 anos
DEXCO	DXCO3	15,82	-	-	-	11.977,6	1.837,5	13,3	20,7	6,3	9,1
KLabin	KLBN11	26,37	32,00	21,4%	Compra	30.950,0	20.605,6	8,7	20,2	7,7	8,7
IRANI	RANI3	7,22	-	-	-	1.822,7	242,9	-	13,3	-	6,7
SUZANO	SUZB3	61,51	78,00	26,8%	Compra	83.146,0	63.852,7	12,1	17,3	6,4	7,0

## Performance em 2021



## Performance 1 mês



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 17/12/2021)

# Papel e Celulose

Celulose | Após iniciar o ano de 2021 indicando sinais de reaquecimento, a demanda global de celulose perdeu impulso e segue pressionada, limitando a recuperação de preços da commodity. Do lado da oferta, a produção foi marcada por desafios logísticos, paradas prolongadas para manutenção e forte pressão de custos.

## Cenário segue desafiador

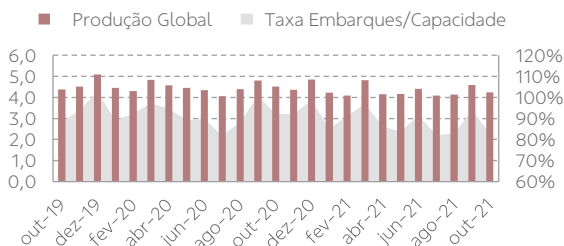
\_Nos primeiros meses de 2021, sinais de reaquecimento da demanda de celulose, como a redução de estoques e aumento das importações pela China, proporcionaram aumento de preços, após um período de estagnação, frente ao desequilíbrio entre oferta e demanda global desde 2019. No entanto, a retomada firme do consumo de papéis no país não se confirmou, o que levou a um novo arrefecimento dos embarques e preços de celulose. Em outras regiões, como Europa e EUA, a dinâmica segue mais favorável, diante da reabertura das economias, o que intensificou o consumo de papéis, sustentando os preços da commodity nesses mercados. Problemas logísticos e paradas prolongadas para manutenção, principalmente no hemisfério norte, aumentaram os desafios do lado da oferta, já afetada pelos custos de produção elevados.

\_O ritmo de recuperação da demanda ainda deverá seguir lento em 2022, enquanto a oferta terá incremento com a entrada de novas capacidades em operação – como a nova linha de fibra curta da Arauco, no Chile, prestes a ser inaugurada, com capacidade de produção de 1,56 Mtpa –, limitando novos reajustes de preços.

Fonte: Bloomberg, PPPC, SECEX, BB Investimentos.

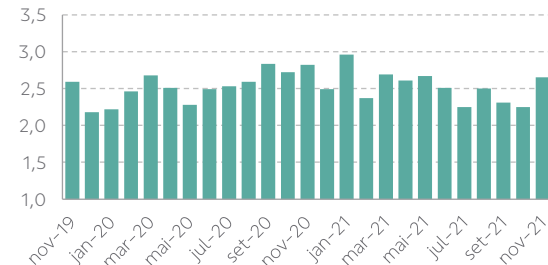
## Produção Global de Celulose

Mt e % relação Embarques/Capacidade (eixo direito)



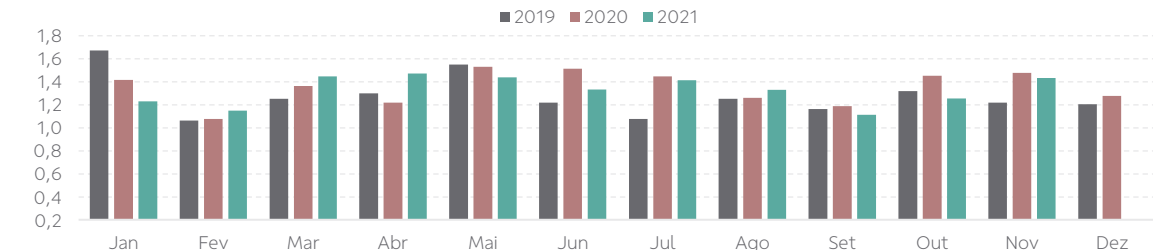
## Importações de Celulose na China

Mt



## Exportações Brasileiras de Celulose

Mt



# Papel e Celulose

**Papel** | A categoria de imprimir e escrever foi uma das mais impactadas pela dinâmica imposta pela pandemia e, apesar da recuperação parcial, a demanda ainda segue pressionada. Já o segmento de papel cartão segue com cenário favorável, com consumo impulsionado para embalagens.



## Demanda de embalagens aquecida

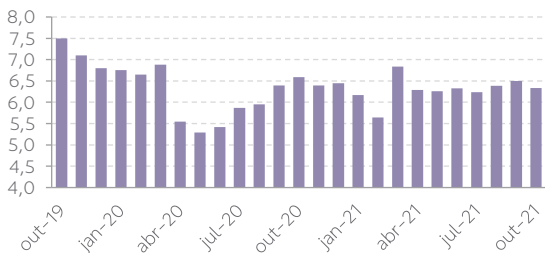
\_\_A demanda de papéis para Imprimir e Escrever cresceu 2,8% a/a no acumulado de 2021 até outubro. Ainda assim, continua pressionada, com volumes 12,8% inferiores ao mesmo período de 2019, antes da pandemia, mesmo com o retorno gradual das aulas presenciais e aos escritórios.

\_\_Já a demanda de papéis para embalagens continua aquecida, com crescimento de 6,1% a/a no mesmo período e volumes mensais se mantendo no patamar máximo histórico. O crescimento segue puxado pelas vendas via e-commerce e pela substituição de plásticos descartáveis por papel, que deve se intensificar nos próximos anos, frente à tendência de banimento a materiais de uso único como apelo ambiental, que já iniciou na China em 2021. No Brasil, a expedição de papelão ondulado segue acompanhando o bom desempenho global, também influenciada pelo incremento das vendas via e-commerce e delivery, bem como pelas exportações de carnes e outros alimentos. A forte demanda na América o Norte reduziu os volumes no mercado exportação, favorecendo os preços.

Fonte: Bloomberg, Empapel, BB Investimentos.

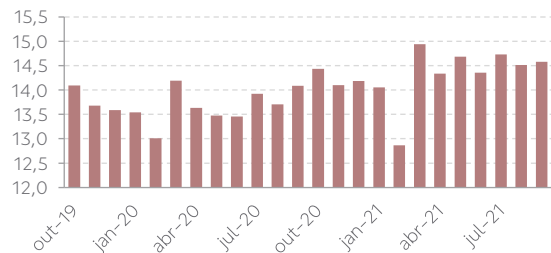
## Demanda Global - Imprimir e Escrever

Mt



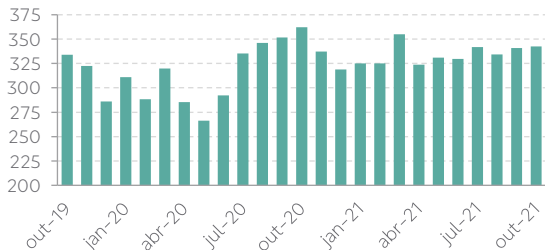
## Demanda Global – Papel cartão

Mt



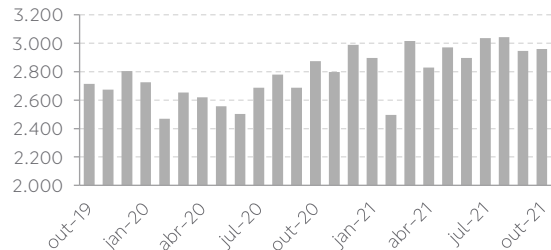
## Expedição de Papelão Ondulado - Brasil

kton



## Demanda Am. do Norte – Papel cartão

kton



# Óleo e Gás

Dezembro 2021

Por Daniel Cobucci, CNPI





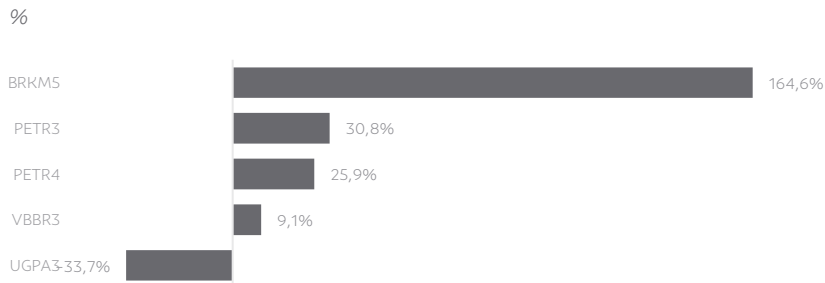
# Petróleo e Gás

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB 2022: PETR4 e VBBR3.

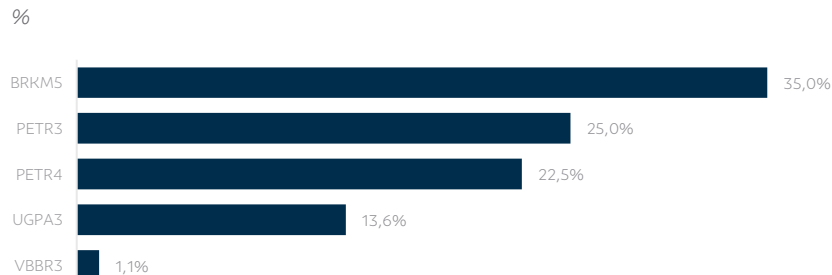


Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2022 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2022e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2022e	EV/EBITDA Média 5 anos
BRASKEM	BRKMS	55,19	62,00	12,3%	Neutra	42.512,9	39.729,7	4,5	18,3	3,0	5,4
PETROBRAS	PETR3	30,79	36,00	16,9%	Compra	381.158,4	328.041,0	3,8	8,7	2,4	4,4
PETROBRAS	PETR4	28,99	36,00	24,2%	Compra	381.065,6	328.041,0	3,6	8,1	2,4	4,4
ULTRAPAR PARTICIPACOES	UGPA3	15,19	20,00	31,7%	Neutra	16.548,2	10.537,3	17,2	17,6	6,6	8,9
VIBRA ENERGIA	VBBR3	22,10	32,00	44,8%	Compra	25.397,0	5.195,0	12,6	13,4	7,1	9,1

## Performance em 2021



## Performance 1 mês



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 17/12/2021)

# Petróleo e Gás

Em 2021, o segmento de O&G contou com a recuperação nos preços de petróleo, apesar de um menor volume total de produção. Houve um importante aumento de ofertas primárias/secundárias de companhias do setor.



\_\_O ano de 2021 contou com uma recuperação dos preços de petróleo, dada a combinação de retomada na demanda após processo de melhora no crescimento econômico global e aumento das taxas de vacinação, principalmente nos países desenvolvidos, além do bem sucedido controle da oferta, realizado pelos principais países produtores e aliados (OPEP+), que levou o petróleo às máximas dos últimos três anos (a US\$ 86,40/barril), após começar o ano na faixa de US\$ 50/barril. **Para 2022, esperamos que o petróleo tipo Brent tenha uma média de US\$ 70/barril.**

\_\_No Brasil, a produção total de petróleo em 2021 (jan-out) sofreu queda de 2,4% a/a, impactada pela venda de ativos da Petrobras e pelo maior número de paradas para manutenção, dada a postergação das atividades preventivas para esse ano devido ao maior impacto da pandemia ao longo de 2020.

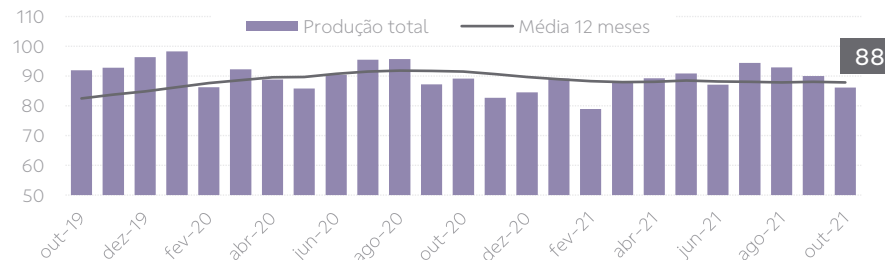
\_\_Ao longo de 2021, houve diversas ofertas do setor em bolsa, com destaque para o *follow on* da Vibra, mas também o IPO da PetroRecôncavo, e as ofertas secundárias da PetroRio e da 3R Petróleo, que colaboraram para mais liquidez e opções de diversificação para investidores interessados no setor. O marco regulatório do gás natural (Lei 14.134/2021) também foi um importante avanço de 2021, e as mudanças efetivas devem começar a ser sentidas a partir de 2022.

\_\_Para 2022, o setor deve concentrar as atenções em eventuais mudanças regulatórias, como condições tributárias e referentes a *royalties*, dado o avanço, no Senado, de projeto que pode promover alterações que objetivem minimizar a volatilidade no preço dos derivados, além de assuntos como venda de refinarias e negócios relacionados à abertura do mercado de gás natural.

Fonte: ANP, Petrobras, Sindicom, BB Investimentos.

## Brasil: produção total de petróleo e gás

Mil boe



## Venda de combustíveis líquidos (acumulado jan-out.)

% a/a

Mil m <sup>3</sup>	jan-out-2021	a/a
Etanol hidratado	14.439.150	-7,5%
Gasolina de aviação	40.588	28,9%
Óleo diesel	51.971.682	8,5%
Querosene de aviação	3.398.628	19,8%
Gasolina c	31.812.924	10,1%
Óleos combustíveis	2.852.016	90,7%
<b>Ciclo otto</b>	<b>46.252.073</b>	<b>3,9%</b>
<b>Diesel</b>	<b>51.971.682</b>	<b>8,5%</b>
<b>Outros</b>	<b>93.482.181</b>	<b>11,3%</b>
<b>Total</b>	<b>104.518.845</b>	<b>8,0%</b>

# Petróleo e Gás: Distribuição de Combustíveis

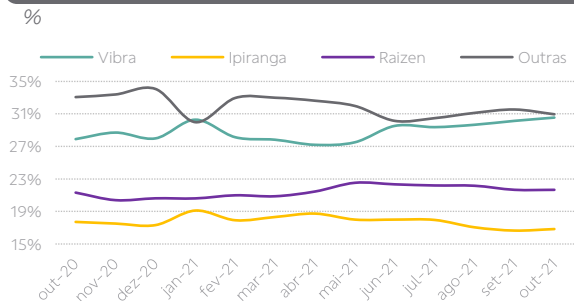
Em 2021, houve recuperação no volume de vendas, ainda que abaixo das estimativas iniciais para o ano. A Vibra se destaca em relação a volumes vendidos e *market share*.

Em 2021 (jan-out), a venda de combustíveis líquidos teve um incremento de 8% a/a, o que sugere que o ano deve fechar com volume abaixo de nossa estimativa, que era de 11%. Entendemos que os motivos estão ligados a: (i) recuperação da atividade econômica abaixo do esperado; (ii) vendas de veículos novos reduzidas, com agravamento pela crise dos semicondutores; (iii) preços de derivados nas máximas históricas, prejudicando a elasticidade do produto, fator agravado pela queda na renda média nacional. O fraco desempenho foi puxado pela queda nas vendas de etanol, que teve sua competitividade prejudicada face aos preços da gasolina, dada a paridade entre ambos. Em relação à participação de mercado, a Vibra se destacou positivamente.

Para 2022, esperamos a continuidade da recuperação gradual no mercado de distribuição de combustíveis, com manutenção do cenário de concorrência acirrada e margens pressionadas. A eventual continuidade das vendas de refinarias pode ser o catalisador para mudanças no setor, devendo beneficiar as companhias listadas, que possuem volumes expressivos de compra.

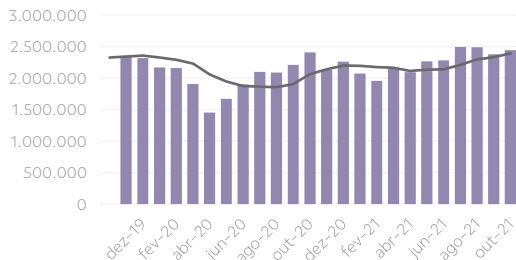
Fonte: ANP, Sindicom, BB Investimentos.

## Participação de mercado



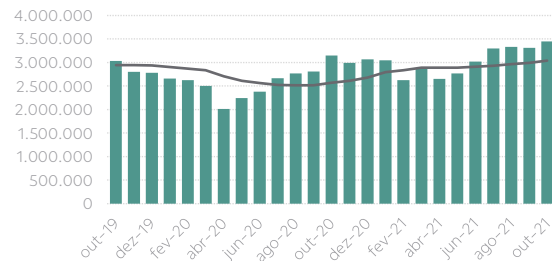
## Raízen

Metros cúbicos (linha: média últimos seis meses)



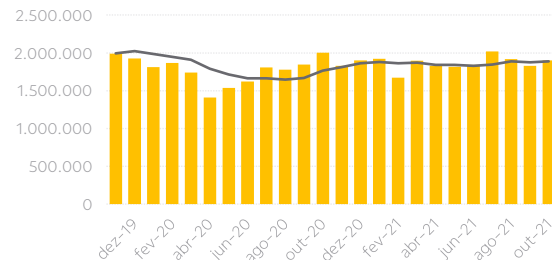
## Vibra

Metros cúbicos (linha: média últimos seis meses)



## Ipiranga

Metros cúbicos (linha: média últimos seis meses)



# Seleção Petróleo e Gás: Petrobras

A Petrobras equacionou sua dívida e deve passar a pagar dividendos robustos. O ritmo de crescimento na produção e os menores custos de extração devem manter um bom nível de geração de caixa. O principal risco segue em eventuais mudanças na política de preços da companhia.

## Tese de investimentos

\_Entendemos que a Petrobras está bem posicionada para seguir capturando os ganhos advindos de um cenário de apreciação do petróleo e de um real desvalorizado, em adição ao atual patamar de endividamento, muito mais confortável e que deve permitir maior distribuição de dividendos. Nossa tese de investimento é fundamentada em: (i) perspectivas de aumento da produção, com a entrada de novos sistemas nos próximos anos; (ii) consistente redução nos custos de extração (*lifting cost*), principalmente nos campos do pré-sal; e (iii) boas perspectivas de geração de caixa e de dividendos, principalmente de 2022 em diante, dado o atingimento da meta de dívida bruta abaixo de US\$ 60 bilhões, que aciona a regra de maior distribuição de dividendos. Nossa visão positiva ainda é corroborada por múltiplos descontados em comparação aos pares: a projeção de EV/EBITDA 2022E está em 2,6x, ante a dos pares em 4,0x, sugerindo forte desconto no papel. Nosso preço alvo para 2022E é de R\$ 36,00, com recomendação compra.

Fonte: Petrobras, BB Investimentos.

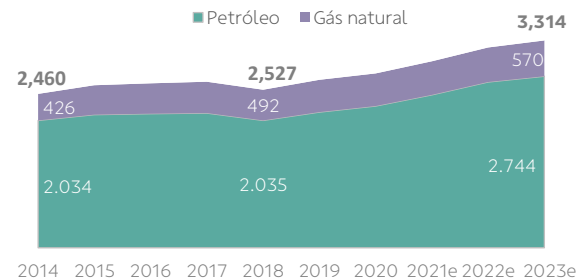
## Riscos

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.

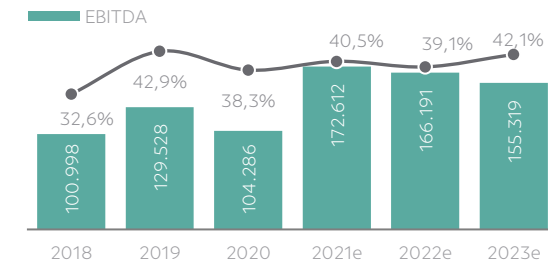
## Produção total de petróleo

Mil barris/dia



## EBITDA e margem EBITDA

R\$ milhões e %



# Seleção Petróleo e Gás: **Vibra**

A Vibra ajustou sua estrutura operacional, reduziu custos e está buscando diversificar sua atuação no setor, incluindo energias renováveis e outros elos da cadeia de energia. Além disso, segue com os melhores indicadores de rentabilidade e vantagem na participação de mercado.

## Tese de Investimentos

\_A Vibra é líder nos mercados em que atua: é o maior distribuidor de combustíveis do país e no mercado de aviação. Em 2021, passou a ser uma *full corporation*, após a oferta secundária realizada pela Petrobras.

\_Nossa tese de investimento é baseada em:

(i) retomada no volume de vendas de combustíveis líquidos, o que pode produzir um efeito de diluição de custos fixos; (ii) redução de custos e despesas com as medidas de reestruturação anunciadas este ano, com o potencial de reduzir as despesas em até R\$ 250 milhões/ano; (iii) benefícios relacionados à possível venda das refinarias da Petrobras, dado o elevado volume de compras, que deve favorecer a companhia na realização de contratos de longo prazo; (iv) ganhos adicionais com a entrada nos segmentos de energia renovável e *trading* de etanol. Veja nossa revisão de preço mais recente tratando da estratégia da companhia clicando [aqui](#).

Fonte: ANP, Vibra, BB Investimentos.

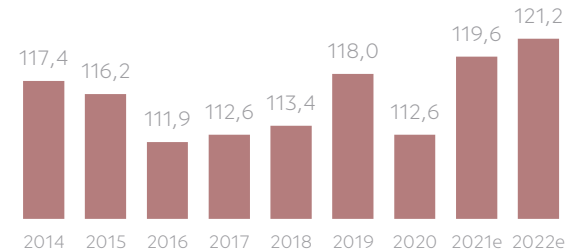
## Riscos

Os riscos de nossa tese de investimento incluem, entre outros:

- (i) novas restrições de mobilidade para contenção de eventual nova onda de contágios de COVID-19;
- (ii) menor ritmo de crescimento da frota de automóveis, agravada pela crise de suprimentos na indústria;
- (iii) riscos de execução e/ou crescimento menor do que o esperado nas novas linhas de negócio; e
- (iv) 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.

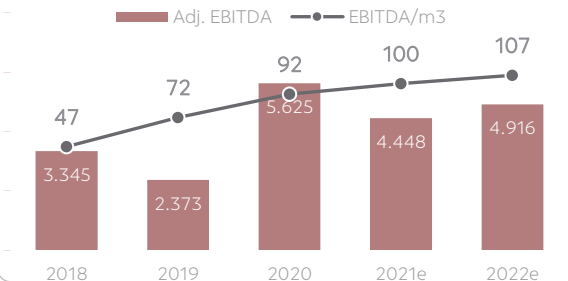
## Venda de combustíveis (Brasil)

Mil barris/dia



## EBITDA ajustado e EBITDA/m<sup>3</sup>

R\$ milhões e R\$/m<sup>3</sup>



# Alimentos e Bebidas, Agronegócio

Dezembro 2021

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



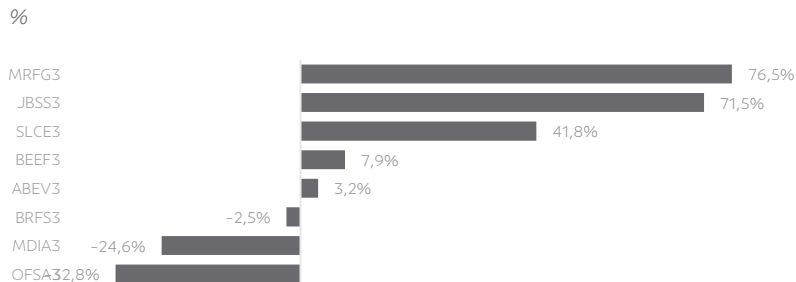
# Agronegócios, Alimentos e Bebidas

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB 2022: JBSS3 e SLCE3.

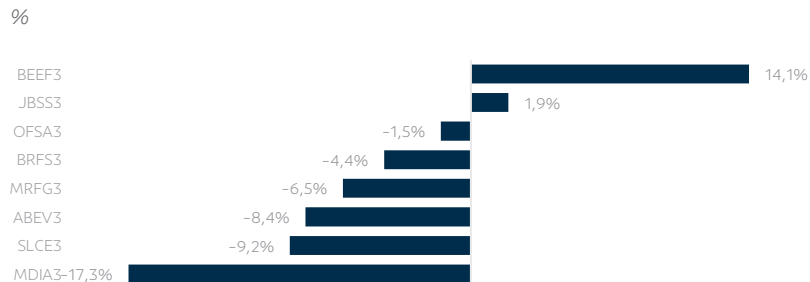


Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2022 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2022e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2022e	EV/EBITDA Média 5 anos
AMBEV	ABEV3	15,47	18,50	19,6%	Compra	242.430,2	-14.212,0	19,4	19,9	9,4	11,7
MINERVA	BEEF3	9,89	15,00	51,7%	Compra	5.845,2	5.227,5	8,2	7,9	4,7	5,0
BRF	BRFS3	21,50	26,00	20,9%	Neutra	17.126,9	14.169,1	20,8	78,5	5,9	8,0
<b>JBS</b>	<b>JBSS3</b>	<b>37,04</b>	<b>48,00</b>	<b>29,6%</b>	<b>Compra</b>	<b>87.073,4</b>	<b>52.331,5</b>	<b>6,2</b>	<b>7,3</b>	<b>4,2</b>	<b>4,9</b>
M DIAS BRANCO	MDIA3	25,51	35,00	37,2%	Neutra	8.634,3	551,3	12,6	15,9	8,7	12,3
MARFRIG GLOBAL FOODS	MRFG3	23,78	27,20	14,4%	Neutra	15.949,9	15.742,1	6,4	22,1	3,8	4,8
OURO FINO SAUDE ANIMAL	OFSA3	24,91	32,00	28,5%	Neutra	1.332,5	150,7	0,2	18,2	12,2	11,7
<b>SLC AGRICOLA</b>	<b>SLCE3</b>	<b>38,13</b>	<b>57,40</b>	<b>50,5%</b>	<b>Compra</b>	<b>7.270,6</b>	<b>1.747,5</b>	<b>6,4</b>	<b>11,7</b>	<b>2,8</b>	<b>7,5</b>

## Performance em 2021



## Performance 1 mês



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 17/12/2021)

# Agronegócios: Grãos

Estimativas apontam para uma oferta global satisfatória de grãos na temporada 21/22, o que tem contribuído para o arrefecimento dos preços futuros na bolsa de Chicago nos últimos meses.



## Cenário global

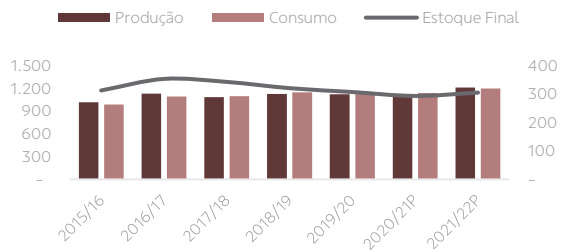
\_Segundo as estimativas do USDA, a produção mundial de soja e milho deve crescer na safra 21/22 em magnitude maior do que o consumo, embora os estoques devam se manter em níveis apertados. Apesar da estimativa de recomposição de oferta, com uma safra bastante satisfatória na temporada 21/22, a elevação nos preços de fertilizantes – como consequência do aumento do preço do gás natural, que impactou a produção destes macronutrientes em diversos países exportadores – trouxe preocupações para a produtividade e para as margens da safra 22/23, que será monitorada pelo mercado especialmente durante o primeiro semestre de 2022.

\_O arrefecimento de preços dos grãos na bolsa de Chicago nos últimos meses é reflexo da expectativa de melhora da oferta global. Além disso, menores margens de esmagamento de soja na China podem desestimular a demanda pela oleaginosa naquele país e contribuir para maior pressão nos preços.

Fonte: USDA, Conab, MB Agro, Bloomberg, BB Investimentos.

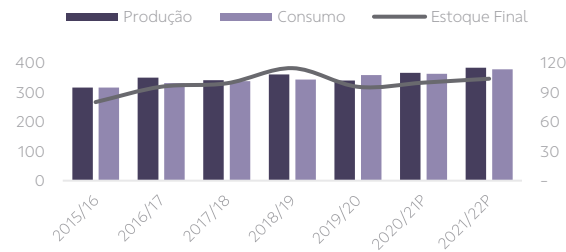
## Milho – Produção e Estoque Global

Milhões ton (Estoque eixo direito)



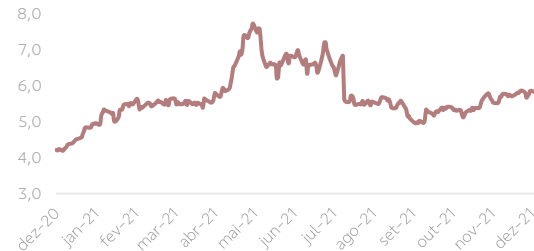
## Soja – Produção e Estoque Global

Milhões ton (Estoque eixo direito)



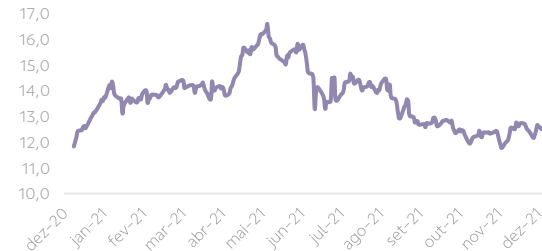
## Preços de Milho – CBOT

USD/bushel



## Preços de Soja - CBOT

USD/bushel



# Agronegócios: Grãos

No cenário doméstico, estima-se crescimento na produção de soja e milho para a próxima safra brasileira. A demanda global aquecida e os estoques mundiais apertados tendem a manter preços em patamares elevados.



## Cenário Brasil

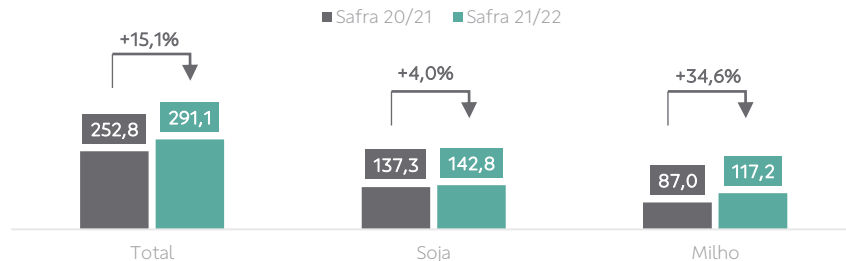
\_De acordo com o último levantamento da Conab, a produção total de grãos da safra 21/22 do Brasil pode totalizar 291,1 milhões de toneladas, um incremento de 15,1% em relação à safra 20/21. Soja e milho continuam como protagonistas do agronegócio brasileiro: para a **soja**, é esperado aumento de 4,0% na produção, principalmente em razão de aumento de área plantada, já que a produtividade tende a se manter próxima à última safra; para o **milho**, o crescimento esperado é de 34,6%, patamar elevado que reflete a retomada da produção, especialmente da 2ª safra, que foi negativamente impactada pela combinação de atraso de plantio de soja e adversidades climáticas (estiagem e geadas) na safra 20/21.

\_A reabertura das economias em 2021 e o aumento na demanda global por alimentos, ração animal e biocombustíveis (etanol de milho e biodiesel) elevaram, de forma geral, o preço das commodities agrícolas. A valorização do dólar frente ao real estimulou as exportações brasileiras e os volumes embarcados de soja já bateram recordes no acumulado do ano até novembro. Embora os preços dos grãos tenham arrefecido no segundo semestre – muito por conta de uma expectativa de aumento de oferta, já que as condições de plantio da safra 21/22 e as previsões climáticas têm sido favoráveis – estes continuam em patamares historicamente elevados, influenciados por estoques mundiais restritos e demanda aquecida. Os efeitos da La Niña podem prejudicar a safra de milho 1ª safra, principalmente no Rio Grande do Sul, mas, de forma geral, espera-se uma produção bastante satisfatória de grãos no Brasil na safra 21/22.

Fontes: Conab, CEPEA/ESALQ, BB Investimentos.

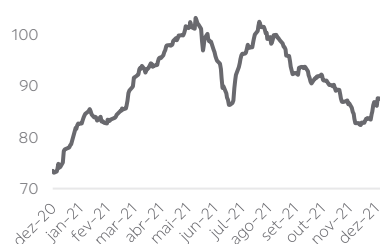
## Brasil - Estimativa de Produção de Grãos

Em milhões de toneladas



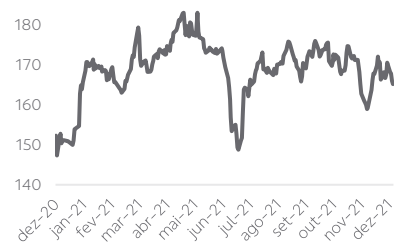
## Preços de milho

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



## Preços de soja

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



# Agronegócios: Açúcar e Etanol

A safra 2021/22 deve ser concluída com uma queda de 13% a/a. Para 2022/23, as perspectivas são melhores, mas o ritmo de chuvas no centro-sul de dezembro a março será determinante.



\_De acordo com as projeções da Conab (Companhia Nacional de Abastecimento), os efeitos adversos da safra 2021/22, como **estiagem, baixas temperaturas e geadas em algumas áreas de produção, serão responsáveis por uma queda na ordem de 13,2% na produção total de cana-de-açúcar**, que deve atingir 568,4 milhões de toneladas. Por outro lado, houve **forte elevação nos preços dos produtos, o que ajudou no bom resultado financeiro das companhias cobertas.**

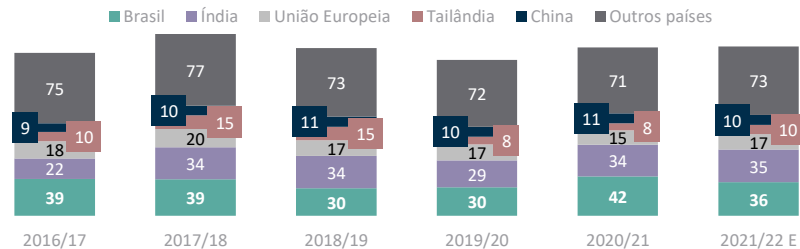
\_Desde o início de outubro, houve avanço no volume de chuvas, de acordo com a consultoria StoneX, e esse retorno da umidade trouxe perspectivas positivas para a recuperação dos canaviais que serão colhidos na safra 2022/23, ainda que os bons níveis de chuvas precisem seguir até março – com o fenômeno La Niña podendo influenciar negativamente as previsões. A consultoria projeta um aumento de 6,5% na produção de cana-de-açúcar em relação ao estimado para 2021/22.

\_No cenário global, a **produção de açúcar** foi prevista pela consultoria em 186,6 milhões de toneladas. Já a demanda deve atingir 188,4 milhões de toneladas, representando um déficit de 1,8 milhões de toneladas. Tal cenário suporta a perspectiva de **manutenção dos preços em torno de 18 a 20 cents/libra para o próximo ano, o que entendemos favorável para as companhias brasileiras.** Um fator positivo para a safra 2022/23 é a meta, sinalizada pelo governo indiano, de promover a mistura de 20% de etanol na gasolina até 2025, o que esperamos que colabore para direcionar parte da produção do país para etanol, o que reduziria a oferta de açúcar e a necessidade de subsídios, dinâmica que historicamente promove desequilíbrios na oferta/demanda global.

Fonte: Conab, UNICA, USDA, BB Investimentos.

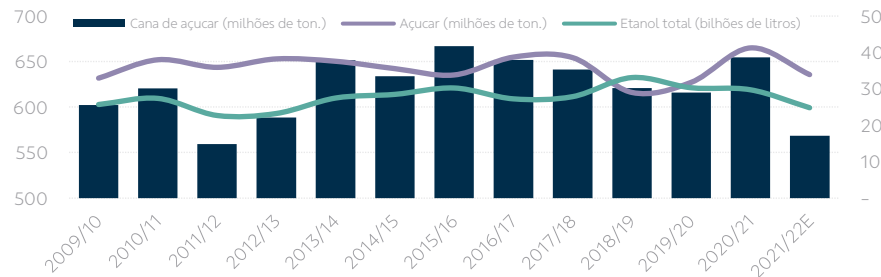
## Produção global de açúcar

Milhões de toneladas métricas



## Balanco da safra (Brasil)

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



# Seleção Agronegócios: SLC Agrícola

A SLC deve continuar se beneficiando de perspectivas favoráveis para o setor agrícola, com o balanço apertado entre oferta e demanda sustentando preços de commodities em níveis elevados.



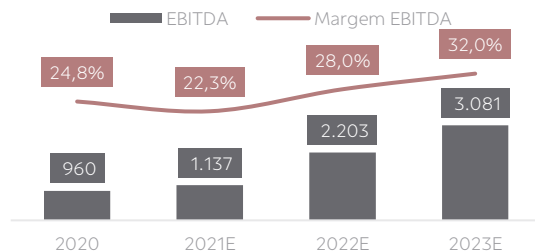
## Tese de Investimentos

Além do cenário favorável para o agronegócio, com o Brasil mantendo o protagonismo na comercialização mundial das principais culturas, a SLC tem demonstrado eficiência operacional na condução de sua estratégia de hedge cambial e de preço de commodities, assim como na antecipação de vendas e compras de insumos, beneficiando seus resultados operacionais e financeiros dos últimos trimestres. Os preços do algodão seguem elevados, com a demanda aquecida pela recuperação da atividade econômica, enquanto a oferta foi reduzida em razão de menor área plantada nos principais países produtores. Apesar das preocupações recentes com a elevação de preços de fertilizantes, os custos de produção da SLC para 2022 já estão fixados e parte dos insumos para 2023 também já foram comprados. Vale mencionar que a companhia concluiu a aquisição da Terra Santa, em jul/21, investimento que deve incrementar o EBITDA anual da SLC em 30 a 35%, corroborando com os demais fatores favoráveis para indicarmos as ações da SLC em nossa Seleção.

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

## EBITDA e Margem EBITDA

R\$ milhões e %

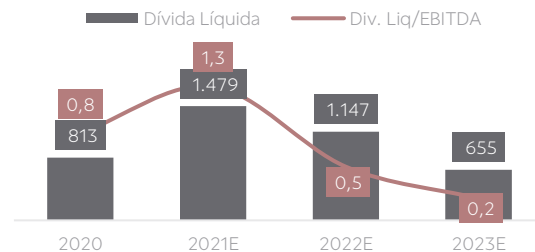


## Riscos

Os principais riscos da tese de investimento da SLC são: (i) perdas por condições climáticas adversas; (ii) queda acentuada da demanda da China por grãos, o que pode afetar a comercialização brasileira; (iii) falha ou dificuldade não prevista na incorporação das áreas adquiridas; e (iv) mudança significativa na taxa de câmbio, o que pode impactar a competitividade da companhia e/ou as receitas de exportações.

## Dívida Líquida e Dív.Líqu/EBITDA

R\$ milhões e x



## Preço do Algodão - ICE

USD/lib

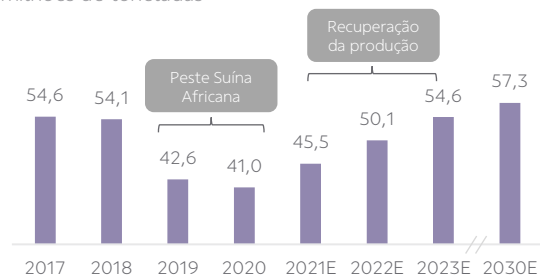


# Alimentos e Bebidas: Proteínas

A forte recuperação da produção de carne suína na China derrubou os preços e as importações no país, com impacto na dinâmica global dessa e de outras proteínas. Nos Estados Unidos, o consumo de carnes segue impulsionado pela retomada econômica, com reabertura de bares e restaurantes e renda elevada da população.

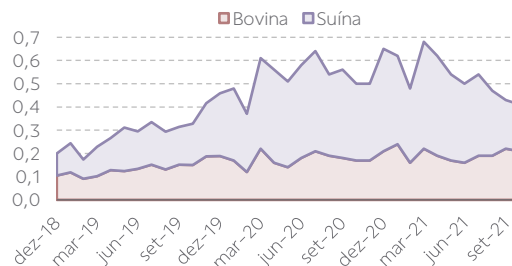
## Produção Chinesa de Carne Suína

milhões de toneladas



## Importação de Carnes na China

milhões de toneladas



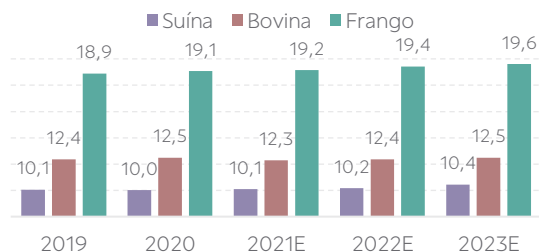
## Preço da Carne Suína na China

US\$/t



## Consumo de Carnes nos EUA

Milhões de toneladas



\_Com a diminuição dos surtos de Peste Suína Africana e o aumento da produtividade na suinocultura chinesa, houve uma aceleração da recuperação dos rebanhos e da produção de carne suína no país ao longo de 2021. A rápida elevação da oferta derrubou os preços da proteína e contribuiu para a redução das importações. Segundo projeções da FAO, no entanto, a plena recuperação da produção de suínos na China deverá ser atingida somente em 2023.

\_Os preços de carne suína no país reverteram em outubro, quando as importações de carne bovina, que estavam bastante aquecidas até então, registraram queda no mês, reduzindo a oferta total de proteínas no país. Cabe citar que as exportações de carne bovina brasileira para a China foram suspensas em setembro – após a confirmação de dois casos atípicos do “mal da vaca louca” no Brasil – e retomadas em meados de dezembro.

\_Nos Estados Unidos, a demanda de proteínas segue aquecida, puxada pela retomada econômica, reabertura de bares e restaurantes, e maior consumo de carnes nas residências – em reflexo à alta disponibilidade de renda da população e novos hábitos alimentares – cenário que deverá continuar em 2022.

Fonte: OCDE-FAO, Bloomberg, BB Investimentos.

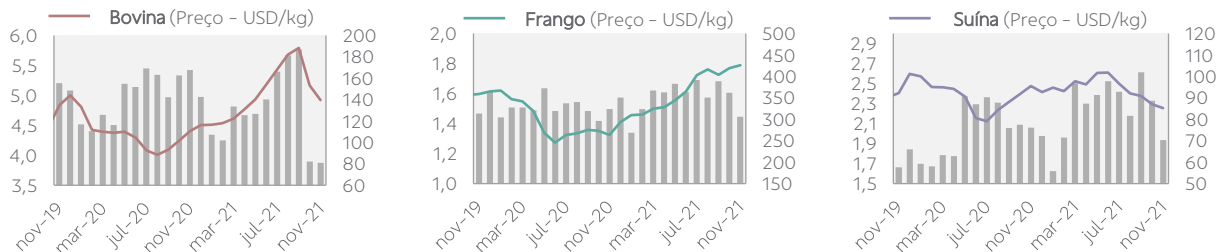
# Alimentos e Bebidas: Proteínas

As exportações brasileiras de carne bovina perderam o impulso após o embargo pela China. A oferta restrita de animais para abate segue sustentando os elevados preços da arroba do boi gordo e da carne bovina no mercado interno, impactando a demanda doméstica da proteína e favorecendo o consumo de frango.



## Exportações de Carnes do Brasil

■ Volumes (mm ton) – Eixos direitos



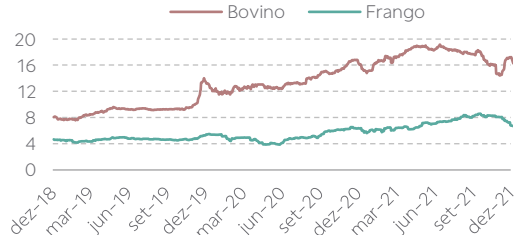
## Preço do Boi no Brasil

R\$/@



## Preços de Carnes no Brasil

R\$/kg



## Cenário para proteínas - Brasil

milhões de toneladas

Após registrarem recordes mensais de volumes e preços, as exportações brasileiras de carne bovina tiveram uma queda abrupta com a suspensão das vendas para a China, em setembro. No mercado interno, os altos preços da carne bovina – acompanhando a elevação do custo do gado, cuja oferta foi reduzida pela menor disponibilidade de animais, por condições climáticas adversas e pelo impacto de custos de grãos para a terminação em confinamento – seguem impactando a demanda doméstica, frente ao contexto de menor disponibilidade de renda e redução do poder de compra dos consumidores.

A demanda global de proteína animal deverá continuar aquecida em 2022, o que poderá beneficiar as exportações brasileiras – potencializadas pela recém-anunciada liberação dos embarques para a China. No entanto, a continuidade das condições macroeconômicas desfavoráveis no mercado interno deverá se refletir em um consumo resiliente de carnes de frango e suína em detrimento da carne bovina.

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



# Seleção Proteínas: JBS

A JBS deverá continuar apresentando bons resultados em 2022, diante do cenário global positivo para proteína animal. Além disso, as estratégias de crescimento, de aumento contínuo de competitividade e incremento de itens de valor agregado em seu portfólio de produtos trazem boas perspectivas para a empresa no médio e longo prazo.



## Tese de Investimentos

\_A JBS tem se beneficiado do cenário favorável para proteínas, principalmente nos Estados Unidos, com a forte demanda por carne bovina e a recuperação do consumo de frango, tanto no *foodservice*, como no varejo, que ainda deverá continuar em 2022. Apesar da esperada redução gradual da alta disponibilidade de gado na América do Norte no próximo ano e, conseqüentemente, dos *spreads* dos frigoríficos, a empresa ainda deverá registrar margens atrativas nas operações internacionais, proporcionando resultados robustos, potencializados pelo dólar elevado e pelas sinergias das aquisições recentes.

\_No Brasil, o cenário segue desafiador, com custos ainda elevados e consumo no mercado interno pressionado pelas condições macroeconômicas desfavoráveis. No entanto, esperamos uma gradual melhora no próximo ano diante do: (i) restabelecimento das exportações para a China, que foi retomada em meados de dezembro; e (ii) da melhora do cenário para grãos, com leve redução de custos. Em nossa opinião, as vantagens competitivas da JBS, que incluem diversificação de proteínas, diversificação geográfica e escala das operações, aliadas às suas marcas fortes e ao fortalecimento de seu balanço em 2021, fazem com que tenhamos uma perspectiva positiva para os resultados consolidados da empresa em 2022. Além disso, entendemos que suas estratégias de longo prazo, que buscam aumentar sua competitividade e relevância em escala global, são diferenciais que deverão manter a empresa bem posicionada para capturar o potencial de crescimento do setor de proteínas nos próximos anos.

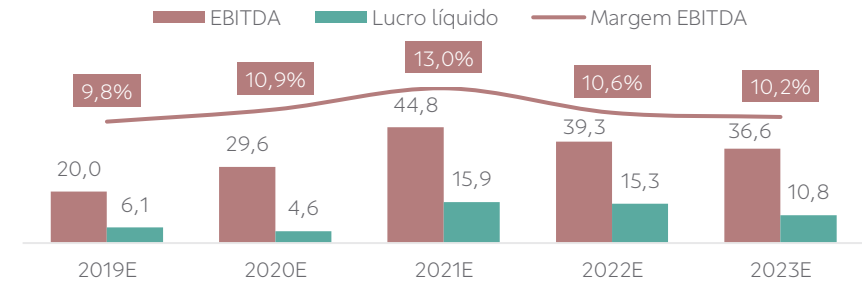
Fonte: JBS, BB Investimentos.

## Riscos

(i) Nova elevação de preços de commodities, com impacto nos custos de insumos; (ii) indisponibilidade de gado e/ou outras matérias-primas, bem como de mão de obra, que podem afetar sua produção, elevando custos e despesas; (iii) recuperação mais lenta do que o esperado das economias, com desaceleração do consumo e pressão nos preços de venda; (iv) questões sanitárias e/ou embargos a exportações nas regiões de operação da empresa; (v) aumento dos níveis de alavancagem; (vi) falha na captura de sinergias nas aquisições ou futuras aquisições mal sucedidas; e (vii) eventos societários ou relacionados à governança, que possam afetar a atratividade do papel.

## EBITDA, Lucro Líquido e Margem EBITDA

R\$ bilhões e %



# Alimentos e Bebidas: Geral

Estratégias comerciais bem sucedidas das empresas do setor compensaram um cenário de custos bastante desafiador em 2021. No entanto, diante da piora da renda média real em função da pressão inflacionária, vemos uma recuperação do consumo ainda moderado no cenário doméstico em 2022.



## Perspectivas

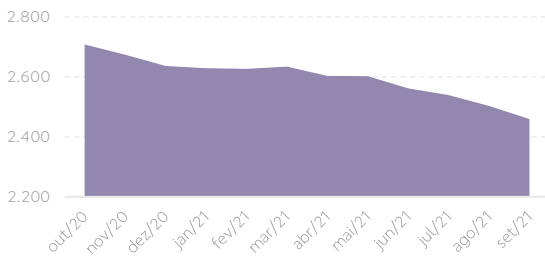
\_A dinâmica de elevação de preços de diversas commodities em 2021 trouxe inúmeros desafios na estrutura de custos das empresas. A boa gestão e a estratégia comercial bem sucedida de empresas como M Dias Branco, líder em massas e biscoitos e focada no mercado doméstico, e Ambev, líder no segmento de bebidas – setor diretamente relacionado a indicadores macroeconômicos de emprego e renda, foi essencial para que estas companhias registrassem resultados trimestrais melhores do que o esperado em 2021. Os reajustes de preços contribuíram positivamente para a expansão das receitas dessas empresas, enquanto as margens continuam aquém da média histórica.

\_No entanto, vemos um cenário bastante desafiador para essas empresas em 2022, diante da pressão inflacionária e respectiva queda da renda real do consumidor, além de preços de commodities ainda em patamar elevado. O cancelamento de eventos como o carnaval, por exemplo, em razão das incertezas com a nova variante do coronavírus (Ômicron), também reduz as expectativas de retomada mais consistente do consumo.

Fontes: IBGE, Portal da Indústria, Bloomberg, BB Investimentos.

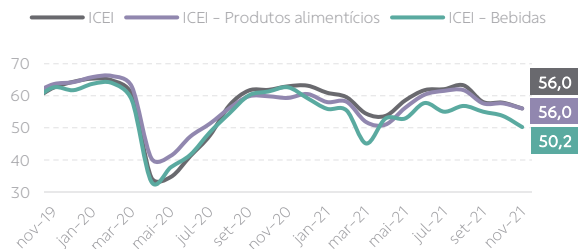
## Renda Média Real

R\$



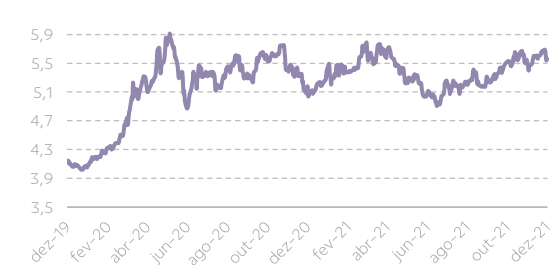
## Confiança do Empresário Industrial

Pontos (acima de 50 pontos indica confiança)



## Câmbio

USD/R\$



## Preço do Trigo – CBOT

USD/bushel



# Setor Elétrico

Dezembro 2021

Por **Rafael Dias, CNPI**

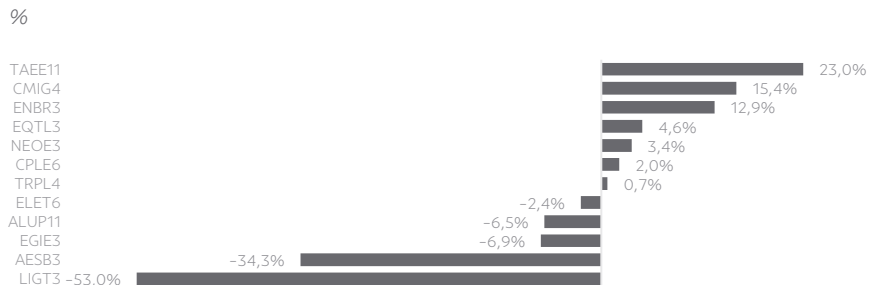
# Setor Elétrico

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB 2022: AESB3, ALUP11 e TRPL4.

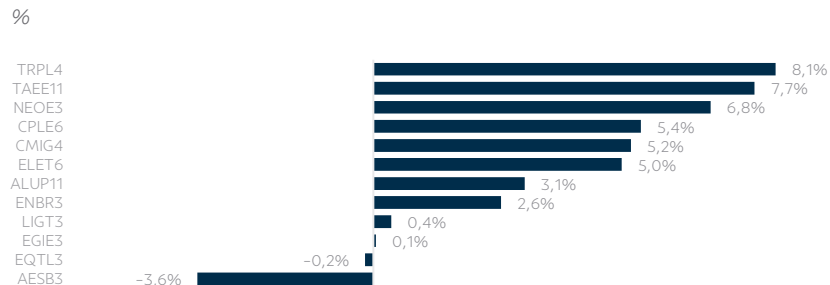


Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2022 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	EV/EBITDA 2022e	EV/EBITDA Média 5 anos	P/VP 2022e	P/VP Média 5 anos
AES BRASIL ENERGIA	AESB3	10,81	16,20	49,9%	Neutra	5.324,6	3.321,2	7,5	3,8	2,0	3,0
ALUPAR INVESTIMENTO	ALUP11	24,53	37,30	52,1%	Compra	7.088,6	6.827,4	7,5	8,9	1,1	1,3
CIA ENERGETICA MINAS GERAIS	CMIG4	14,12	-	-	-	26.146,4	9.215,1	6,8	6,9	1,2	0,9
CIA PARANAENSE DE ENERGIA	CPL66	6,42	-	-	-	17.256,3	6.405,0	4,9	5,3	0,8	0,6
ENGIE BRASIL ENERGIA	EGIE3	39,13	-	-	-	31.870,1	12.225,1	7,5	7,9	4,0	3,7
CENTRAIS ELETRICAS BRAS	ELET6	33,40	-	-	-	52.673,2	29.832,7	4,9	6,2	0,7	0,7
EDP - ENERGIAS DO BRASIL	ENBR3	21,06	-	-	-	12.198,7	6.145,0	5,7	6,4	1,1	1,0
EQUATORIAL ENERGIA	EQTL3	23,54	-	-	-	23.687,0	10.051,6	7,0	10,1	1,9	2,5
LIGHT	LIGT3	11,15	-	-	-	4.116,7	6.700,2	5,3	5,8	0,5	0,9
NEOENERGIA	NEOE3	17,67	23,70	34,1%	Compra	21.120,1	21.110,0	6,3	7,7	0,9	1,1
TRANSMISSORA ALIANCA ENERGIA	TAAE11	36,57	44,70	22,2%	Compra	12.498,4	5.347,2	10,0	10,4	1,8	1,4
CIA DE TRANSMISSAO DE ENERGIA	TRPL4	24,43	32,00	31,0%	Compra	17.743,3	1.967,7	8,4	7,5	1,1	0,9

## Performance em 2021



## Performance 1 mês



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 17/12/2021)

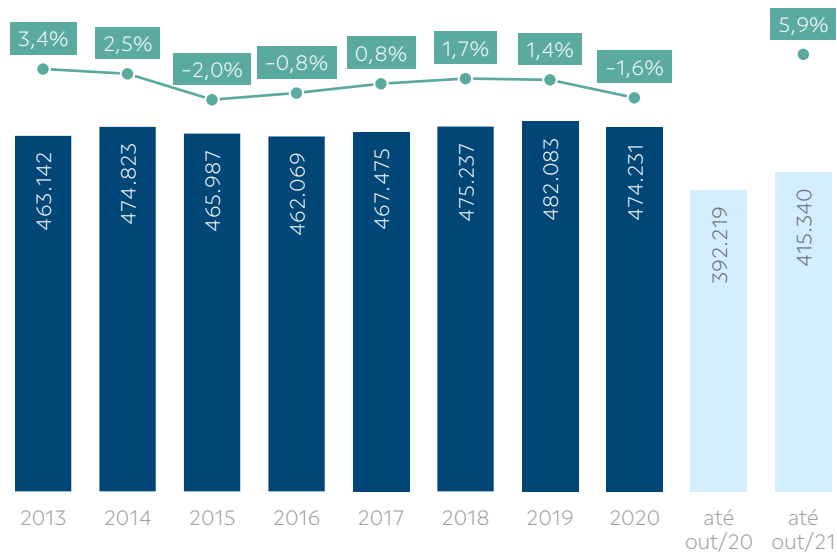
# Setor Elétrico: demanda

Em 2021, houve forte recuperação de consumo de energia com o avanço da vacinação e retomada econômica. A alta chega a dois dígitos contra meses que concentraram *lockdown* em 2020. Consumo até outubro é recorde.



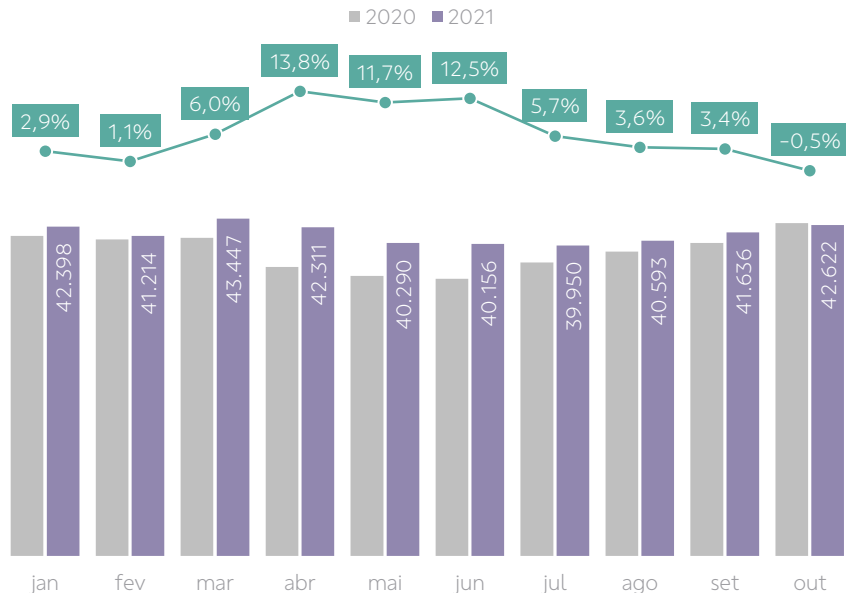
## Consumo anual e variação sobre ano anterior

GWh e %



## Consumo mensal e variação sobre mesmo mês em 2020

GWh e %



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

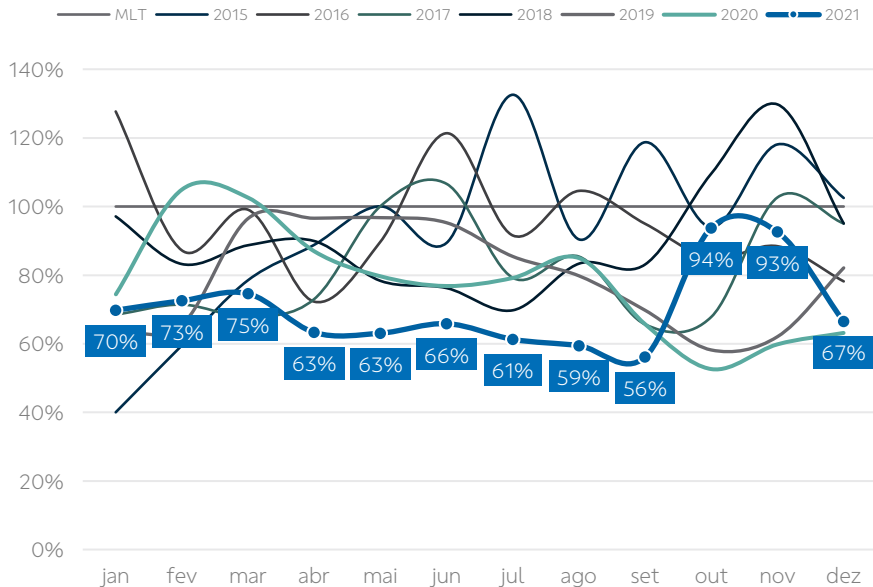
# Setor Elétrico: oferta

2021 foi marcado por um dos piores regimes hidrológicos no Brasil, impactando diretamente a geração hidrelétrica, principal fonte do país. Houve boa melhora em out e nov, trazendo alívio e estabilizando reservatórios.



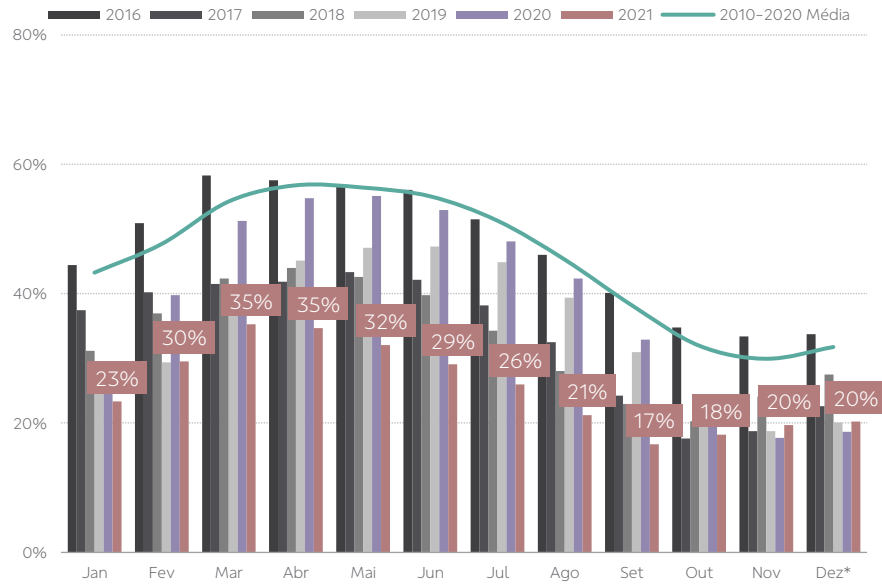
## Energia natural afluente (Sudeste/Centro-Oeste)

% da Média de Longo Prazo



## Energia armazenada nos reservatórios de hidrelétricas

% da capacidade total (Sudeste e Centro-Oeste)



Fonte: ONS (Operador Nacional do Sistema), BB Investimentos. (\*Obs.: dados de dezembro 2021 parciais)

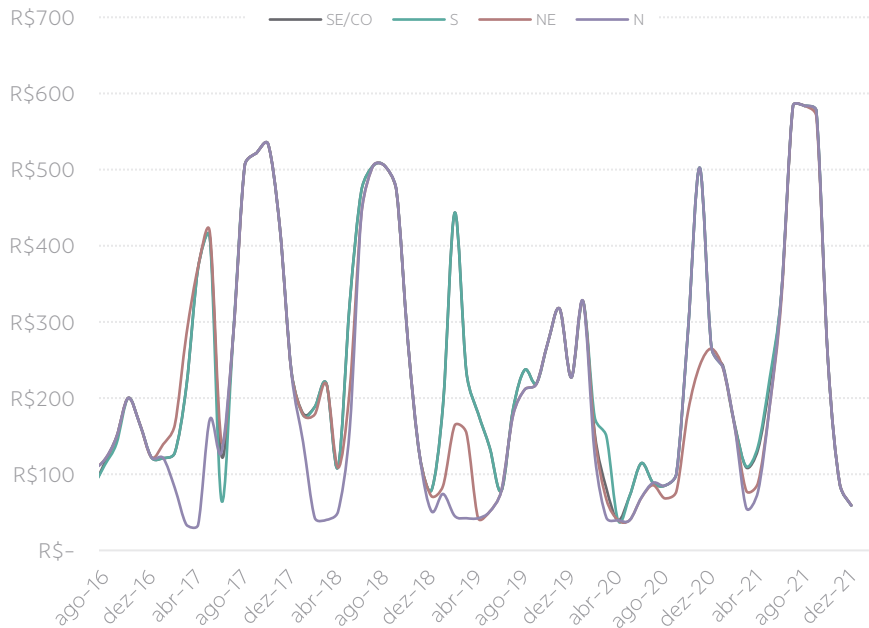
# Setor Elétrico: preço

Escassez hídrica de 2021 exigiu o acionamento de praticamente todo o parque termelétrico, elevando o custo de geração ao máximo, quando o PLD ficou por 3 meses no preço teto, pressionando custos de geradoras e distribuidoras. Últimos meses já trouxeram alívio, indicando melhora para 2022.



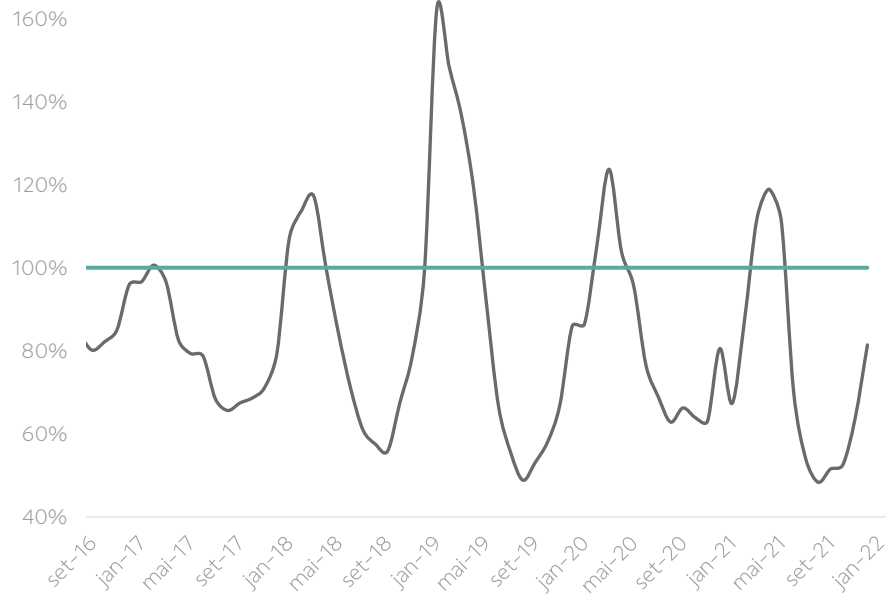
## Preço spot da energia (PLD)

R\$ por MWh



## Rebaixamento hidrológico (GSF)

% da garantia física



Fonte: CCEE (Câmara de Comercialização de Energia Elétrica), BB Investimentos.



# Seleção Setor Elétrico : AES Brasil

Diversificação do portfólio de ativos de geração por meio da expansão em renováveis, tanto por desenvolvimento de novos projetos contratados no mercado livre quanto por aquisição de parques eólicos já operacionais adiciona crescimento à tese de dividendos.

## Tese de investimentos

\_A AES Brasil tem focado os últimos anos na **expansão de sua capacidade instalada de geração de energia por meio do desenvolvimento de novos projetos eólicos e solares**, bem como na aquisição de parques eólicos já operacionais, diversificando as fontes de geração que ainda são aproximadamente 65% hídrica.

\_Este movimento **mitiga sua exposição ao risco hidrológico e permite o crescimento exclusivamente por fontes renováveis**, em linha com as desejadas práticas ambientalmente sustentáveis do ESG. A companhia, que já estava exposta ao mercado livre desde 2016, desenvolveu grande habilidade de comercialização de energia, garantindo bom posicionamento neste mercado, que se tornou o mais dinâmico para viabilizar a expansão da geração.

\_Em 2021 a AES realizou uma reestruturação societária que permitiu a migração para o Novo Mercado [...]

[...] aprimorando sua governança corporativa e um aumento de capital de R\$ 1,1 bilhão por meio de oferta de novas ações para financiar sua expansão. Porém, a hidrologia adversa severa em 2021 impactou seu resultado e o desempenho de suas ações na B3. **Enxergamos o preço atual como oportuno ponto de compra das ações da companhia, que devem responder a melhor hidrologia e ao crescimento dos novos projetos.**

## Riscos

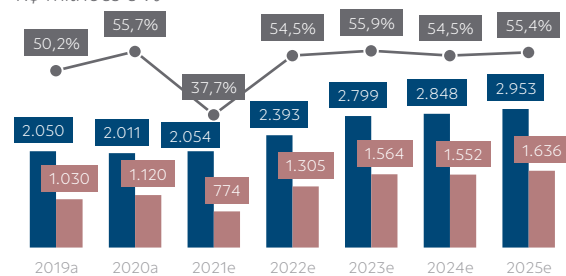
\_Os riscos referem-se ao preço de energia no mercado livre nos próximos anos, que podem ser majorados com a oferta de 26 GW de usinas da Eletrobrás que serão descotizadas em caso de sucesso de sua privatização, e serão destinadas ao mercado livre.

Fonte: AES Brasil, BB Investimentos.



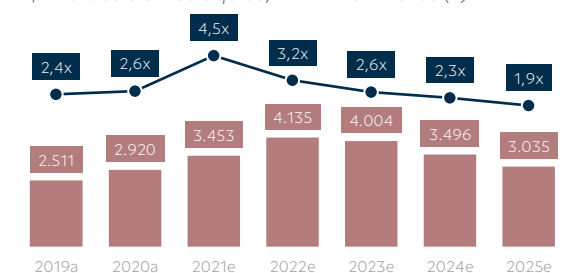
## Receita, EBITDA e margem Ebitda

R\$ milhões e %



## Endividamento líquido e alavancagem

R\$ milhões e dívida líquida/EBITDA em vezes (x)



# Seleção Setor Elétrico: Alupar

A reta final da atual fase de expansão no segmento de transmissão vem impulsionando receita e geração de caixa operacional em 2021 e 2022 em mais de 20% ao ano, melhorando também a rentabilidade sobre os investimentos, alcançando ROIC superior a 15% em 2022.



## Tese de investimentos

„A Alupar entregou, ao longo de 2020 e 2021, grande avanço no **desenvolvimento de novos projetos de transmissão contratados nos últimos anos**. A maioria desses projetos entraram em operação recentemente, como as concessões TPE, TCC e ETB, adicionando receita que **proporcionará crescimento superior a 20% em 2021 e que deverá ser repetido em 2022**, com a finalização de mais dois projetos. A companhia também foi beneficiada pela disparada dos índices de inflação que reajustam sua receita anual (IGP-M e IPCA), bem como com o avanço de projetos do segmento de geração, no qual a Alupar também atua. Seus **contratos de transmissão e de geração reajustados anualmente garantem proteção contra a inflação** para os acionistas da companhia.

„Ainda em relação ao segmento de geração, é importante ressaltar que suas usinas hidrelétricas contam majoritariamente com **seguro contra o risco hidrológico** que se efetivou com força em 2021, lhe permitindo boa mitigação deste risco [...]

Fonte: Alupar e BB Investimentos. (\*Obs: projeções financeiras com base na contabilidade regulatória por equivalência patrimonial)

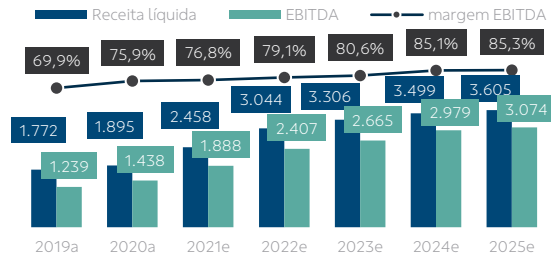
[...] A grande maioria de sua energia gerada está contratada no longo prazo no mercado regulado, o que também garante grande **previsibilidade com baixo risco de contraparte, bem como reduz a necessidade de recontração de energia no mercado livre**.

## Riscos

„Os riscos estão relacionados aos prazos e custo para construção dos novos projetos, que podem sofrer eventuais atrasos ou sobrecustos, bem como aos preços de energia de curto e longo prazo que podem impactar tanto a receita de venda da energia gerada por suas usinas, como seu custo em caso de necessidade de comprar energia adicional para honrar seus contratos de venda.

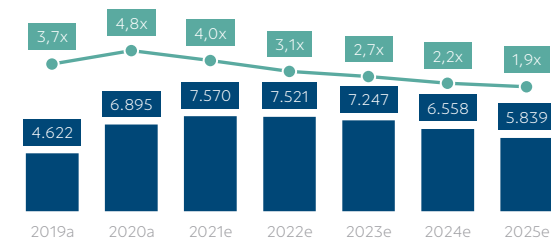
## Receita, EBITDA e margem Ebitda

R\$ milhões e %



## Endividamento e alavancagem

R\$ milhões e dívida líquida/EBITDA em vezes (x)



# Seleção Setor Elétrico: CTEEP

A CTEEP reúne uma boa combinação entre crescimento e perspectiva de forte dividendo apoiados pela indenização bilionária da RBSE que vem recebendo desde julho de 2017, financiando a expansão com novos projetos e aquisições sem pressionar seu balanço.

## Tese de investimentos

\_A Cteep começou a receber em julho de 2017 a indenização referente a ativos antigos não depreciados ao final do vencimento de sua concessão. Este recebimento da ordem de R\$ 1,1 bilhão ao ano atualmente, incrementou de maneira relevante sua receita e geração de caixa, uma vez que não tem custo associado, estimulando a busca por crescimento exatamente em um momento em que ocorreram grandes e atrativos leilões de transmissão, ofertando grande quantidade de novos projetos.

\_Neste cenário, a Cteep conquistou 14 lotes de projetos de transmissão nesses leilões desde o segundo semestre de 2016, que somam mais de R\$ 5 bilhões em investimentos, considerando a participação da empresa nestes projetos, e adicionarão, após entrada em operação, aproximadamente R\$ 700 milhões em receita anual. Quatro destes projetos já estão 100% operacionais enquanto as demais estão parte em operação e parte em construção, [...]

[...] devendo adicionar receita ao longo dos próximos anos.

\_Este incremento de receita com o recebimento da indenização, além de permitir o crescimento em andamento, permitiu também grande incremento na distribuição de dividendos, se tornando um grande atrativo para investir nas ações da companhia.

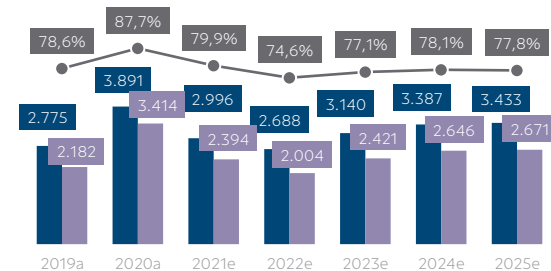
## Riscos

\_Os riscos estão relacionados aos prazos e custo de construção dos novos projetos que podem sofrer eventuais atrasos ou sobrecustos.

Fonte: Cteep e BB Investimentos. (\*Obs: projeções financeiras com base na contabilidade regulatória por equivalência patrimonial)

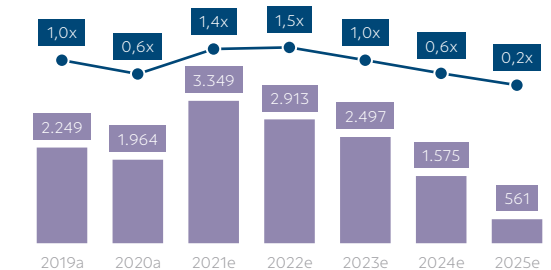
## Receita, EBITDA e margem Ebitda

R\$ milhões e %



## Endividamento líquido e alavancagem

R\$ milhões e dívida líquida/EBITDA em vezes (x)



# Saneamento

Dezembro 2021

Por **Rafael Dias, CNPI**

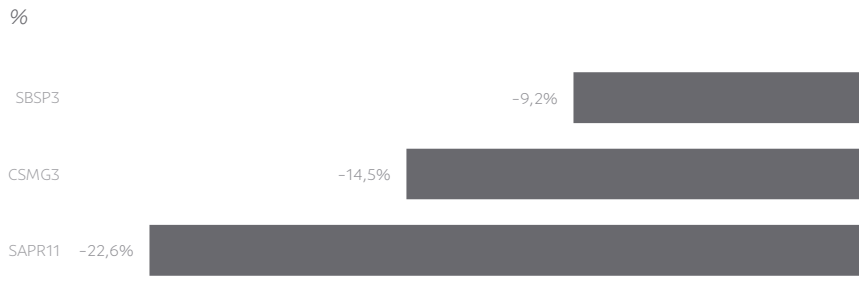
# Saneamento

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB 2022: SBSP3.



Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2022 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	EV/EBITDA 2022e	EV/EBITDA Média 5 anos	P/VP 2022e	P/VP Média 5 anos
CIA SANEAMENTO MG	CSMG3	13,15	22,65	72,2%	Compra	4.935,7	2.887,3	4,0	4,9	0,7	0,8
CIA SANEAMENTO PARA	SAPR11	19,26	28,00	45,4%	Compra	5.818,1	2.773,3	4,5	5,3	0,8	1,1
CIA SANEAM BASICO SP	SBSP3	39,97	50,00	25,1%	Compra	27.012,3	13.451,1	5,1	6,0	1,1	1,3

## Performance em 2021



## Performance 1 mês



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 17/12/2021)

# Saneamento

Em sequência ao Novo Marco Regulatório promulgado em 2020, verificamos forte impulso em concessões e PPPs de saneamento em 2021. Para 2022, aguardamos avanço regulatório complementar ao Novo Marco, que deve beneficiar o setor e eventuais privatizações.



## Novo Marco Regulatório

\_Aprovada em junho de 2020 pelo Senado e sancionada em julho após vários anos de discussão no Congresso, a **Lei 14.026/20 trouxe incentivos para maior competitividade no setor** ao obrigar o processo licitatório e proibir a renovação dos contratos de programas com empresas estatais. O calendário regulatório complementar ao Marco define que a ANA (Agência Nacional de Águas) estabeleça normas relativas à contabilidade regulatória, à minuta de contrato de concessão, ao processo de reequilíbrio financeiro dos contratos, formas de caducidade e cálculo de indenização ao final dos contratos entre outros ligados a riscos, metas e qualidade no fornecimento durante 2022.

\_O **Decreto Federal 10.710/21 trouxe também os parâmetros para comprovação de capacidade econômico-financeira das estatais para cumprir as metas de universalização definidas no Marco Regulatório**, bem como o plano de negócio e o respectivo plano de captação, que deverão ser apresentados até março de 2022 para manterem os atuais contratos válidos.

\_No entanto, existem projetos de lei em trâmite na Câmara dos Deputados visando postergar algumas dessas datas em função da pandemia e da necessidade de conhecimento prévio de alguns dos parâmetros regulatórios pendentes para tomada de decisão e elaboração dos planos de negócio. Há também, em nível estadual, projetos que consideram que a inclusão das novas metas de universalização nos atuais contratos de programa dão direito ao requerimento de reequilíbrio financeiro destes contratos.

Fonte: BNDES, Imprensa Nacional, BB Investimentos.

## Licitações, PPPs e privatizações

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

\_Em 2021, foi realizada a licitação para concessão de serviços de saneamento para todos os municípios do Amapá (setembro), tendo a Equatorial como vencedora com lance de R\$ 930 milhões para outorga e outros R\$ 3 bilhões previstos para investimento; em 13 de dezembro, houve o leilão dos blocos B e C de Alagoas, que arrecadaram R\$ 1,6 bilhão em outorga, concedendo os serviços de saneamento de 61 municípios com 1,3 milhões de habitantes para a iniciativa privada; e está agendado para 29 de dezembro a licitação do bloco 3 da CEDAE (Rio de Janeiro), que agora conta com 20 municípios além de bairros da zona oeste da capital, que envolvem 2,7 milhões de habitantes e demandará R\$ 4,7 bilhões de investimentos nos próximos 11 anos. A Assembleia Legislativa do Estado do Rio Grande do Sul aprovou a privatização da Corsan, que deve ocorrer por meio de oferta pública de ações no primeiro semestre de 2022.

\_Foi publicado o edital para construção do Ramal do Salgado, trecho da transposição do Rio São Francisco no Ceará. Trata-se de uma continuação do trecho 3 do Eixo Norte da transposição, que deriva do Ramal do Apodi até o Rio Salgado. O leilão deve ocorrer no primeiro trimestre de 2022.

# Seleção Saneamento: Sabesp

As ações da Sabesp acumulam queda nos últimos 12 meses não consistentes com a resiliência apresentada durante a pandemia e com a perspectiva de melhor rentabilidade nos próximos anos a partir da última revisão tarifária e aprimoramento regulatório.

## Tese de investimentos

\_O novo marco regulatório de saneamento, sancionado em 2020, e a esperada evolução do ambiente regulatório do setor ao longo dos próximos anos, somados ao resultado da recente revisão tarifária, que trouxe expectativa de melhor rentabilidade sobre os investimentos da companhia ao longo dos próximos anos trazem boas perspectivas para a Sabesp, enquanto **o preço de suas ações se apresentam excessivamente descontadas apresentando bom ponto de compra.**

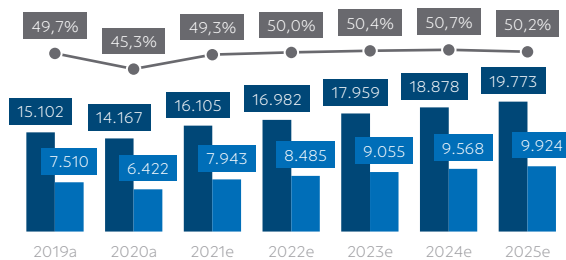
\_A Sabesp é a maior e mais bem **preparada companhia do país para aproveitar essa nova fase do setor, já apresentando investimento próximo ao necessário para universalizar os serviços de saneamento em sua área de atuação** no prazo exigido pela Lei.

\_A companhia atende os critérios para comprovação de condições econômico-financeiras para manter seus contratos atuais e também as exigências relacionadas a ESG dos investidores, [...]

Fonte: Sabesp, BB Investimentos.

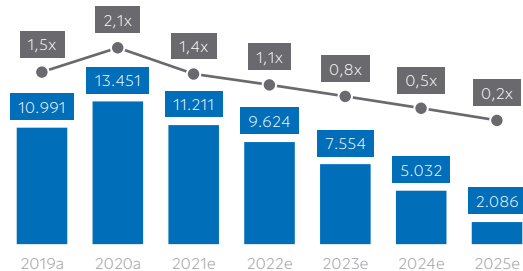
## Receita, EBITDA e margem Ebitda

R\$ milhões e %



## Endividamento líquido e alavancagem

R\$ milhões e dívida líquida/EBITDA em vezes (x)



## Riscos

\_Os principais riscos à tese de investimento se referem-se a notícias relacionadas à capitalização ou privatização da companhia, que pode alterar significativamente as expectativas relacionadas ao futuro da companhia dependendo do caminho escolhido, bem como no reajuste tarifário anual que ocorrerá em abril e deve trazer ganho real à receita.

[...] bem como apresenta resiliência frente à alta da inflação, uma vez que tem suas tarifas indexadas ao IPCA. Eventuais notícias relacionadas à capitalização ou privatização da companhia também podem estimular movimento de alta das ações.





# Transporte e Logística

Dezembro 2021

Por Renato Hallgren, CNPI

# Transportes e Logística

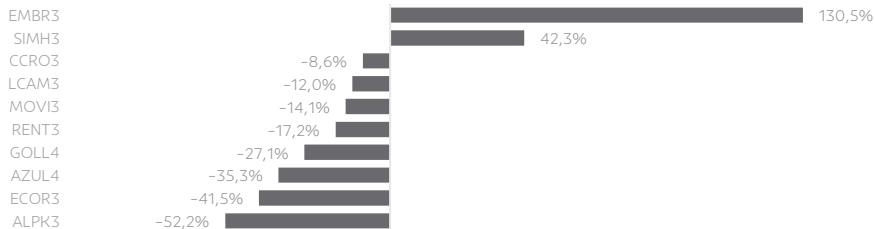
Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB 2022: AZUL4, RENT3 e SIMH3.



Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2022 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2022e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2022e	EV/EBITDA Média 5 anos
ALLPARK EMPREENDIMENTOS	ALPK3	4,45	14,00	214,6%	Compra	929,0	1.438,1	-	-	-	8,4
<b>AZUL</b>	<b>AZUL4</b>	<b>25,42</b>	<b>45,00</b>	<b>77,0%</b>	<b>Compra</b>	<b>8.380,9</b>	<b>15.870,2</b>	<b>-</b>	<b>19,2</b>	<b>8,4</b>	<b>9,4</b>
CCR	CCRO3	12,15	20,50	68,7%	Compra	23.937,0	13.811,8	22,1	15,5	6,7	7,0
ECORODOVIAS	ECOR3	7,82	19,00	143,0%	Compra	5.257,3	7.001,6	24,2	14,3	6,3	6,0
EMBRAER	EMBR3	20,40	25,00	22,5%	Compra	14.587,2	9.148,0	18,9	26,4	8,4	9,7
GOL LINHAS AEREAS	GOLL4	18,18	33,00	81,5%	Compra	6.925,2	16.270,0	-	35,0	10,3	7,7
CIA LOCACAO DAS AMERICAS	LCAM3	25,49	30,00	17,7%	Neutra	12.641,9	3.419,6	12,6	15,4	7,0	8,3
MOVIDA PARTICIPACOES	MOVI3	17,38	22,00	26,6%	Compra	6.195,4	2.714,5	7,5	13,1	5,5	7,4
<b>LOCALIZA RENT A CAR</b>	<b>RENT3</b>	<b>56,63</b>	<b>69,20</b>	<b>22,2%</b>	<b>Compra</b>	<b>41.738,4</b>	<b>7.193,9</b>	<b>22,0</b>	<b>26,2</b>	<b>11,9</b>	<b>14,2</b>
<b>SIMPBAR</b>	<b>SIMH3</b>	<b>12,51</b>	<b>15,75</b>	<b>25,9%</b>	<b>Compra</b>	<b>9.720,5</b>	<b>9.139,9</b>	<b>9,7</b>	<b>13,2</b>	<b>5,5</b>	<b>6,8</b>

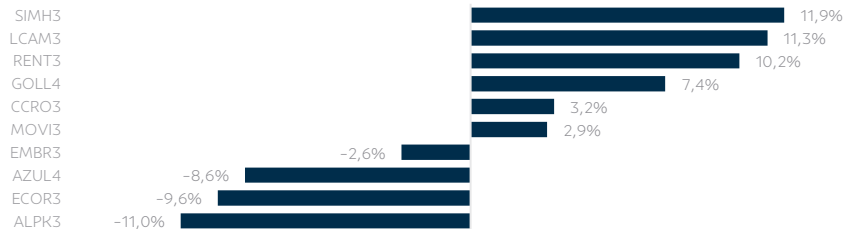
## Performance em 2021

%



## Performance 1 mês

%



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 17/12/2021)

# Transportes e Logística

O avanço regulatório no setor ferroviário e o portfólio de projetos do programa de parceria e investimentos (PPI) do governo federal favorecem os investimentos privados no setor de transportes e logística.



## Demanda por infraestrutura

\_\_O investimento em infraestrutura contribui para a redução nos custos de logística e aumenta a competitividade de países exportadores.

\_\_O escoamento da produção agrícola e industrial no Brasil é majoritariamente realizada pelo modal rodoviário que oferece maior flexibilidade para acessar diversos polos produtores além de conectar cidades e pessoas.

\_\_O Programa de Parceria e Investimentos (PPI) do governo federal transferiu para a iniciativa privada 76 projetos de infraestrutura e atualmente mais de 160 projetos estão em andamento no Brasil.

\_\_Nos setores de aeroportos e ferrovias existem 5 projetos em cada setor em andamento, enquanto em Rodovias são 22 projetos e no setor portuário 46 projetos em andamento.

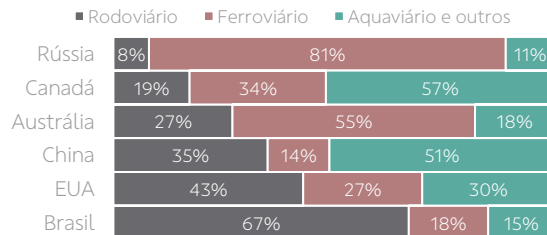
\_\_O Governo Federal publicou a MP 1.065/21, que institui o Novo Marco Regulatório do setor de ferrovias e implementa o regime de autorização que permite a aprovação de projetos ferroviários diretamente pelo poder concedente.

\_\_Em suma, o setor de transportes apresenta avanço regulatório e um portfólio de projetos que favorecem os investimentos em infraestrutura.

Fonte: ABCR, ANTT, ANTF, The Global Competitiveness Report 2019.

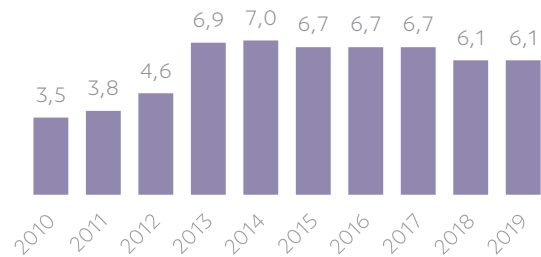
## Matriz de transportes por modal

% TKU



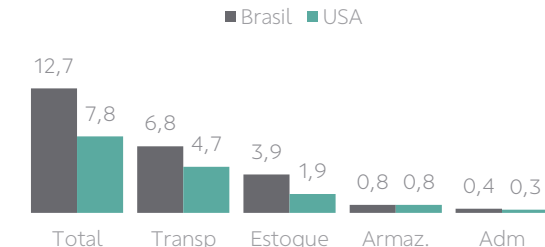
## Investimentos em rodovias no Brasil

R\$ bilhões



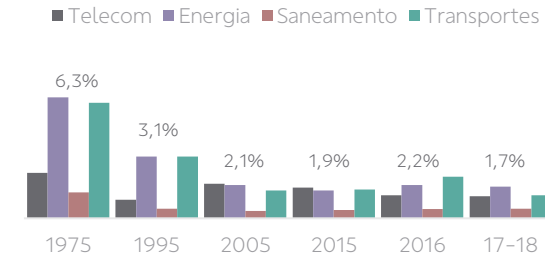
## Custo de logística e transportes

% PIB



## Investimentos em Infraestrutura

% PIB Brasil



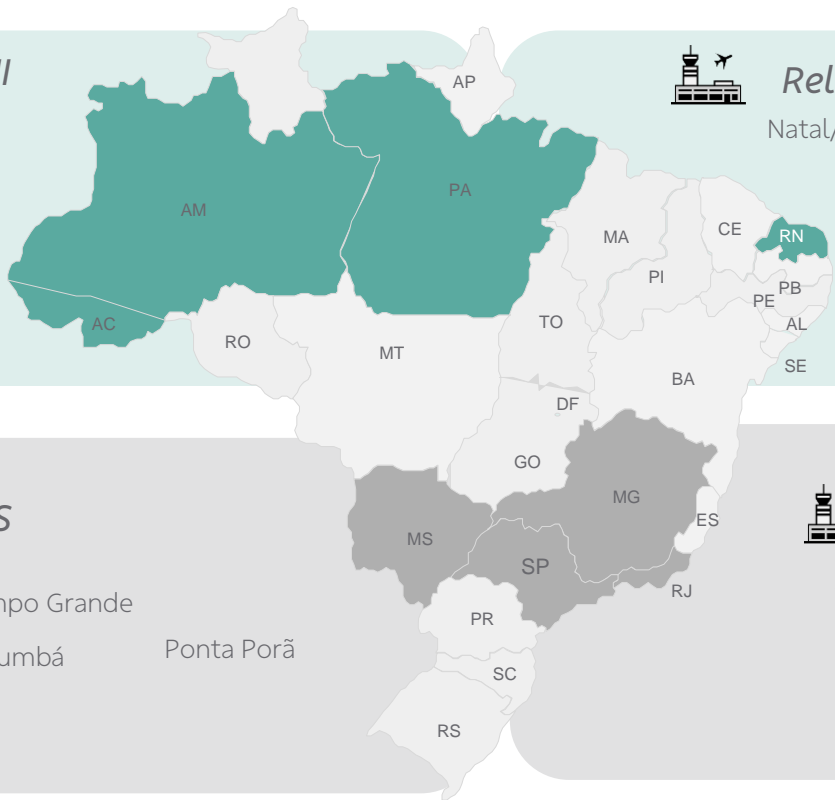
# Transportes e Logística: Aéreo

Em 2022, o governo federal vai realizar a concessão de 16 aeroportos distribuídos em 3 blocos – SP/MS, RJ/MG e Norte II – e ainda pretende reliciar os aeroportos de Viracopos e de São Gonçalo do Amarante.



## Bloco Norte II 7ª rodada

Santarém Belém  
Altamira Macapá  
Carajás Marabá



## Relicitações

Natal/RN Campinas/SP



## Aeroportos Regionais (AM)

São Gabriel da Cachoeira  
Barcelos  
Maués  
Parintins  
Lábrea  
Eirunepé  
Coari  
Carauari



## Bloco SP-MS

Congonhas Campo Grande  
Campo de Marte Corumbá  
Ponta Porã



## Bloco RJ-MG

Santos Dumont Montes Claros  
Jacarepaguá Uberlândia  
Uberaba

Fonte: Programa de Parceria e Investimentos (PPI).

# Transportes e Logística: Aéreo

O setor aéreo foi um dos mais prejudicados pelos efeitos da pandemia. A recuperação em 2021 foi parcial e aconteceu de forma lenta e gradual. Desafios macroeconômicos e pressão de custos devem permanecer em 2022.



## Mercado com potencial de crescimento

\_A crise do Covid-19 colocou em xeque a sobrevivência financeira das companhias aéreas no Brasil e no mundo.

\_As brasileiras Gol e Azul demonstraram habilidade no gerenciamento da oferta de capacidade (ASK), nas negociações com a cadeia de fornecedores e reguladores. Com isso, superaram um período de aproximadamente dois anos com queda média de 45% na quantidade de passageiros transportados.

\_A recuperação do mercado doméstico tem sido mais consistente no final de 2021. As viagens de lazer devem encerrar o 4T21 nos mesmos níveis do período pré-pandemia. No entanto, as viagens corporativas ainda não atingiram os níveis de 2019, e o mercado ainda tenta estimar os impactos da digitalização das empresas na demanda por voos corporativos .

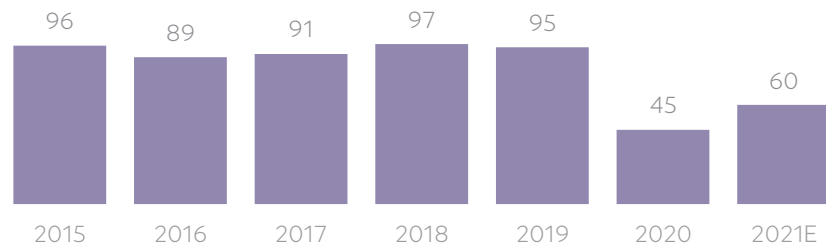
\_Os desafios para 2022 ficarão por conta da volatilidade cambial e com a escalada no preço dos combustíveis de aviação. Com efeito, as tarifas devem refletir o aumento nos custos das companhias e desacelerar o crescimento na demanda, ainda reprimida, por viagens ao longo do ano.

\_Ainda assim, em termos de viagens per capita, consideramos o mercado brasileiro com potencial de crescimento em comparação aos mercados mais desenvolvidos como Europa e Estados Unidos; o que fortalece a tese de crescimento sustentável e de longo prazo para as companhias aéreas no Brasil.

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

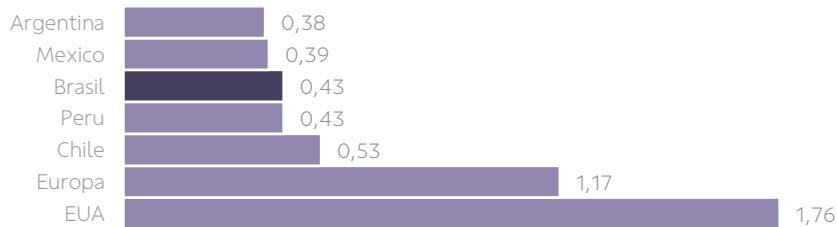
## Passageiros transportados no Brasil

milhões



## Viagens per capita por país

Viagens por habitante



# Transportes e Logística: Aéreo

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



## O antifrágil transporte de carga aérea

\_Os desafios impostos pela pandemia no final do primeiro trimestre de 2020 trouxeram novas possibilidades de operar o transporte de cargas por meio do modal aéreo no Brasil.

\_No primeiro momento, com o boom do comércio eletrônico e a busca de eficiência logística, as companhias aéreas capturaram novos contratos junto às principais varejistas que operam *e-commerce* no Brasil.

\_As companhias aéreas foram importantes também na locomoção de equipamentos hospitalares, órgãos e mais especificamente no transporte e distribuição de vacinas durante a pandemia.

\_Por fim, com o gargalo logístico internacional, os porões das aeronaves contribuíram parcialmente no transporte de cargas não atendidas pelos modais tradicionais em função da não disponibilidade imediata e ainda pelos elevados custos do frete marítimo.

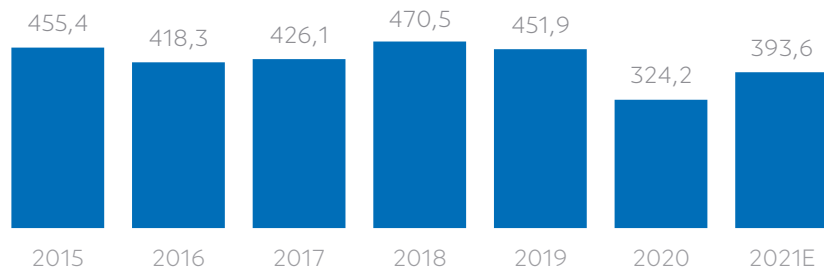
\_Um dos avanços regulatórios no setor de transporte de cargas foi a autorização da conversibilidade dos aviões de passageiros para serem utilizados no transporte de cargas. A Azul tem adaptado algumas de suas aeronaves de passageiros da fabricante Embraer para o transporte exclusivo de cargas.

\_O mercado endereçável de transporte de cargas no Brasil é de R\$ 45 bilhões o equivalente a 15x o mercado atual, e as aéreas estão prontas para explorá-lo, na nossa visão.

Fonte: Agência Nacional de Aviação Civil (ANAC).

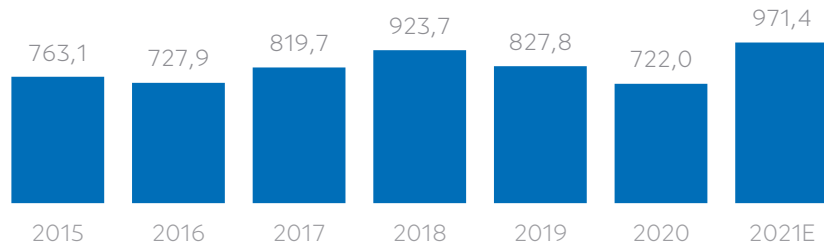
## Carga e correio (doméstico)

ton



## Carga e correio (internacional)

ton



# Transportes e Logística: Rodovias

Adicionalmente ao PPI do governo federal, os governos estaduais apresentaram seus programas de concessões de rodovias, com potencial de ampliar a arrecadação e melhorar a infraestrutura de transportes nos municípios.



## Ofertas de governos estaduais

\_\_Da mesma forma que o governo federal criou o programa de parceria e investimentos (PPI), os governos estaduais têm seus programas de concessão de ativos de infraestrutura.

\_\_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.

\_\_O programa de concessões do estado de Minas Gerais foi anunciado em maio de 2019, e deve conceder mais de 3 mil km de estradas e contempla cerca de 120 municípios.

\_\_Os investimentos no programa de Concessões Rodoviárias do Governo de Minas serão superiores a R\$ 11 bilhões ao longo dos próximos 30 anos.

\_\_No estado do Rio Grande do Sul, estão previstos investimentos de R\$ 10,6 bilhões nos 30 anos das concessões, sendo R\$ 3,9 bilhões somente nos cinco primeiros anos.

## Projetos recentes e em andamento para concessão de rodovias estaduais

### Rodovias Litoral Paulista 1

Prazo de concessão: 30 anos  
Extensão: 248 km  
Capex: R\$ 3,2 bilhões

### Triângulo Mineiro 2

Prazo de concessão: 30 anos  
Extensão: 970 km  
Capex: R\$ 1,9 bilhões

### Bloco 1, 2 e 3 3

Prazo de concessão: 30 anos  
Extensão: 1.130 km  
Capex: R\$ 10,6 bilhões

### Varginha Furnas 4

Prazo de concessão: 30 anos  
Extensão: 434 km  
Capex: R\$ 1,2 bilhão

### São João Del-Rei 5

Prazo de concessão: 30 anos  
Extensão: 377 km  
Capex: R\$ 910 milhões

### Itapecerica – Lagoa da Prata 6

Prazo de concessão: 30 anos  
Extensão: 497 km  
Capex: R\$ 840 milhões

### Ouro Preto 7

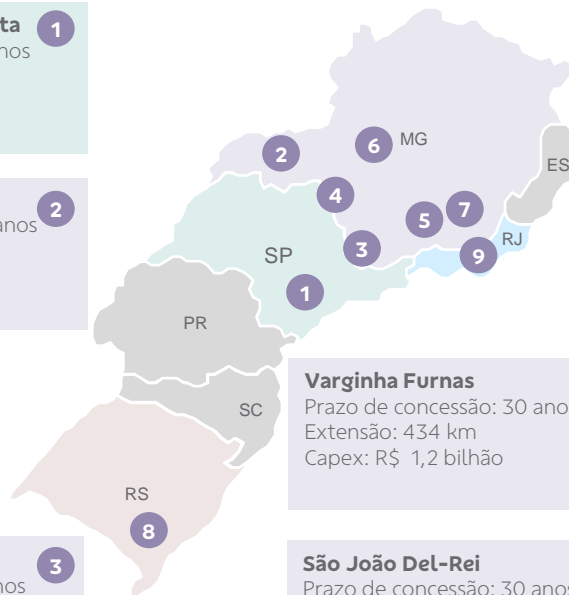
Prazo de concessão: 30 anos  
Extensão: 242 km  
Capex: R\$ 940 milhões

### RSC - 287 8

Prazo de concessão: 30 anos  
Extensão: 205 km  
Capex: R\$ 2,7 bilhões

### Lotes 1 e 2 9

Prazo de concessão: 25 anos  
Extensão: 240 km  
Capex: R\$ 1,7 bilhão



Fonte: ARTESP, IFC, Programa de Minas Gerais (SETOP), Governo do Rio Grande do Sul (RS parcerias), Governo do Rio de Janeiro, BNDES.



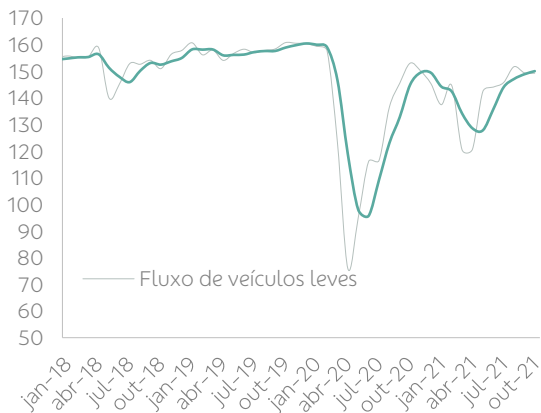
# Transportes e Logística: Rodovias

O aumento do fluxo de veículos nas estradas brasileiras em 2022 deverá se sustentar pela recuperação do tráfego de veículos leves, que apresentou forte retração durante as fases mais restritivas de mobilidade na pandemia.



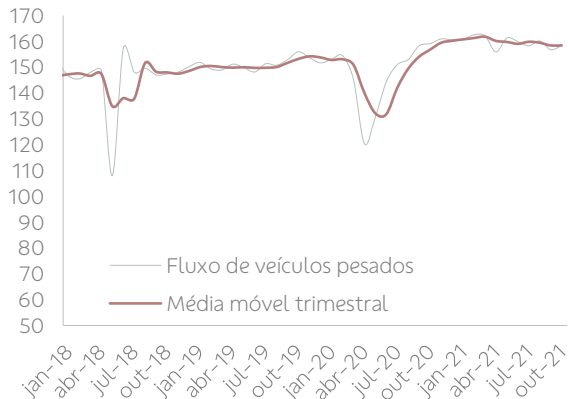
## Fluxo de veículos leves

Índice ABCR



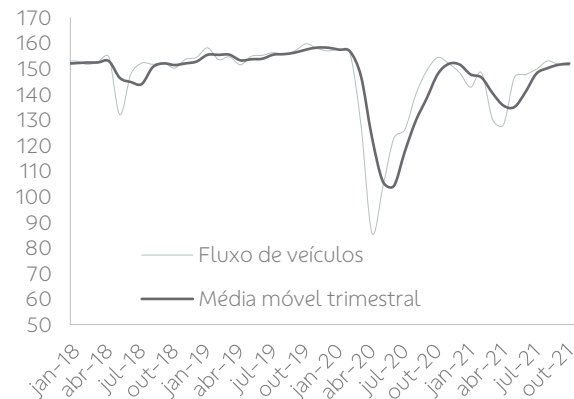
## Fluxo veículos de pesados

Índice ABCR



## Fluxo de veículos total

Índice ABCR



\_O tráfego de veículos pesados demonstrou resiliência com a retomada, após a retração observada entre abril e agosto de 2020, enquanto que em 2021 apresenta volume superior ao ano de 2019. Quanto ao fluxo de veículos leves, este foi penalizado pelos efeitos de restrição na mobilidade urbana com a crise da pandemia e ainda opera abaixo dos níveis pré-pandemia.

\_Com o avanço do programa de vacinação no Brasil, é possível observar a recuperação no fluxo de leves desde julho de 2021. O fluxo total de veículos deverá encerrar o ano de 2021 ainda em níveis inferiores ao período pré-pandemia. Para 2022, estimamos uma recuperação marginal no fluxo total de veículos, sustentado pela recuperação do tráfego de veículos leves, que ainda enfrentará pressões no cenário macroeconômico (emprego e renda) e preços de combustíveis elevados.

Fonte: Associação Brasileira de Concessionárias de Rodovias (ABCR).

# 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.



## Um oceano azul a ser explorado

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

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

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

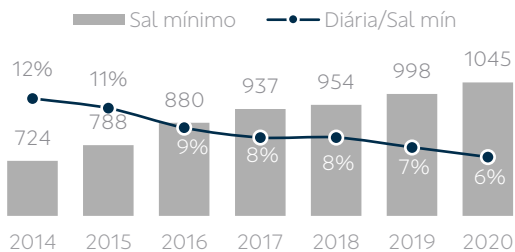
\_A crise dos chips teve impacto na produção das montadoras e reduziu a velocidade de crescimento das locadoras em 2021.

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

Fonte: ABLA, Datamonitor, ANFAVEA, Fenabrave.

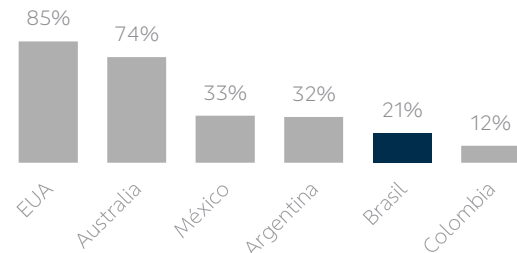
## Salário mínimo vs valor da diária

R\$ e %



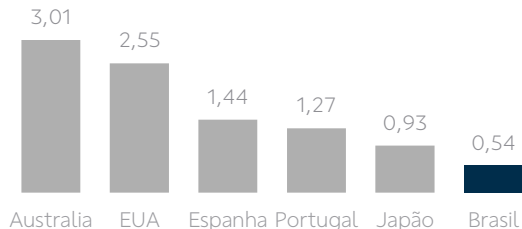
## Percentual da população com carro

%



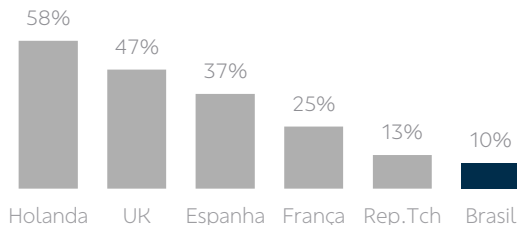
## RAC

Locação per capita



## GTF

% Frota corporativa alugada



# Seleção Transportes e Logística: Azul

Com uma frota diversificada de aeronaves a Azul opera majoritariamente fora do triângulo Rio de Janeiro, São Paulo e Brasília, capturando o crescimento de regiões em expansão no agronegócio e turismo.



## Tese de investimentos

\_\_A Azul tem como estratégia operar com uma frota diversificada de aeronaves que lhe permite acessar mais de 120 destinos no Brasil e 5 destinos internacionais, com foco em aeroportos fora do triângulo São Paulo, Brasília e Rio de Janeiro, cujas rotas apresentam maior competição entre Gol e Latam.

\_\_A partir do hub na cidade de Campinas, a Azul realiza mais de 130 embarques diários para 60 destinos, dos quais 57 destinos são exclusivamente ofertados pela companhia. Na região nordeste, a Azul utiliza o aeroporto de Recife como hub de conexão para mais de 40 destinos, dos quais 35 exclusivos.

\_\_Por fim, a partir do hub de Belo Horizonte a companhia oferece mais de 40 destinos com exclusividade em 30 destinos.

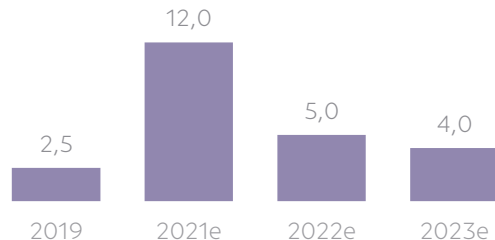
Fonte: Azul, BB Investimentos.

## Riscos

Dentre os principais riscos para a tese de investimentos da companhia, destacamos: (i) volatilidade cambial; (ii) alta no preço do combustível de aviação; e (iii) arrefecimento da economia.

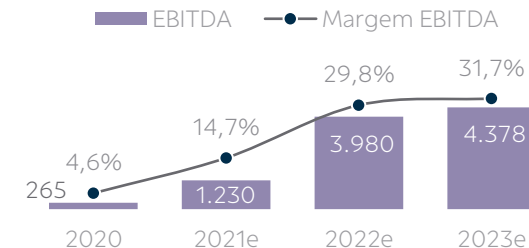
### Dívida líquida/EBITDA

Indexador



### EBITDA aj. e margem EBITDA ajustada

R\$ milhões e %



# Seleção Transportes e Logística: Localiza

O setor de locação de veículos, ainda sub-penetrado no Brasil, permitirá à Localiza executar suas diferenças competitivas e mercadológicas 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.

\_\_Em 15/12/2021, o CADE aprovou por 3 votos a 2 a fusão da Localiza com a Unidas.

## Localiza + Unidas:

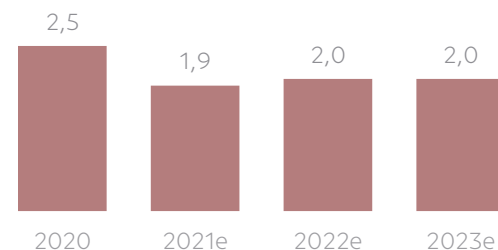
\_\_A combinação dos negócios cria a **maior locadora de veículos da América Latina** e deverá cumprir exigências do CADE, que envolve a venda da marca Unidas, redução de 70 mil carros da frota total e ainda põe fim na cláusula de não concorrência entre a Localiza e a empresa americana Vanguard detentora das marcas Enterprise, National e Álamo.

## Riscos

Dentre os principais riscos para a tese de investimentos da companhia, destacamos: (i) novos entrantes no mercado de locação, em especial as montadoras e estrangeiras; (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.

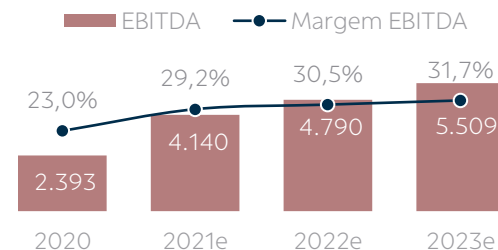
## Dívida líquida/EBITDA

Indexador



## EBITDA aj. e margem EBITDA ajustada

R\$ milhões e %



Fonte: Localiza, BB Investimentos.

# Seleção Transportes e Logística: Simpar

O portfólio diversificado da Simpar confere complementariedade e sinergia entre os negócios do grupo. A companhia vem reforçando seus negócios em mercados com grande potencial de crescimento.



## Tese de investimentos

\_\_O grupo Simpar é líder no segmento de logística e transportes no Brasil. Atua como uma holding não operacional e conta com um portfólio diversificado com três empresas de capital aberto: JSL, Movida e Vamos.

\_\_A holding Simpar ainda conta com a subsidiária CS Infra que opera o BRT de Sorocaba, dois ativos Portuários, uma concessão de rodovia (Transcarrados) e recentemente anunciou a aquisição da Ciclus, empresa de gestão integrada dos resíduos sólidos urbanos domiciliares na cidade do Rio de Janeiro e mais cinco cidades do estado do RJ.

\_\_A Simpar foca seus negócios em contratos de longo prazo, que representam 80% da receita da companhia. Esse perfil de negócio, confere à companhia maior previsibilidade de fluxo de caixa, proteção contra a inflação, e ainda suas subsidiárias estão posicionada em mercados com baixa penetração e potencial de crescimento sustentável de longo prazo.

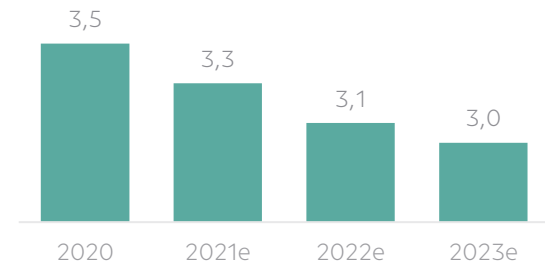
Fonte: Simpar, BB Investimentos.

## 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; e (iii) arrefecimento da economia.

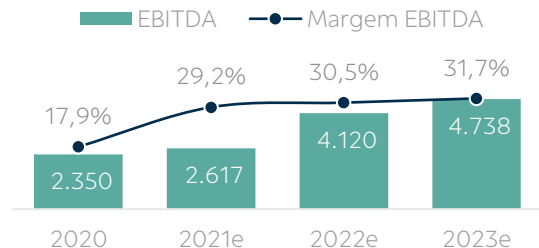
### Dívida líquida/EBITDA

Indexador



### EBITDA aj. e margem EBITDA ajustada

R\$ milhões e %



# Varejo

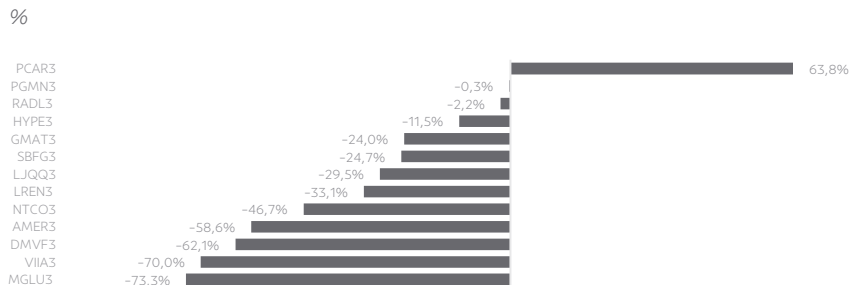
Dezembro 2021

Por **Geórgia Jorge, CNPI**

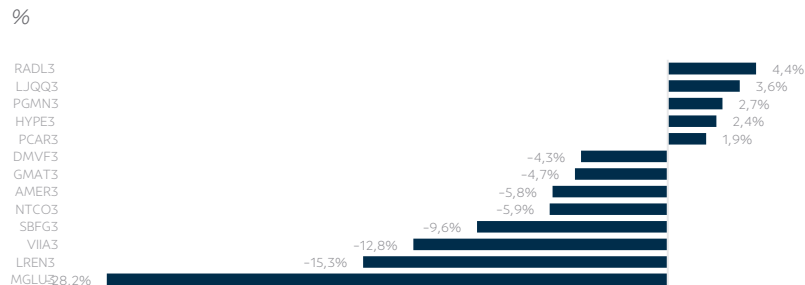


Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2022 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2022e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2022e	EV/EBITDA Média 5 anos
<b>AMERICANAS</b>	<b>AMER3</b>	<b>31,32</b>	<b>75,30</b>	<b>140,4%</b>	<b>Compra</b>	<b>27.888,9</b>	<b>-3.283,6</b>	<b>77,5</b>	<b>1938,4</b>	<b>9,0</b>	<b>25,5</b>
D1000 VAREJO FARMA	DMVF3	4,84	13,60	181,0%	Neutra	237,8	146,8	-	-	-	-
GRUPO MATEUS	GMAT3	6,35	11,60	82,7%	Compra	13.764,2	-1.534,9	11,8	17,0	9,0	11,7
HYPERA	HYPE3	29,46	45,00	52,7%	Compra	18.312,2	824,0	11,6	14,8	10,0	12,9
LOJAS QUERO QUERO	LJQQ3	11,48	27,70	141,3%	Compra	2.146,3	176,8	18,4	31,0	7,2	12,9
<b>LOJAS RENNER</b>	<b>LREN3</b>	<b>26,24</b>	<b>46,73</b>	<b>78,1%</b>	<b>Compra</b>	<b>25.382,0</b>	<b>2.575,0</b>	<b>20,6</b>	<b>26,1</b>	<b>9,6</b>	<b>14,7</b>
<b>MAGAZINE LUIZA</b>	<b>MGLU3</b>	<b>6,66</b>	<b>22,90</b>	<b>243,8%</b>	<b>Compra</b>	<b>44.205,5</b>	<b>1.309,9</b>	<b>72,8</b>	<b>87,2</b>	<b>17,4</b>	<b>32,6</b>
NATURA & CO HOLDING	NTCO3	27,96	64,10	129,3%	Compra	37.935,1	9.322,9	37,5	38,1	9,3	12,4
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	PCAR3	23,25	44,50	91,4%	Compra	6.053,6	8.814,0	19,7	9,1	3,6	6,9
EMPREENHIMENTOS PAGUE MENOS	PGMN3	8,99	16,90	88,0%	Compra	3.989,6	1.672,7	-	25,5	-	10,5
RAIA DROGASIL	RADL3	24,25	28,70	18,4%	Compra	39.580,2	4.204,0	37,8	40,2	15,8	18,6
<b>GRUPO SBF</b>	<b>SBFG3</b>	<b>22,38</b>	<b>43,00</b>	<b>92,1%</b>	<b>Compra</b>	<b>5.304,6</b>	<b>1.285,8</b>	<b>26,9</b>	<b>33,6</b>	<b>6,7</b>	<b>12,5</b>

## Performance em 2021



## Performance 1 mês



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 17/12/2021)



# Varejo

Em 2021, prevaleceram as preocupações com inflação, elevação de taxa de juros e revisões baixistas de crescimento, contaminando o desempenho do setor de consumo.



\_Após um positivo ano de 2020, o setor de varejo foi marcado por reviravoltas em 2021. No primeiro semestre do ano, as preocupações envolvendo a variante Delta do Covid-19 e novas medidas de restrição ao comércio físico, as discussões acerca da renovação do Auxílio Emergencial e a lentidão do processo de vacinação refletiram negativamente no setor. Passadas essas adversidades, o índice de Consumo voltou a apresentar desempenhos positivos, amparado também pelas boas perspectivas de retomada da economia doméstica com a aceleração do processo de vacinação.

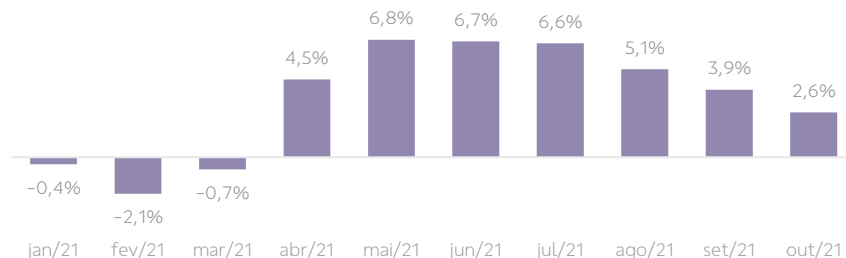
\_Esse bom desempenho, contudo, durou pouco. Em julho, o noticiário acerca da inflação vindo acima das expectativas, combinado com discussões acerca de possíveis alterações nas regras de teto dos gastos fiscais, levaram a constantes revisões de estimativas de taxa de juros para patamares contracionistas, reduzindo as perspectivas de crescimento para 2021 e 2022. Nesse cenário, o desempenho do setor na bolsa ainda sofreu um novo revés com a descoberta de uma nova variante do Covid-19 (Ômicron) em novembro, o que levou a uma queda acumulada próxima de 25% do Ibovespa no mesmo período (até o fechamento deste relatório). Apesar do impacto reduzido dessa nova variante no Brasil, dado o elevado percentual de vacinação, as incertezas quanto à eficácia dos imunizantes pressionaram os mercados como um todo.

\_Quando observamos o volume de vendas acumulado em 2021 do setor de varejo, fica claro o movimento de desaceleração das vendas ao longo do 3T21, após atingir um pico de crescimento acumulado de 6,8% em junho. Essa desaceleração ficou clara nos resultados divulgados pelas companhias neste trimestre e frustrou as expectativas dos investidores, sinalizando um cenário bastante desafiador para o varejo no curto prazo. Dentre os segmentos do varejo que tiveram as melhores performances, destacamos Saúde e Beleza, e Material de Construção, dado que ambos os segmentos apresentaram crescimento em cima de uma base já forte do ano anterior (+8,3% e +10,8%, respectivamente, em 2020).

Fonte: IBGE, BB Investimentos.

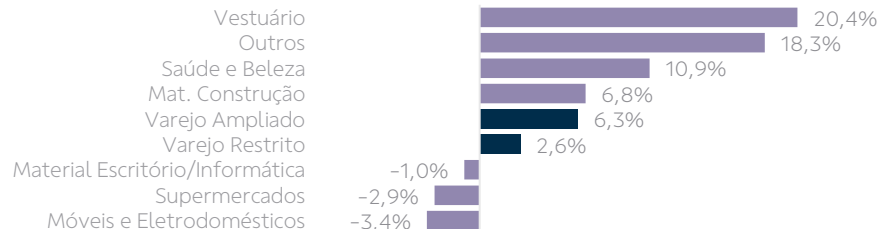
## Variação Acumulada de Vendas em 2021 – Varejo Restrito

% a/a até outubro



## Variação Acumulada de Vendas em 2021 – Dados por Setor

% a/a até outubro

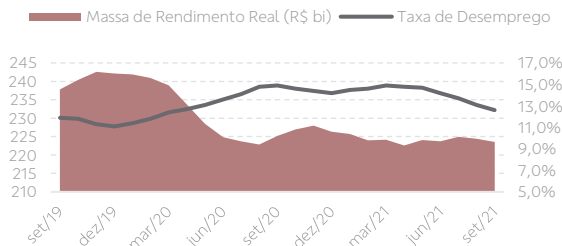


# Varejo

Renda real comprimida, inflação persistente e juros altos, elevando o custo de tomada de crédito pelo consumidor, contaminaram as expectativas para o segmento de consumo em 2022, mas a perspectiva de retomada gradual em 2023 deve favorecer o desempenho das ações no 2S22.

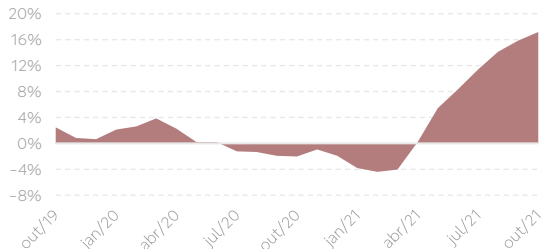
## Massa Rendimentos e Tx. Desemprego

R\$ bi e %



## Concessão de Crédito PF – Rec. Livres

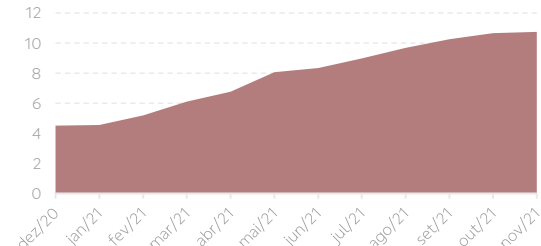
% a/a acumulado 12 meses



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

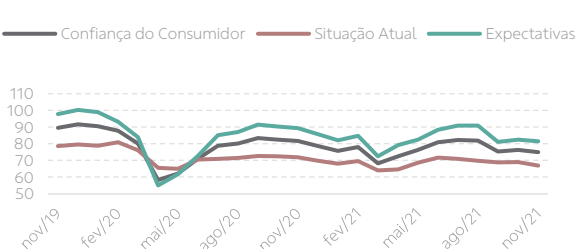
## IPCA – Índice Geral acumulado 12 meses

% a/a



## Confiança do Consumidor

Pontos



„Nos gráficos ao lado, destacamos os principais *drivers* que impulsionam o consumo no Brasil. Apesar de vislumbrarmos uma leve melhora na comparação anual, ainda constatamos um cenário bastante desafiador à frente. Do lado do emprego, observamos que, apesar da gradual redução do nível de desemprego (-2,3 p.p. a/a em set/21), a renda real segue comprimida (-0,7% a/a em set/21), reflexo da alta inflacionária sobre bens e serviços, o que pressiona o poder de compra do consumidor. A esse respeito, pontuamos que a expectativa no início do ano era de que a inflação se dissipasse ao longo do 2S21. Ao contrário, a maior pressão proveniente de quebra no fornecimento de bens dentro da cadeia de suprimentos global, combinado com crise hídrica e elevação do custo de combustíveis, acabou ocasionando frustrações sistemáticas com a inflação nos últimos meses. Diante desse contexto, o Banco Central vem elevando gradualmente a taxa básica de juros, refletindo em maior custo de captação para as famílias, o que deve prejudicar a tomada de crédito pelo consumidor e, consequentemente, a aquisição de bens de maior valor, como é o caso de móveis e eletroeletrônicos. Esse cenário de pressão na renda das famílias, seja pela alta inflação, seja pela elevada taxa de juros, combinado com um nível de desemprego bastante elevado, tem impactado negativamente a confiança do consumidor, que segue em níveis muito próximos aos observados ao final de 2020.

Os papéis do setor de consumo estão sendo negociados a múltiplos bastante descontados em relação à sua média histórica de 2 anos, reflexo de sucessivas revisões de crescimento e rentabilidade das companhias.



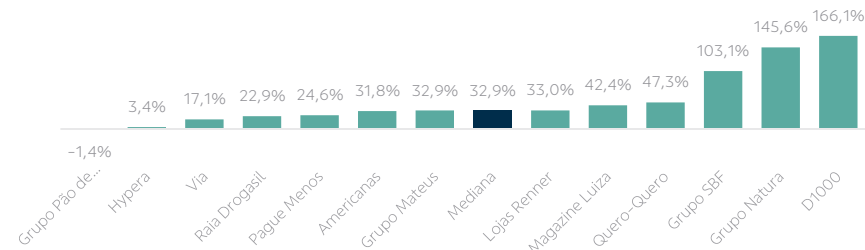
## Análise de Múltiplos<sup>1</sup>

Companhia	EV/EBITDA (média 2a)	EV/EBITDA 22E	Desconto (%)	P/L (média 2a)	P/L 22E	Desconto (%)
Americanas	37,1x	8,4x	-77%	-	71,8x	-
D1000	12,9x	14,0x	8%	-	-	-
Grupo Mateus	12,1x	8,9x	-26%	17,2x	11,5x	-33%
Grupo Natura&Co	16,8x	9,6x	-42%	59,8x	35,1x	-41%
Grupo SBF	15,5x	9,2x	-41%	37,4x	30,7x	-18%
Hypera	12,2x	9,6x	-22%	14,7x	11,7x	-20%
Ljs. Renner	16,4x	11,0x	-33%	29,7x	22,1x	-26%
Magazine Luiza	56,6x	18,3x	-68%	158,3x	65,0x	-59%
Grupo Pão de Açúcar	7,0x	5,8x	-16%	8,9x	19,4x	119%
Pague Menos	13,5x	10,0x	-26%	25,0x	17,5x	-30%
Ljs. Quero-Quero	13,7x	7,0x	-49%	30,9x	17,6x	-43%
Raia Drogasil	21,9x	15,5x	-29%	46,2x	37,5x	-19%
Via	12,6x	9,8x	-22%	38,7x	81,2x	110%

Fonte: Bloomberg. (<sup>1</sup>Múltiplos considerando preço de 03/12/2021; <sup>2</sup> Conforme relatórios de revisão de preço pós 2T21)

## Crescimento de Lucro Líquido 2022e<sup>2</sup>

% a/a



Os papéis das empresas de nossa cobertura estão negociando a múltiplos bastante inferiores à média histórica dos últimos 2 anos, pressionado pelas revisões baixistas nas estimativas de receita e lucro diante de uma capacidade de consumo pressionada no curto prazo. Além disso, os múltiplos correntes dos papéis também estão refletindo um aumento da taxa de desconto em função de maiores taxas de básicas de juros e prêmio de risco adicional cobrado pelos investidores.

Ao nosso ver, apesar dos dados indicarem um consumo pressionado no curto prazo, entendemos que as perspectivas de melhoria gradual da economia, em especial a partir do 2S22, devem favorecer os papéis que ficaram excessivamente descontados em 2021, notadamente aqueles relacionados a bens duráveis e semiduráveis.

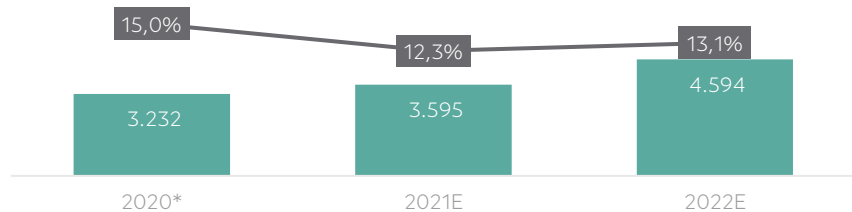
# Seleção Varejo: Americanas

A Americanas deve se beneficiar em 2022 da captura de sinergias de sua combinação de negócios, com revisões positivas de rentabilidade, combinada com a expectativa de retomada das vendas de bens duráveis.



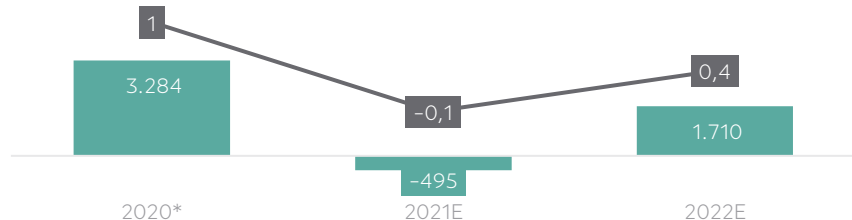
## EBITDA e Margem EBITDA

R\$ milhões e %



## Caixa líquido e Caixa Líquido/EBITDA

R\$ milhões e vezes



Fonte: Americanas e BB Investimentos. (\*Resultado pró-forma com efeitos da combinação de negócios desde 01 de janeiro de 2021 e resultados comparáveis)

## Tese de Investimento

\_Assim como pontuamos para Magazine Luiza, a Americanas sofreu forte desvalorização em 2021 em função da piora do cenário para consumo de bens duráveis, combinado com o acirramento da concorrência online e resultados no 1S21 inferiores aos apresentados pelos concorrentes.

\_Considerando nossa expectativa de que, conforme observemos sinais de reversão do ciclo de aperto monetário com o arrefecimento da inflação, os papéis relacionados ao consumo de bens duráveis devem voltar ao radar dos investidores, selecionamos a Americanas para compor a Seleção BB 2022.

\_Vale destacar ainda que, ao longo do próximo ano, a companhia deve apresentar a captura de sinergias decorrentes da combinação dos negócios físico e digital que devem contribuir para revisões positivas de rentabilidade.

\_Assim como a Magazine Luiza, a Americanas vem investindo fortemente na expansão do sortimento de produtos, logística omnicanal, soluções financeiras aos clientes e serviços aos vendedores do *marketplace*.

## Riscos

(i) Resultados dos investimentos em aquisição de cliente e logística omnicanal aquém dos esperados; (ii) incapacidade de atrair e reter os melhores vendedores em sua plataforma de *marketplace*; (iii) incapacidade de escalar e rentabilizar soluções financeiras com rentabilidade; e (iv) acirramento da concorrência online.

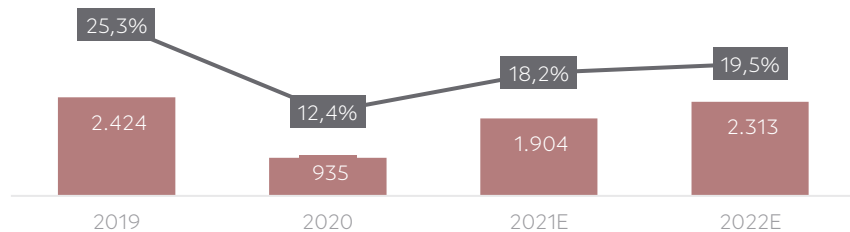
# Seleção Varejo: Lojas Renner

A gradual recuperação do setor de vestuário, combinada com a evolução do ecossistema de moda e estilo que a companhia vem construindo, além de múltiplos descontados, embasam nossa escolha de Lojas Renner.



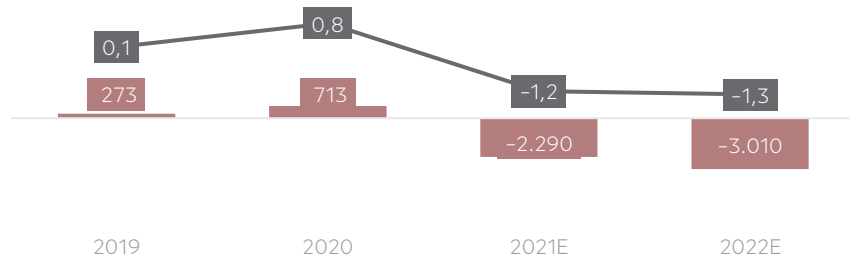
## EBITDA e Margem EBITDA

R\$ milhões e %



## Dívida líquida e Dívida líquida/EBITDA

R\$ milhões e vezes



Fonte: Lojas Renner, BB Investimentos.

## Tese de Investimento

\_A estratégia da Lojas Renner consiste em potencializar seu ecossistema atual, de forma a tornar-se um ecossistema líder no Brasil em varejo de moda e estilo de vida. Para tanto, a atuação da companhia está focada em seis blocos de valor: (i) aumento da oferta de produtos, serviços e parceiros; (ii) desenvolvimento da omnicanalidade; (iii) expansão das lojas físicas; (iv) aumento de engajamento e frequência; (v) fortalecimento da fidelização do cliente; e (vi) expansão dos serviços financeiros oferecidos.

\_Nossa opção por Lojas Renner para compor a Seleção BB 2022 está calcada na captura de valor com a evolução do seu plano estratégico, continuidade da recuperação gradual do setor de vestuário, múltiplos bastante descontados frente à sua média histórica e capacidade superior da companhia em combinar crescimento com rentabilidade, em comparação aos seus pares de mercado.

## Riscos

(i) Incapacidade de executar seu plano de expansão com manutenção de vendas e margens; (ii) incapacidade de manter a atratividade das coleções, bem como falha na manutenção correta de estoque, em especial de peças com maior risco modal; (iii) novas medidas de restrição ao comércio físico; e (iv) acirramento da concorrência no ambiente digital.

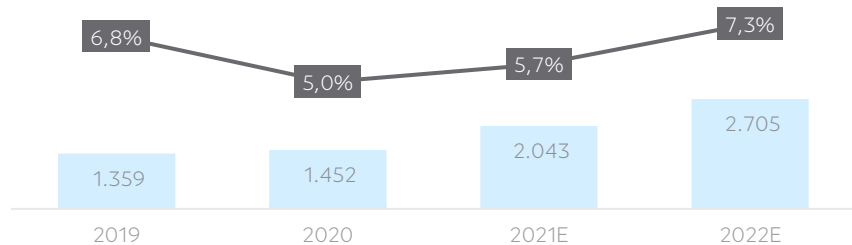
# Seleção Varejo: Magazine Luiza

Selecionamos Magazine Luiza para compor a Seleção BB 2022, considerando que o segmento de bens duráveis deve ser beneficiado diante de perspectivas de retomada do crescimento do consumo a partir do 2S22.



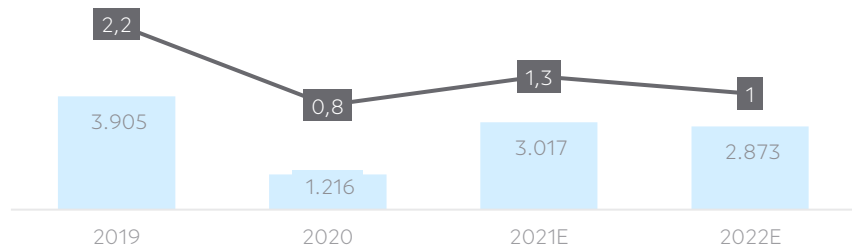
## EBITDA e Margem EBITDA

R\$ milhões e %



## Caixa líquido e Caixa Líquido/EBITDA

R\$ milhões e vezes



Fonte: Magazine Luiza, BB Investimentos.

## Tese de Investimento

Os papéis de Magazine Luiza foram os que sofreram maior desvalorização no segmento de varejo em 2021 (até o fechamento deste relatório), reflexo da piora do cenário para consumo de bens duráveis diante da pressão sobre a poder de compra das famílias. Além disso, os resultados referentes ao 3T21 trouxeram um desempenho inferior ao esperado pelos investidores, deixando claro que a companhia não passaria incólume ao ambiente menos propenso às vendas, ainda que seus fundamentos não tenham sido alterados.

A queda acentuada das ações em 2021, combinada com a expectativa de que, a partir do 2S22, à medida em que observemos sinais positivos de arrefecimento da inflação e início de um movimento de redução da taxa de juros, os papéis relacionados ao consumo de bens duráveis voltem ao radar dos investidores, nos impeliu a selecionar a Magazine Luiza para o Top Picks 2022.

Vale destacar ainda a boa execução da estratégia da companhia, combinando crescimentos robustos com rentabilidade, além do foco na diversificação de sortimento, investimentos em logística, desenvolvimento de soluções financeiras e de soluções para os vendedores do marketplace.

## Riscos

(i) Resultados dos investimentos em aquisição de clientes e logística omnicanal aquém dos esperados; (ii) incapacidade de atrair e reter os melhores vendedores em sua plataforma de marketplace; (iii) incapacidade de escalar e rentabilizar soluções financeiras com rentabilidade; e (iv) acirramento da concorrência on-line.

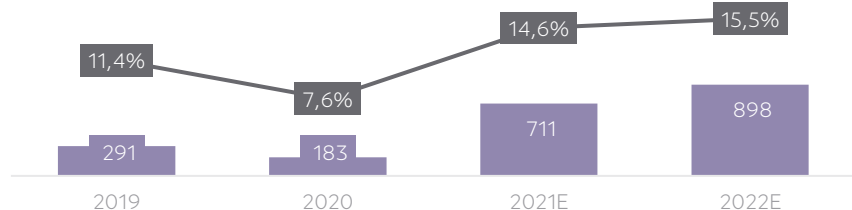
# Seleção Varejo: Grupo SBF

Apesar dos fortes resultados que o Grupo vem apresentando, os papéis SFBG3 ainda estão bastante descontados e contam com boas perspectivas para 2022, razão pela qual indicamos para compor a Seleção BB 2022.



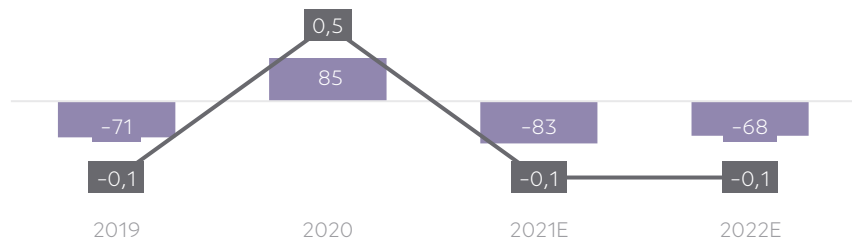
## EBITDA e Margem EBITDA

R\$ milhões e %



## Dívida líquida e Dívida líquida/EBITDA

R\$ milhões e vezes



Fonte: Grupo SBF, BB Investimentos.

## Tese de Investimento

\_O Grupo SBF tem por foco estratégico fomentar o seu ecossistema esportivo, tendo elencado como prioridades atuar: (i) na melhoria da experiência dos clientes nos canais digitais e aumento da capacidade de distribuição da Centauro; (ii) na oferta de produtos em *marketplace* de terceiros e criação de uma plataforma omnicanal na Fisia; e (iii) na atração orgânica de demanda por meio da criação e da produção de conteúdo.

\_Indicamos o Grupo SBF para compor a Seleção BB 2022, por entendermos que a companhia possui fortalezas que devem contribuir para um bom desempenho frente aos pares de mercado em um cenário macroeconômico difícil, dentre as quais destacamos a evolução do seu **ecossistema esportivo** com uma parceria firmada com a Nike, ao final de 2020, por meio da qual o Grupo adquiriu a Fisia e tornou-se distribuidora exclusiva da Nike no Brasil.

\_Essa parceria colocou o Grupo em uma posição mais vantajosa para enfrentar eventuais novas restrições às operações (mesmo que pouco provável) de forma mais resiliente. Combinado a isso, vemos também um ano positivo para o segmento de artigos esportivos em função da realização da Copa do Mundo de futebol em 2022, além do Grupo estar negociando a múltiplos bastante descontados, em nossa visão.

## Riscos

(i) Atrasos no plano de expansão e rentabilidade das novas lojas inferior ao esperado; (ii) novos fechamentos do comércio físico impactando suas receitas e margens; (iii) incapacidade de rentabilizar as novas divisões de negócios; e (iv) contração econômica mais forte do que o esperado para o país.



# Imobiliário

Dezembro 2021

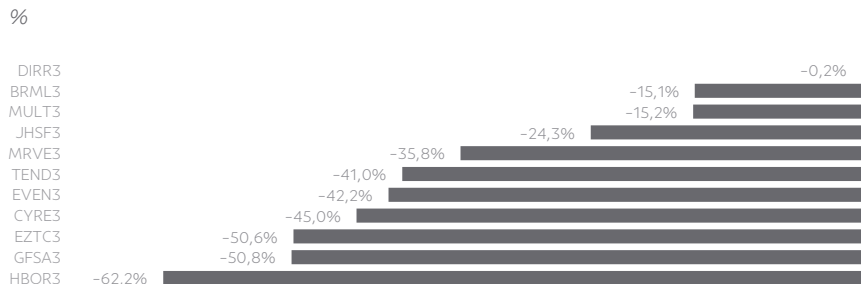
Por **Kamila Oliveira, CNPI**



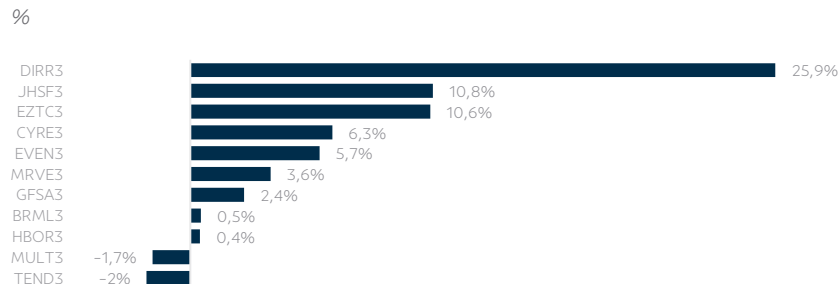


Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2022 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2022e	P/L Média 5 anos	P/VP 2022e	P/VP Média 5 anos
CYRELA BRAZIL REALTY	CYRE3	15,51	32,50	109,5%	Compra	6.080,1	425,1	5,6	15,8	0,9	1,2
DIRECIONAL ENGENHARIA	DIRR3	12,43	18,40	48,0%	Compra	1.846,5	143,8	7,2	10,8	1,5	1,0
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORA	EVEN3	6,46	-	-	-	1.346,2	-835,7	5,4	52,4	0,7	0,9
EZ TEC EMPREENDIMENTOS E PAR	EZTC3	20,90	-	-	-	4.635,3	-1.060,8	7,4	17,0	1,0	1,6
GAFISA	GFA3	2,14	-	-	-	708,6	318,8	-	176,0	0,4	0,6
HELBOR EMPREENDIMENTOS	HBOR3	4,60	-	-	-	598,3	979,7	3,0	26,9	0,4	0,9
<b>MRV ENGENHARIA</b>	<b>MRVE3</b>	<b>11,69</b>	<b>23,60</b>	<b>101,9%</b>	<b>Compra</b>	<b>5.514,4</b>	<b>1.956,9</b>	<b>7,2</b>	<b>8,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>
CONSTRUTORA TENDA	TEND3	17,69	27,70	56,6%	Compra	1.818,7	-148,3	7,2	8,7	1,1	1,4
BR MALLS PARTICIPACOES	BRML3	8,41	12,20	45,1%	Compra	7.177,2	3.859,2	13,6	17,1	0,6	0,9
JHSF PARTICIPACOES	JHSF3	5,56	10,50	88,8%	-	3.794,8	1.087,0	6,8	17,1	0,8	0,8
<b>MULTIPLAN EMPREENDIMENTOS</b>	<b>MULT3</b>	<b>19,95</b>	<b>26,00</b>	<b>30,3%</b>	<b>Compra</b>	<b>11.750,9</b>	<b>2.019,2</b>	<b>18,8</b>	<b>26,3</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>

## Performance em 2021



## Performance 1 mês



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 17/12/2021)

# Imobiliário: Incorporadoras

Apesar de desempenhos recordes de vendas e lançamentos, os papéis do setor imobiliário foram fortemente impactados pela piora nas perspectivas de retomada econômica doméstica ao longo do ano.

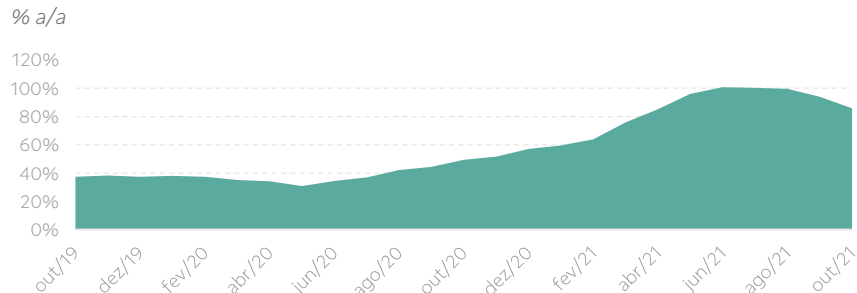


\_O ano de 2021 começou com perspectivas positivas, amparadas na tendência de recuperação que vinha sendo desenhada no último trimestre de 2020, ainda beneficiada pelos baixos juros para financiamento imobiliário e pela demanda reprimida desde a última crise, com o setor se mostrando resiliente mesmo durante a pandemia. Apesar da performance positiva em contratações e de diversas companhias apresentarem números recordes em vendas e lançamentos, as ações das incorporadoras sofreram uma desvalorização acentuada ao longo de 2021, reflexo da piora das perspectivas para o setor em decorrência da elevação da taxa de juros, principalmente, o que reduz a capacidade de pagamento de prestações dos financiamentos pelas famílias, e levou o mercado a estimar menor crescimento para as incorporadoras nos próximos anos. Com isso, o Índice Imobiliário acumulou queda próxima de 30%, enquanto o Ibovespa recuou quase 10% no mesmo período.

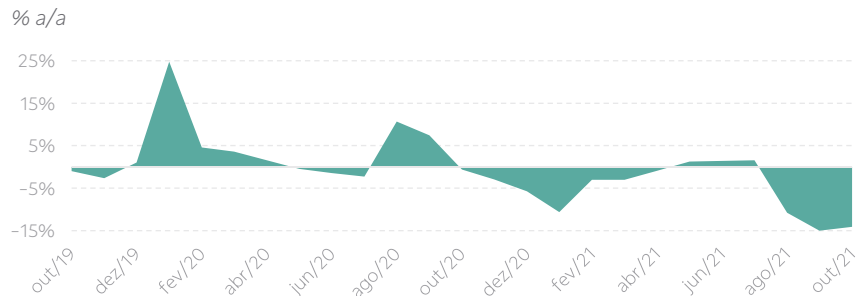
\_Em 2022, acreditamos que a elevação da taxa de juros deve ocasionar um arrefecimento das vendas, além de ainda haver uma pressão da inflação elevada sobre os custos. Entendemos, contudo, que esse cenário já está em boa parte refletido nos preços correntes dos papéis do setor imobiliário, e que qualquer sinalização positiva de redução da pressão inflacionária e consequente início do movimento de redução da taxa de juros deve impulsionar o desempenho dos papéis das incorporadoras. Além disso, esperamos que o segmento de baixa renda continue sendo favorecido pelo desenrolar do novo programa habitacional Casa Verde e Amarela, com a redução dos riscos de interrupção nas contratações, o que pode favorecer companhias expostas a esse segmento de incorporação.

Fonte: Abecip, FGTS.

## Variação Contratações UDM – Recursos Poupança (SBPE)



## Variação das Contratações UDM – Recursos FGTS



# Imobiliário: Incorporadoras

Apesar da melhoria gradual do nível de emprego, as expectativas de curto prazo do setor vem sendo ofuscadas pelas perspectivas de alta de juros e inflação nos custos, o que esperamos que se reverta a partir do 2S22.

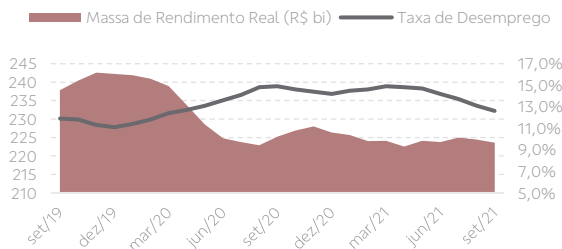


## Emprego

\_Apesar da gradual redução do nível de desemprego (-2,3 p.p. a/a em set/21), a renda real segue comprimida (-0,7% a/a em set/21), reflexo da pressão inflacionária sobre a renda das famílias. A recuperação do mercado de trabalho é fundamental para manter a demanda por imóveis, razão pela qual a redução gradual do desemprego e a melhora da massa de rendimentos deve contribuir positivamente para o setor.

## Massa de rendimento real e Tx. Desemprego

R\$ bi e %



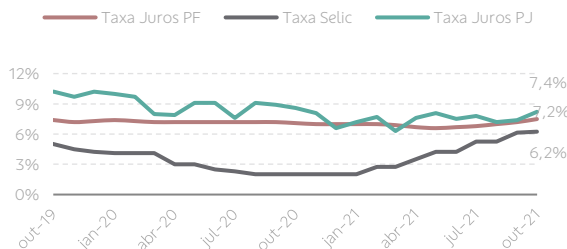
Fonte: Caged, Bacen, FGV Ibre.

## Taxas de Juros

\_Em outubro, a taxa de juros para pessoas físicas e jurídicas para financiamento habitacional ficaram em 7,5% (+0,5 p.p. a/a) e 8,2% (+0,1 p.p. a/a), respectivamente. O aumento da taxa de juros não tem acompanhado o aumento da taxa Selic na mesma proporção. Entretanto, apesar das taxas para financiamento se manterem em patamares historicamente baixos, cada aumento desse indicador impacta negativamente na capacidade de pagamento dos consumidores.

## Taxa de Juros X Taxa Selic

%

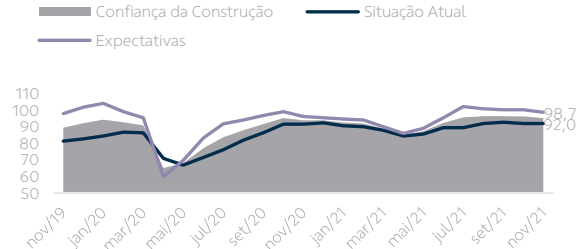


## Dados de Confiança

\_Em novembro, o Índice de Confiança da Construção (ICST), medido pela FGV Ibre, caiu 0,8 pontos, atingindo 95,3 pontos, a segunda queda consecutiva, refletindo perspectivas piores para o setor em função da alta das taxas de juros e inflação e dos custos. Conforme esses indicadores mostrem sinais de reversão, esperamos uma gradual melhoria nos índices de confiança.

## Índice Confiança da Construção – ICST

Pontos



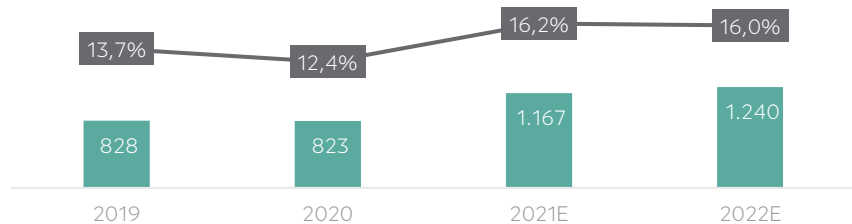
# Seleção Incorporadoras: MRV

A MRV foi selecionada para compor a Seleção BB 2022 devido à diversificação de receita da companhia, com potencial para ganho de participação de mercado.



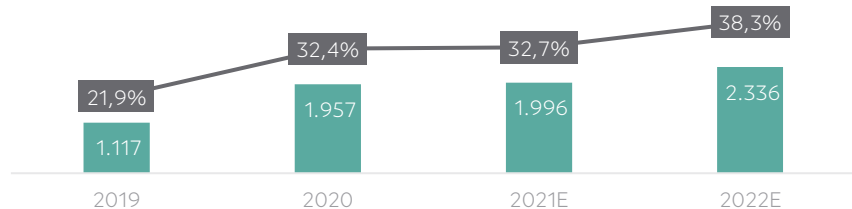
## EBITDA e Margem EBITDA

R\$ milhões e %



## Dívida Líquida e Dívida Líquida/Patrimônio Líquido

R\$ milhões e %



Fonte: BB Investimentos, MRV.

## Tese de Investimento

\_ 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 2022, acreditamos na continuidade de lançamentos e manutenção de ganho de participação no mercado equivalente ao que obteve ao longo dos últimos anos, além da evolução da estratégia de diversificação de produtos que vem se provando bem-sucedida.

\_ Ademais, esperamos que as vendas da Luggo impulsionem os resultados nos próximos trimestres à medida que as vendas avançam, bem como da subsidiária americana AHS, com ganhos em dólar.

## Riscos

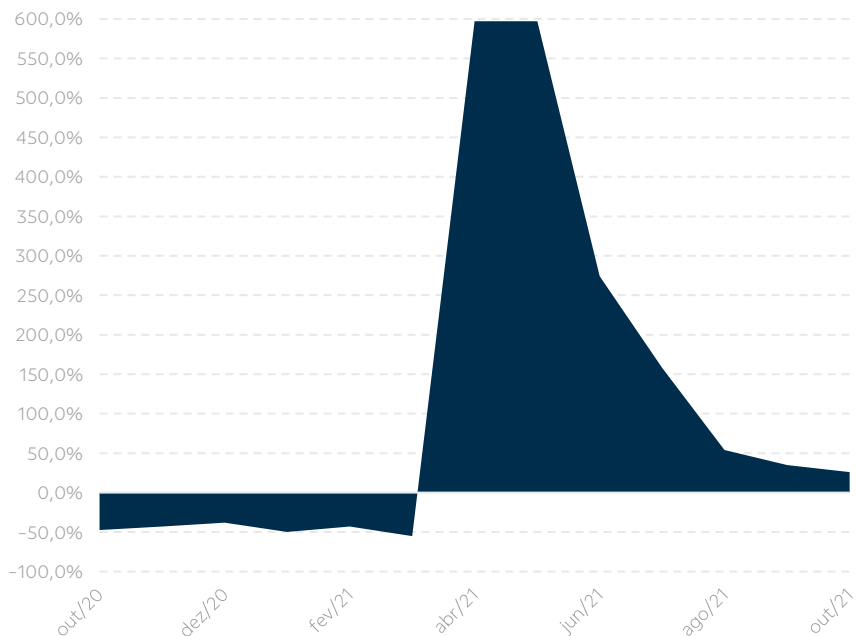
(i) Falta de disponibilidade de crédito no programa Casa Verde e Amarela; (ii) custos de construção mais altos do que o esperado; (iii) atraso na aprovação dos projetos; (iv) maiores taxas de juros, reduzindo o apetite por financiamentos imobiliários; (v) ritmo menor que o esperado de vendas de estoque; e (vi) volatilidade cambial, afetando o segmento AHS *Residential*, que opera nos Estados Unidos.

# Imobiliário: Shoppings

Apesar da melhoria dos indicadores na comparação anual (levando em conta a fraca base comparativa de 2020), as ações de shoppings apresentaram desempenho inferior ao do Ibovespa, refletindo a piora nas percepções com relação à recuperação da economia doméstica.

## Índice de Visitas aos Shopping Centers – IVSC

% a/a



Fonte: BB Investimentos, FX Retail Analytics.

\_Embora o setor de shoppings tenha sido um dos mais afetados pela pandemia, o ano de 2021 começou com perspectivas positivas, amparadas na tendência de recuperação que vinha sendo desenhada no último trimestre de 2020. E, apesar do aumento de casos de Covid-19 no país culminarem com o retorno das restrições de funcionamento dos shoppings no 1T21, os resultados referentes ao 2T21 ainda apresentaram melhoria dos indicadores operacionais, sinalizando a continuidade da recuperação iniciada no final do ano anterior, reforçada pela aceleração da vacinação e flexibilização dos horários de funcionamento dos estabelecimentos, com incremento do fluxo de visitantes nos empreendimentos, crescimento das receitas, queda nos indicadores de inadimplência e de vacância. Apesar disso, os papéis dos shoppings sofreram queda superior ao Ibovespa no acumulado de 2021, refletindo a intensificação das preocupações envolvendo a retomada do crescimento da economia doméstica.

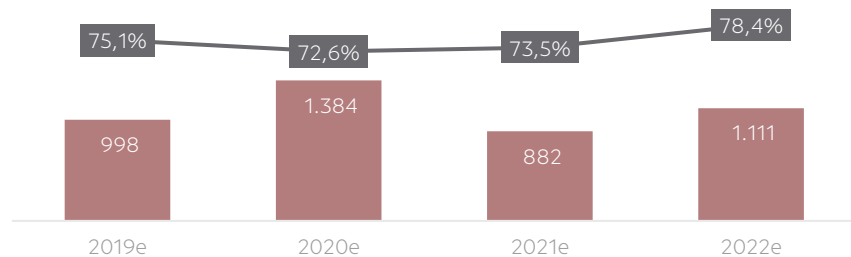
\_Em 2022, considerando que não haja mais restrições relacionadas à pandemia, entendemos que possa haver recuperação no setor, porém ainda com muitos desafios. Como o segmento de shoppings é altamente dependente de um nível razoável de emprego e renda, os elevados níveis inflacionários, que estão corroendo o poder de compra do consumidor, somado ao alto nível de taxa de juros, devem impedir um crescimento mais vigoroso nas vendas, motivo pelo qual não indicamos nenhuma empresa do segmento para compor nossa Seleção BB 2022. Como contraponto a esse cenário mais pessimista para o segmento, entendemos que uma possível retomada na atividade a partir do 2S22 pode contribuir para um resultado melhor, com chances de redução dos descontos concedidos aos lojistas e incremento nas atividades de lazer e serviços.

# Seleção Shoppings: Multiplan

Apesar do cenário desafiador para o consumo doméstico, o robusto portfólio de shoppings da Multiplan, combinado com múltiplos descontados, coloca a companhia em posição atrativa para capturar a atenção dos investidores em 2022.

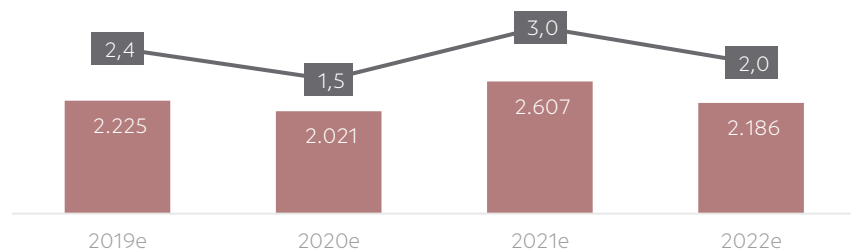
## EBITDA\* e Margem EBITDA\*

R\$ milhões e %



## Dívida líquida e Dívida líquida/EBITDA

R\$ milhões e vezes



Fonte: Multiplan, BB Investimentos. (\*ex - plano de opções de ações)

## Tese de Investimento

\_A tese de investimento da Multiplan consiste: (i) na expansão de ABL; (ii) na melhora da taxa de ocupação e de vendas/m<sup>2</sup>, refletindo a recuperação após a flexibilização das restrições em virtude do covid-19; e (iii) nas vendas referentes a fase 1 do residencial Golden Lake.

\_Ainda que o cenário atual seja de cautela, continuamos confiantes na capacidade da companhia em capturar bons resultados por meio do aumento nas vendas, lançamentos e expansões no segmento em que atua, com destaque para a inauguração do shopping ParkJacarepaguá, que já conta com mais de 95% da sua ABL (área bruta locável) locada, e do lançamento da primeira fase do residencial Golden Lake.

\_Conforme observemos sinais positivos de arrefecimento da inflação sobre o poder de consumo das famílias, esperamos que os investidores voltem suas atenções às companhias ligadas à recuperação do consumo doméstico, com destaque para a Multiplan, dado o seu robusto portfólio de ativos.

## Riscos

(i) Recuperação da economia doméstica mais lenta que a esperada; (ii) dificuldade em manter o mix de lojas, levando à queda da taxa de ocupação; (iii) novas ondas de aumento de casos de Covid-19 que desencadeiem medidas de isolamento social e fechamento do comércio físico em Estados e municípios; (iv) o aumento menor do que o esperado na taxa de ocupação e do aluguel/m<sup>2</sup>; (v) vendas abaixo do esperado tanto nos shoppings quanto nas unidades do residencial; e (vi) atrasos nos pagamentos e inadimplência.



# Educação e Saúde

Dezembro 2021

Por **Melina Constantino, CNPI**

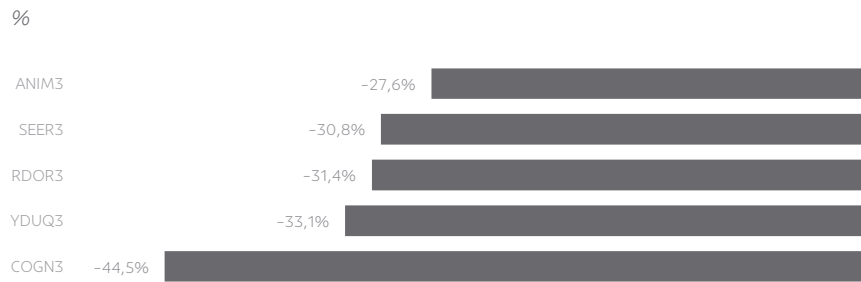
# Educação e Saúde

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB 2022: RDOR3.

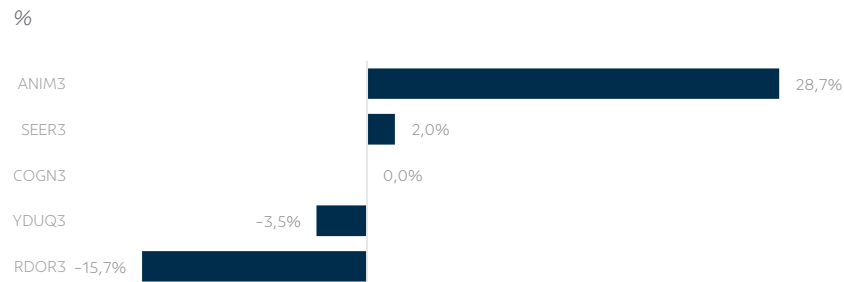


Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2022 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2022e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2021e	EV/EBITDA Média 5 anos
ANIMA HOLDING	ANIM3	8,69	-	-	-	3.453,1	39,5	13,7	16,9	6,6	8,7
COGNA EDUCACAO	COGN3	2,57	4,50	75,1%	Neutra	4.729,0	6.056,9	-	350,8	8,7	8,7
SER EDUCACIONALA	SEER3	10,53	-	-	-	1.329,7	561,0	11,2	12,5	3,8	7,1
YDUQS PARTICIPACOES	YDUQ3	21,69	35,00	61,4%	Compra	6.617,6	3.221,8	13,1	11,8	5,8	7,9
<b>REDED'OR SAO LUIZ</b>	<b>RDOR3</b>	<b>45,88</b>	<b>74,00</b>	<b>61,3%</b>	<b>Compra</b>	<b>91.371,2</b>	<b>11.449,1</b>	<b>38,2</b>	<b>52,0</b>	<b>16,1</b>	<b>24,7</b>

## Performance em 2021



## Performance 1 mês



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos. (Fechamento em 17/12/2021)

# Educação

Setor diretamente ligado ao cenário doméstico e influenciado por indicadores de emprego e renda. Apesar da piora recente das expectativas de crescimento econômico no Brasil, alguns dados sinalizam melhores perspectivas.

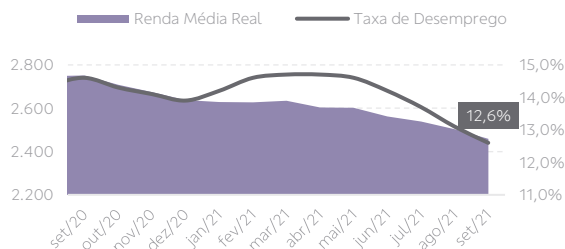


\_Para o setor de educação, as boas notícias do avanço da vacinação contra o Covid-19 e a reabertura da economia em 2021 acabaram ofuscadas pela deterioração do cenário econômico doméstico, especialmente no segundo semestre do ano. Fatores como (i) a piora das expectativas de crescimento da economia brasileira em 2022; (ii) a queda da renda real das famílias; e (iii) o desemprego elevado, levaram a perspectivas bastante desafiadoras para o setor educacional privado, mesmo com alguns dados mais positivos de alguns indicadores, como o resultado do saldo mensal de empregos formais, por exemplo – positivo desde janeiro – e a taxa de desemprego em trajetória descendente nos últimos trimestres. O ensino digital ganhou extrema relevância durante a pandemia, e a modalidade também tem sido uma importante alternativa ao Fies, já que possui mensalidades mais baratas – característica relevante em tempos de crise econômica. As companhias têm ajustado sua estrutura de custos para retomar a rentabilidade diante da queda de receitas, enquanto a captação de alunos no presencial já apresentou sinais de retomada nos últimos trimestres, mas acreditamos que os riscos e incertezas do cenário doméstico afetarão de forma relevante as empresas do setor educacional em 2022.

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

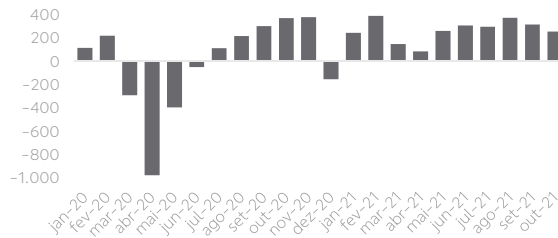
## Taxa de Desemprego e Renda Real

R\$ (eixo esquerdo) e %



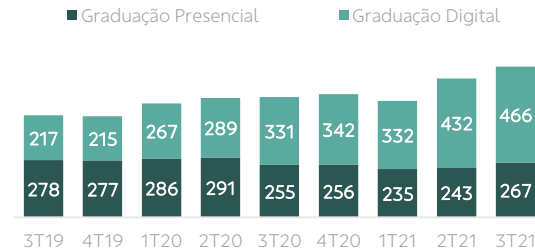
## Saldo Mensal de Empregos Formais

Milhares



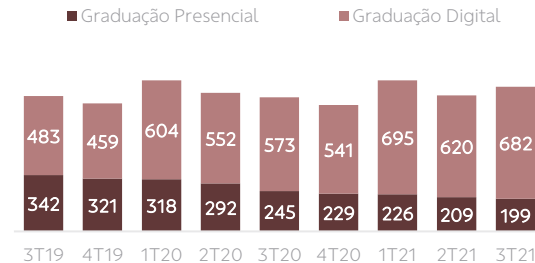
## Yduqs – Alunos no ensino superior

Milhares



## Cogna – Alunos no ensino superior

Milhares



Mesmo com a piora de expectativas de curto prazo para economia brasileira, o setor de saúde tem fundamentos de médio e longo prazos que se consolidaram ainda mais com a pandemia.

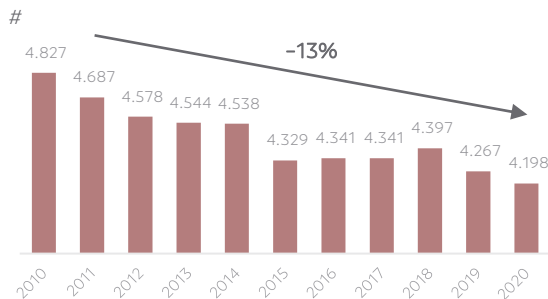


\_O percentual de beneficiários de planos privados de saúde do tipo “coletivo empresarial” é de aproximadamente 68,5% do total, o que favorece a correlação histórica entre a taxa de desemprego e o número de beneficiários de planos de saúde privados. Porém, com o aumento do trabalho informal e com a priorização de cuidados com a saúde no dispêndio das famílias, ainda mais intensificado durante a pandemia, esta correlação pode não ser mais tão verdadeira – tanto que o número de beneficiários tem crescido nos últimos meses, e é o maior desde março de 2016, mesmo com a piora das condições econômicas da população. Em 2021, diversas empresas do setor de saúde abriram capital na B3, e muitas operações de fusões e aquisições no setor foram anunciadas, especialmente no segmento de hospitais privados.

\_A densidade de leitos por mil habitantes no Brasil é decrescente, de acordo com a Federação Brasileira de Hospitais, mesmo diante do já esperado envelhecimento da população – que normalmente demanda mais cuidados com saúde, na comparação com a população mais jovem. Assim, os fundamentos de médio e longo prazo para o setor permanecem atrativos.

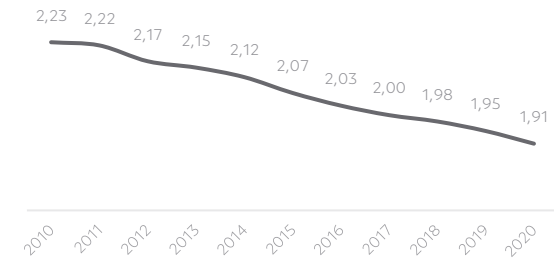
Fonte: ANS, IBGE, Federação Brasileira de Hospitais – FBH, BB Investimentos.

## Total de hospitais privados no Brasil



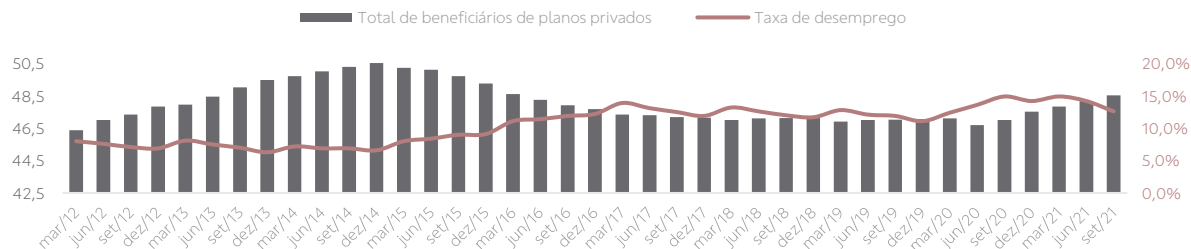
## Densidade de leitos totais

# leitos por 1000 habitantes no Brasil



## Beneficiários e planos de saúde e desemprego

Milhares e %



# Seleção Saúde: Rede D'Or

A Rede D'Or é uma empresa líder no segmento de hospitais privados e possui um plano de crescimento bastante robusto. Após completar um ano de sua estreia na B3, as ações passaram a recuar significativamente apesar dos fundamentos permanecerem atrativos.

## Tese de Investimentos

Os principais pilares da tese de investimentos da Rede D'Or estão relacionados à sua liderança de mercado, sua estratégia de crescimento, ganhos de escala e rentabilidade. A fragmentação do mercado hospitalar privado favorece as grandes empresas do setor, e a Rede D'Or tem liderado o movimento de consolidação: a empresa já adquiriu mais de 2 mil leitos após a sua abertura de capital, que ocorreu há cerca de um ano, e possui diversos projetos de expansão orgânica. Além disso, a Rede D'Or atua em outros setores da saúde privada, por meio dos quais obtém diversas sinergias, que resultam em um verdadeiro ecossistema de saúde. Apesar da piora dos indicadores macroeconômicos tornar empresas com teses de crescimento menos atrativas (na visão risco vs retorno), enxergamos a Rede D'Or como uma empresa já madura, com histórico bem sucedido de aquisições e crescimento orgânico, além do foco em gerar rentabilidade. Mesmo que resultados de curto prazo possam ser pressionados por custos fixos mais elevados – em razão da estrutura para o combate à Covid-19, em vigor desde o início da pandemia – vemos potencial de valorização das ações da companhia e por isso a indicamos em nossa Seleção.

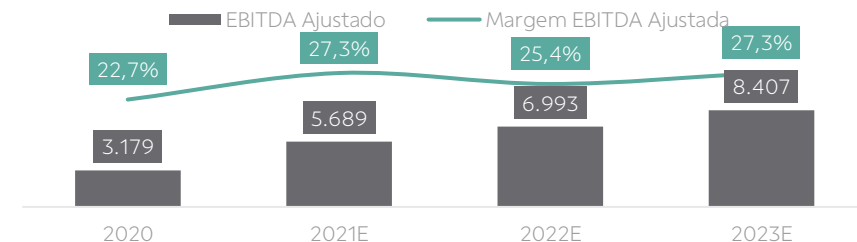
## Riscos

(i) Taxa de retorno do capital investido menor do que o estimado; (ii) manutenção do bom relacionamento com os seus parceiros comerciais; (iii) mudanças regulatórias para o setor hospitalar privado; e (iv) eventos que podem afetar a reputação da marca dos hospitais da rede.

Fonte: Rede D'Or, BB Investimentos.

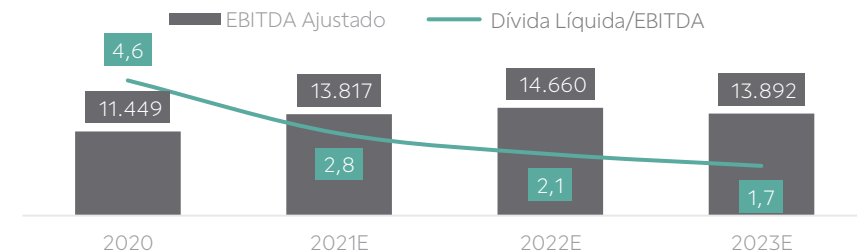
## EBITDA Ajustado e Margem EBITDA Ajustado

R\$ milhões e %



## Dívida Líquida e Dívida Líquida/EBITDA

R\$ milhões e x



# Disclaimer

Informações relevantes.



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

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

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

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

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

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

# Disclaimer

Informações relevantes: analistas de valores mobiliários.



## Declarações dos Analistas

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

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

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

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

Analistas	Itens					
	1	2	3	4	5	6
Catherine Kiselar	X	X	-	-	-	-
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	-	-	-	-
Leonardo Nitta	X	X	X	-	-	-
Mary Silva	X	X	X	-	-	-

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



# Disclaimer

Informações relevantes: analistas de valores mobiliários.



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

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

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

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

## RATING

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

# Disclaimer

Mercado de Capitais | Equipe de Research



## Diretor

Francisco Augusto Lassalvia  
[lassalvia@bb.com.br](mailto:lassalvia@bb.com.br)

## Estratégia de Renda Variável e Renda Fixa

**Especialista:** Leonardo Nitta  
[leonardo.nitta@bb.com.br](mailto:leonardo.nitta@bb.com.br)

Catherine Kiselar  
[ckiselar@bb.com.br](mailto:ckiselar@bb.com.br)

Hamilton Moreira Alves  
[hmoreira@bb.com.br](mailto:hmoreira@bb.com.br)

José Roberto dos Anjos  
[robertodosanjos@bb.com.br](mailto:robertodosanjos@bb.com.br)

Renato Odo  
[renato.odo@bb.com.br](mailto:renato.odo@bb.com.br)

## Gerente Executivo

Alfredo Savarego  
[alfredosavarego@bb.com.br](mailto:alfredosavarego@bb.com.br)

## Renda Variável

**Agronegócios, Alimentos e Bebidas**  
Mary Silva  
[mary.silva@bb.com.br](mailto:mary.silva@bb.com.br)

Melina Constantino  
[mconstantino@bb.com.br](mailto:mconstantino@bb.com.br)

**Bancos e Serv. Financeiros**  
Henrique Tomaz, CFA  
[htomaz@bb.com.br](mailto:htomaz@bb.com.br)

Rafael Reis  
[rafael.reis@bb.com.br](mailto:rafael.reis@bb.com.br)

**Educação e Saúde**  
Melina Constantino  
[mconstantino@bb.com.br](mailto:mconstantino@bb.com.br)

**Imobiliário**  
Kamila Oliveira  
[kamila@bb.com.br](mailto:kamila@bb.com.br)

## Óleo e Gás

Daniel Cobucci  
[cobucci@bb.com.br](mailto:cobucci@bb.com.br)

**Sid. e Min, Papel e Celulose**  
Mary Silva  
[mary.silva@bb.com.br](mailto:mary.silva@bb.com.br)

**Transporte e Logística**  
Renato Hallgren  
[renatoh@bb.com.br](mailto:renatoh@bb.com.br)

**Utilities**  
Rafael Dias  
[rafaeldias@bb.com.br](mailto:rafaeldias@bb.com.br)

**Varejo**  
Georgia Jorge  
[georgiadaj@bb.com.br](mailto:georgiadaj@bb.com.br)

**Fundos Imobiliários**  
Richard Ferreira  
[richardi@bb.com.br](mailto:richardi@bb.com.br)

## Gerentes da Equipe de Pesquisa

Wesley Bernabé, CFA  
[wesley.bernabe@bb.com.br](mailto:wesley.bernabe@bb.com.br)

Victor Penna  
[victor.penna@bb.com.br](mailto:victor.penna@bb.com.br)

## Equipe de Vendas

Contatos  
[bb.distribuicao@bb.com.br](mailto:bb.distribuicao@bb.com.br)  
[acoes@bb.com.br](mailto:acoes@bb.com.br)

Gerente – Henrique Reis  
[henrique.reis@bb.com.br](mailto:henrique.reis@bb.com.br)

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

## 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  
Marco Aurélio de Sá  
Leonardo Jafet