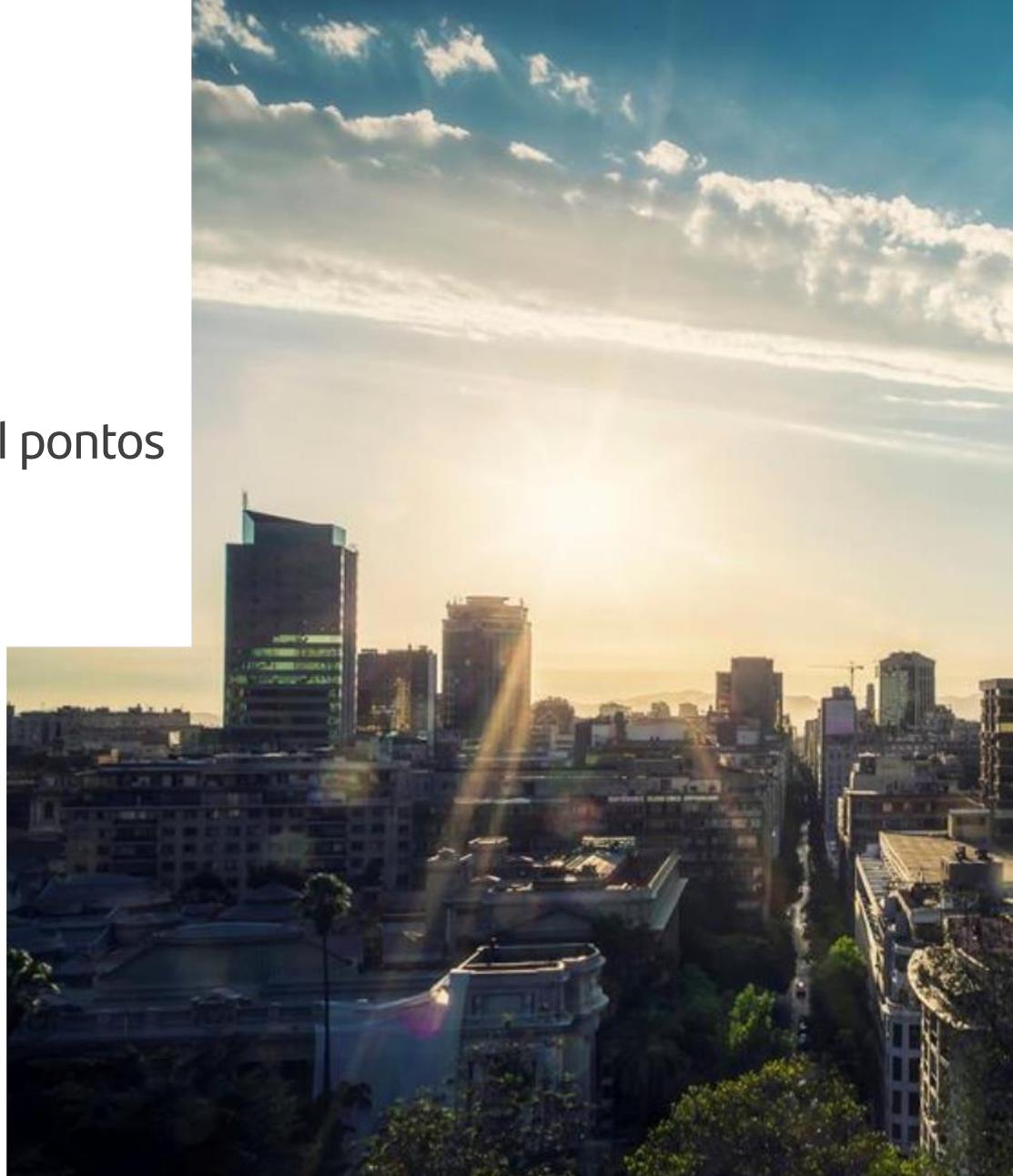


Estratégia Brasil

Perspectivas para 2024

Introduzindo o Preço-Alvo de 160 mil pontos para o Ibovespa (2024E)

Aline de Souza Cardoso
Luane Fontes, CFA
Guilherme Bellizzi Motta



Índice

Introdução

1. *Soft Landing: Uma Virada Positiva para as Ações*
2. *Crescimento do LPA e Alavancagem: Acreditamos que o Pior já Passou*
3. *Valuation e Posicionamento*
4. *Temas para 2024: Compounders – Tese Secular, Valuation Cíclico*
5. *Temas para 2024: Momentum*
6. *Temas para 2024: Small Caps x Ibovespa*
7. *Carteira Recomendada*
 - *Preço-Alvo do Ibovespa de 160 mil pontos (2024E)*
8. *Perspectivas Setoriais*

Perspectivas para 2024

- Em junho de 2023, previmos um *bull market* cíclico para as ações brasileiras, devido ao ciclo de afrouxamento de juros no Brasil. Desde então, o Ibovespa acumula alta de 15%, mas ainda vemos espaço para um rali mais forte, com o Ibovespa chegando aos 160 mil pontos até 2024E.
- Nossa visão positiva é baseada em:
 - **O ciclo contínuo de flexibilização do Banco Central do Brasil (BCB)**, com a taxa Selic chegando a 9,5% até 2024E;
 - A crescente probabilidade de um ***soft landing* na economia dos EUA**, o que deve levar o Fed a cortar juros no 2S24;
 - Apesar do rali, os ***valuations* seguem atraentes**. O IBOV está negociando a um P/L 12 meses à frente de 8x, ainda 1 desvio padrão abaixo da média de 15 anos e nem mesmo precificando os níveis atuais de rendimentos reais de 10 anos;
 - **O pior em termos de crescimento do LPA já passou**. Depois de cair ~20% em 2023E, esperamos ver os lucros se recuperando em 15% em 2024, com a maior parte da recuperação liderada por nomes domésticos;
 - **Posicionamento ainda leve**: De acordo com nosso novo *Santander Sentiment Index*, os maiores *hedge funds* do Brasil ainda não estão significativamente alocados em ações;
 - **Temas que gostamos para 2024: (a) Compounders; (b) Momentum e (c) Small Caps x Ibovespa.**

Perspectivas para 2024

➤ **Riscos: O que poderia prejudicar nossa tese positiva?**

➤ **EUA**

- Pressões inflacionárias mais fortes e duradouras poderiam levar o Fed a um aperto monetário ainda mais rigoroso;
- Possível estresse financeiro poderia agravar ainda mais a desaceleração econômica global.

➤ **Brasil**

- Risco de deterioração fiscal se alguns ganhos recentes de arrecadação se mostrarem temporários;
- Uma postura mais expansionista do lado dos gastos;
- Perda de credibilidade mais ampla no processo de consolidação e ancoragem fiscal, causando deterioração das condições financeiras;
- Desaceleração global severa, prejudicando os preços das *commodities*;
- Risco do ciclo de lucros decepcionar, uma vez que o consenso espera que as margens EBIT fiquem acima da tendência em 2024 e 2025, como mostrado na seção *Crescimento de LPA* deste relatório.

Soft Landing: Uma Virada Positiva para as Ações

01

Perspectivas para os EUA

Tendências recentes indicam que a probabilidade de um cenário de *soft landing* aumentou.

➤ Inflação

- A combinação de uma política monetária e condições financeiras mais apertadas, juntamente com interrupções na cadeia de suprimentos sendo remediadas, levou a uma moderação significativa tanto na inflação global quanto no núcleo da inflação em economias desenvolvidas e emergentes.
- Esperamos que o núcleo da inflação esteja em torno de 2,5% até 2024E nos EUA e que os efeitos defasados da política monetária tornem menos provável um aumento subsequente na taxa de juros.

➤ Mercado de Trabalho

- O mercado de trabalho dos EUA passou por um conjunto de choques sem precedentes durante a pandemia, e uma recuperação mais rápida do que o esperado resultou em escassez aguda de mão-de-obra.
- A oferta/demanda de trabalhadores está gradualmente atingindo um melhor equilíbrio, regressando a patamares consistentes com as tendências pré-pandemia. Esperamos moderação contínua em 2024, com a taxa de desemprego atingindo cerca de 4,25-4,50% até 2024E.

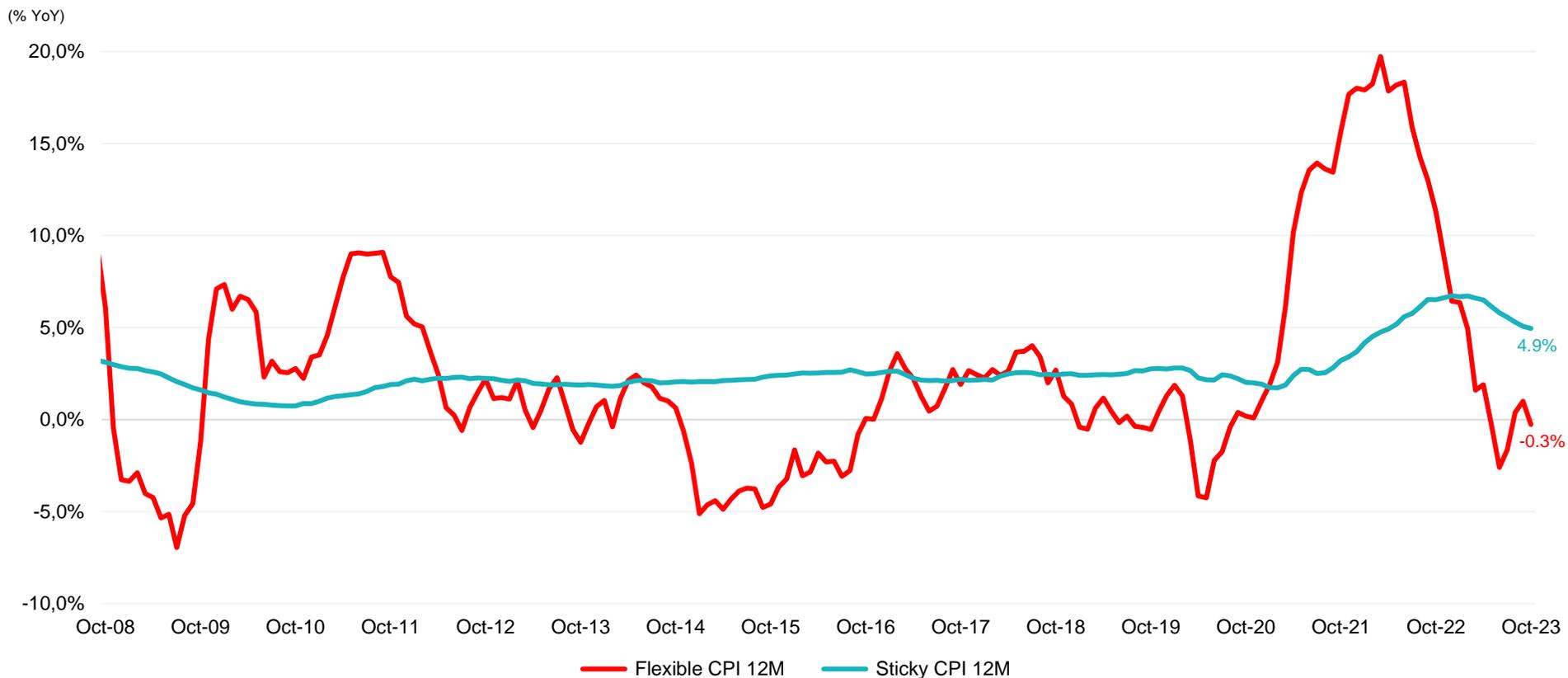
➤ Desaceleração da atividade econômica

- De acordo com o Livro Bege do Fed, o aumento da sensibilidade aos preços ao consumidor levou a uma desaceleração da atividade econômica, principalmente na forma de queda nas vendas de bens duráveis e discricionários. Além disso, alguns bancos estão observando um aumento na inadimplência de empréstimos e processos de falência.
- A extensão total de uma desaceleração econômica deve levar alguns trimestres para se manifestar, em nossa opinião, já que ainda esperamos um momento positivo após a força incomum da atividade econômica do 3T23 (crescimento real anualizado do PIB de +5,2%).

EUA – Inflação

CPI (preços rígidos) do Fed de Atlanta continua com tendência de queda

Consumer Price Index (CPI) baseado na frequência de ajuste de preços

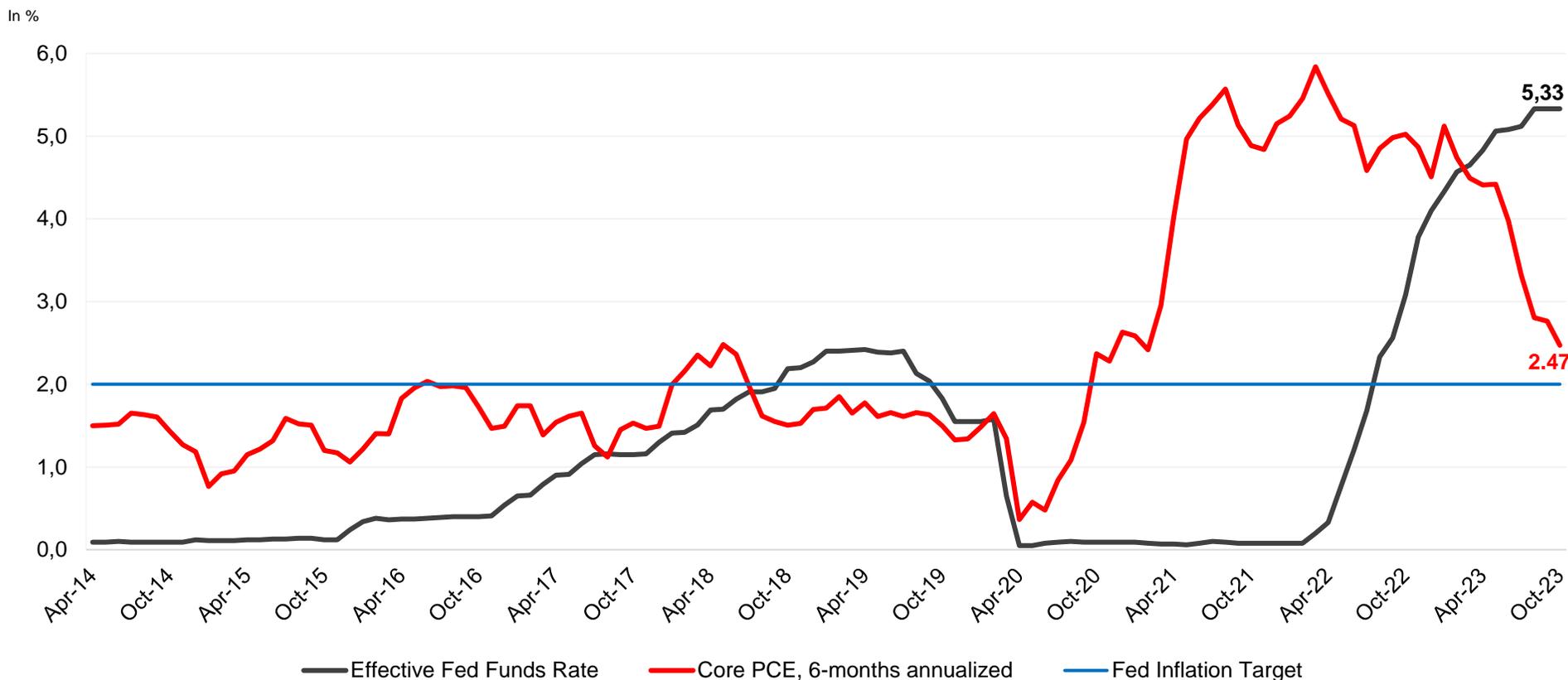


Fontes: Atlanta FED e Santander. Atualizado em 11/12/2023.

EUA – Taxas de Juros

Aperto das condições financeiras

Mind the Gap: Taxa efetiva dos *Fed Funds* e núcleo do PCE, anualizado semestralmente

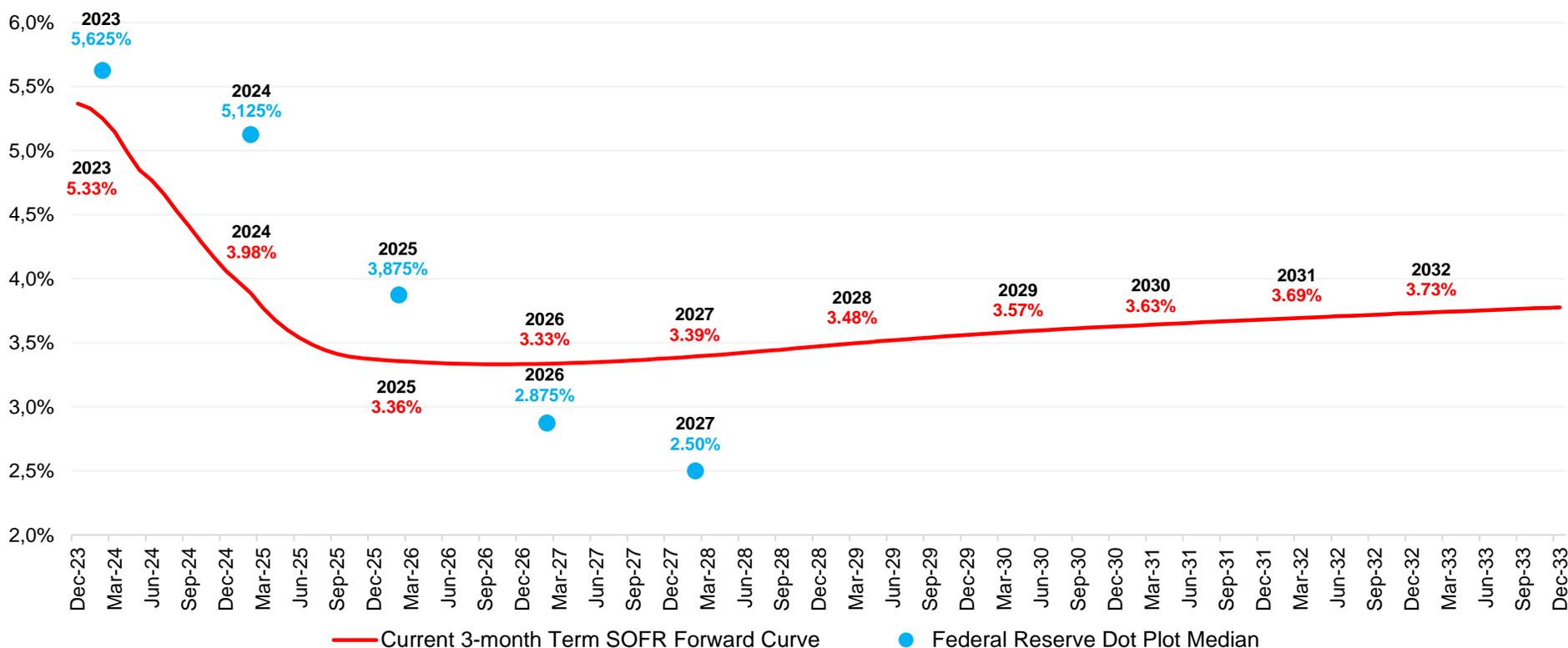


Fonte: Federal Reserve Bank de Atlanta. Atualizado em 11/12/2023.

EUA – Taxas de Juros

Curva SOFR de 3 meses à frente

Mercados estão precificando ~125 bps de cortes dos Fed Funds até 2024E, a partir de maio/2024



Fontes: Federal Reserve Bank de NY e Chicago Mercantile Exchange. Atualizado em 11/12/2023.

EUA – Taxas de Juros

Achatamento *bear* continua a sugerir recessão nos próximos 12 meses

Taxas de juros dos EUA: 2 anos – 10 anos (bps)

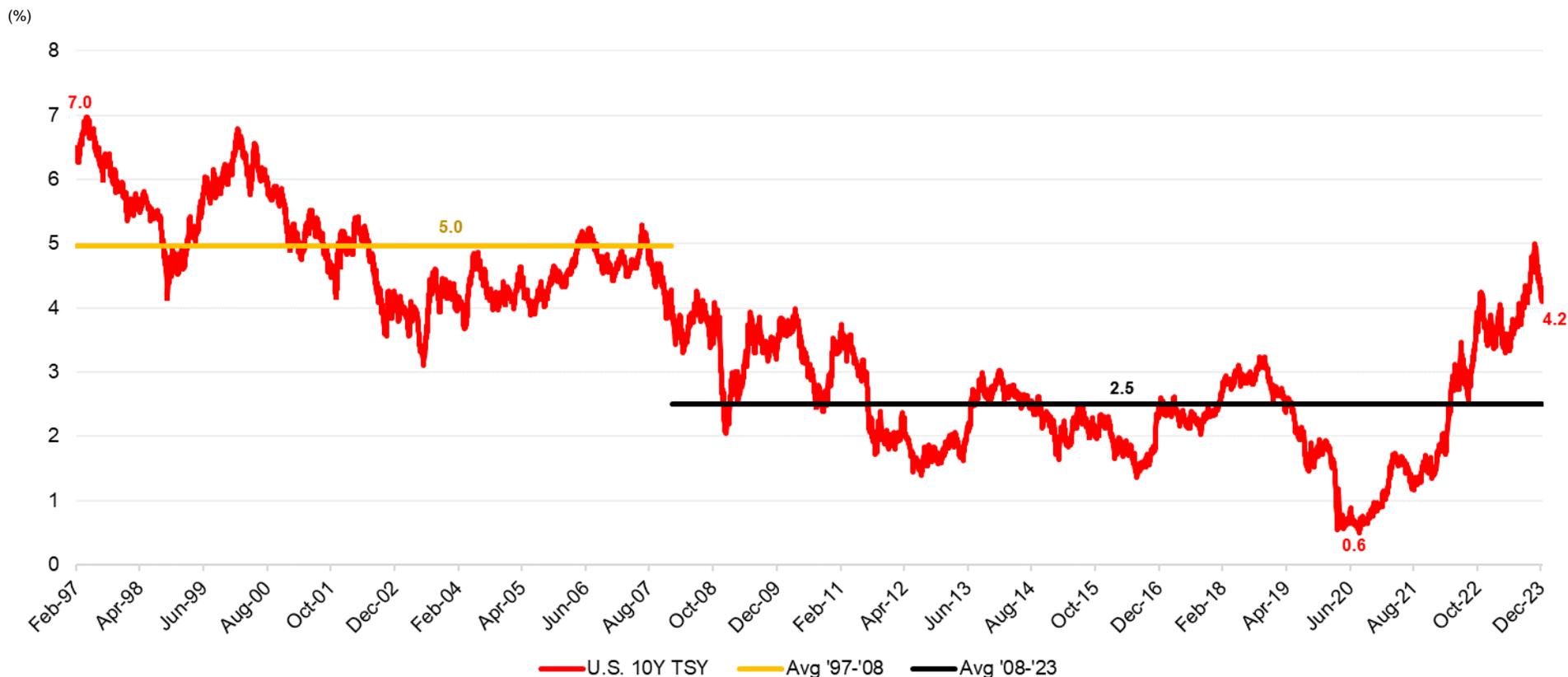


Fonte: Bloomberg. Atualizado em 11/12/2023.

EUA – Taxas de Juros

Recentemente, os rendimentos do Treasury de 10 anos voltaram aos níveis vistos antes de 2008, mas já demonstraram um aperto significativo.

Rendimento do Treasury dos EUA de 10 anos (%)

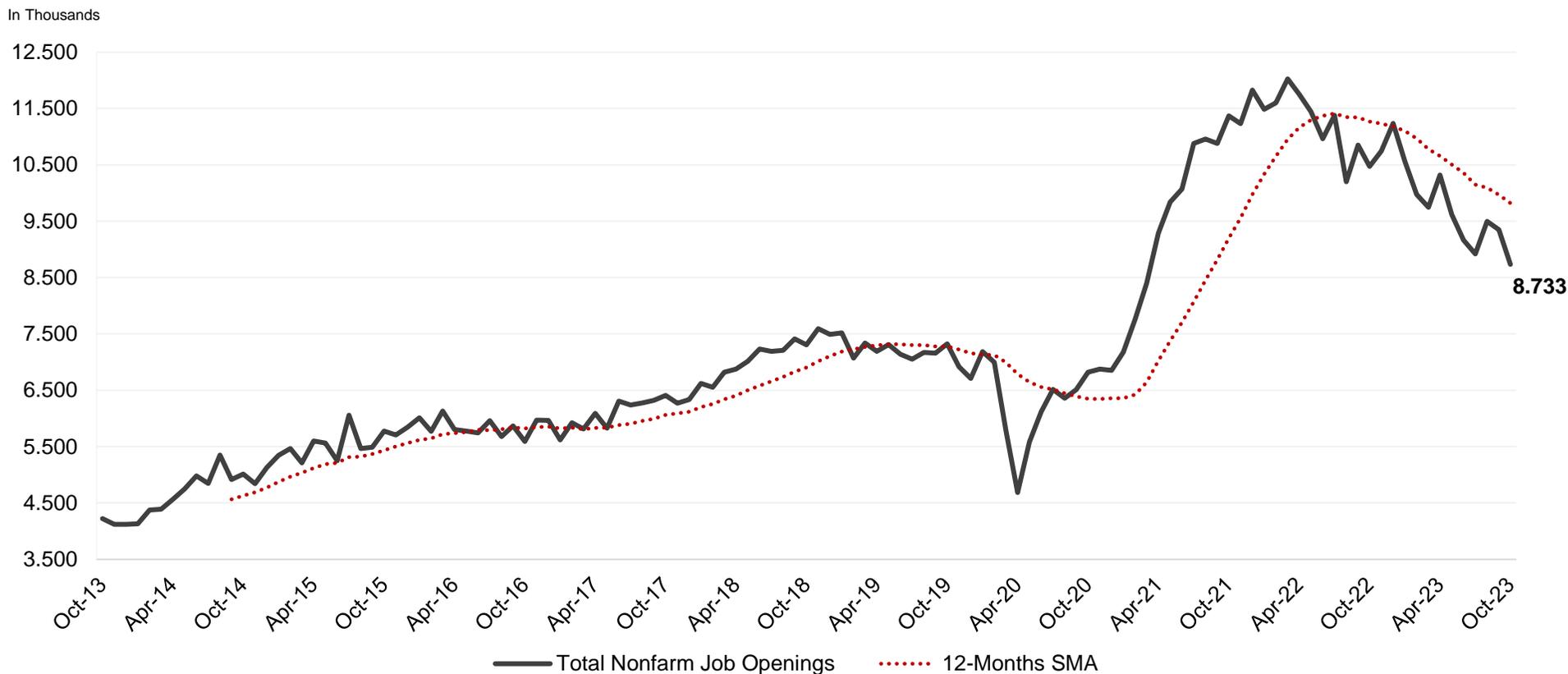


Fonte: Bloomberg. Atualizado em 11/12/2023.

EUA – Mercado de Trabalho

Pesquisa de abertura de vagas e rotatividade de mão de obra (JOLTs) – Vagas de Emprego

Vagas de emprego estão em tendência de queda



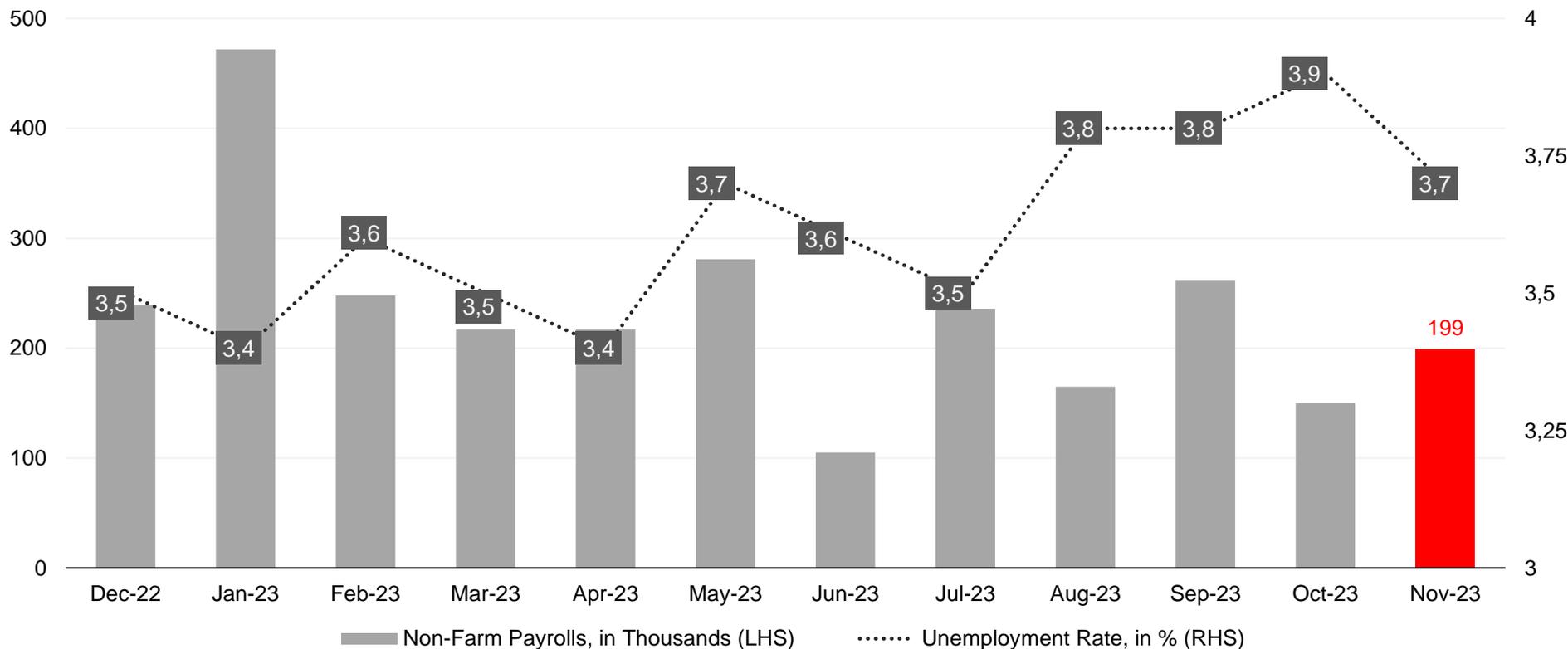
Fonte: Bloomberg. Atualizado em 11/12/2023.

EUA – Mercado de Trabalho

Non-farm payroll e taxa de desemprego

Non-farm payroll e taxa de desemprego

Thousands and %

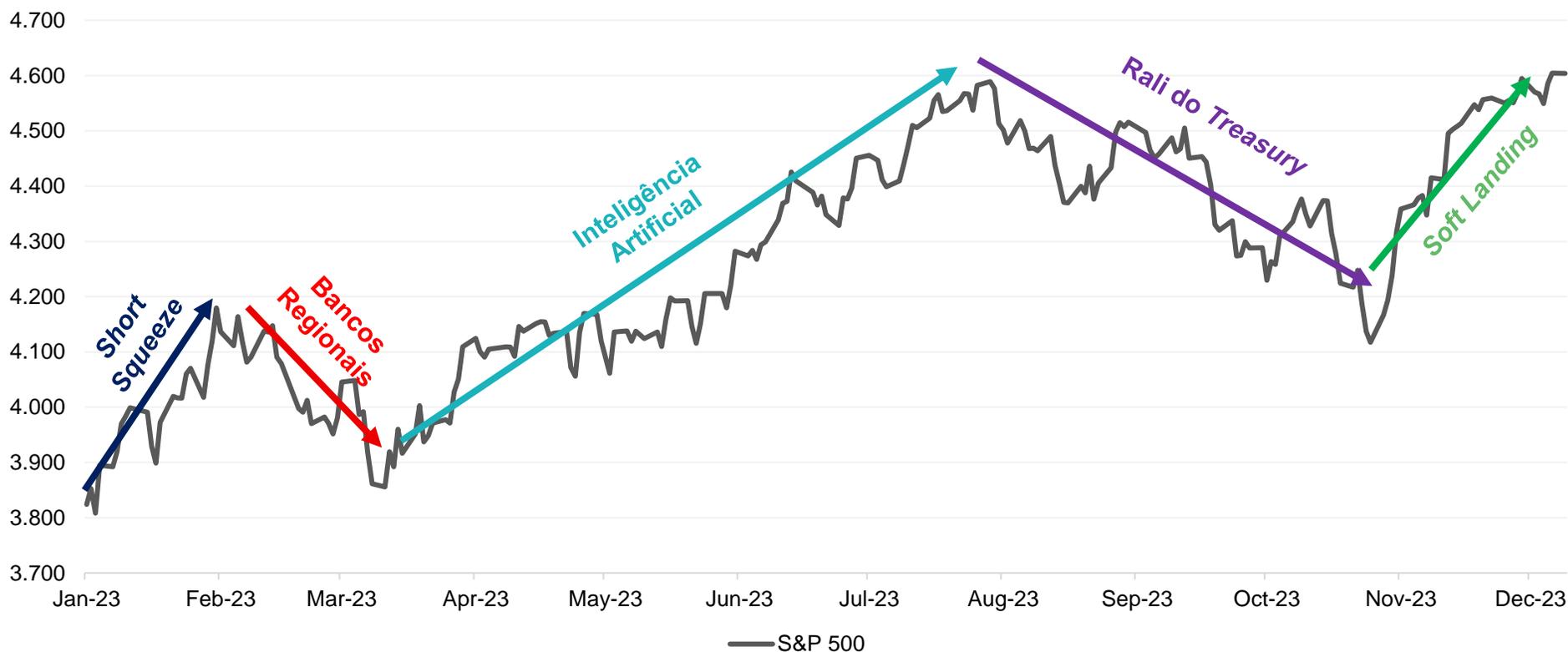


Fonte: Bloomberg. Atualizado em 11/12/2023.

EUA – S&P 500

Principais temas ao longo de 2023

S&P 500 – 2023

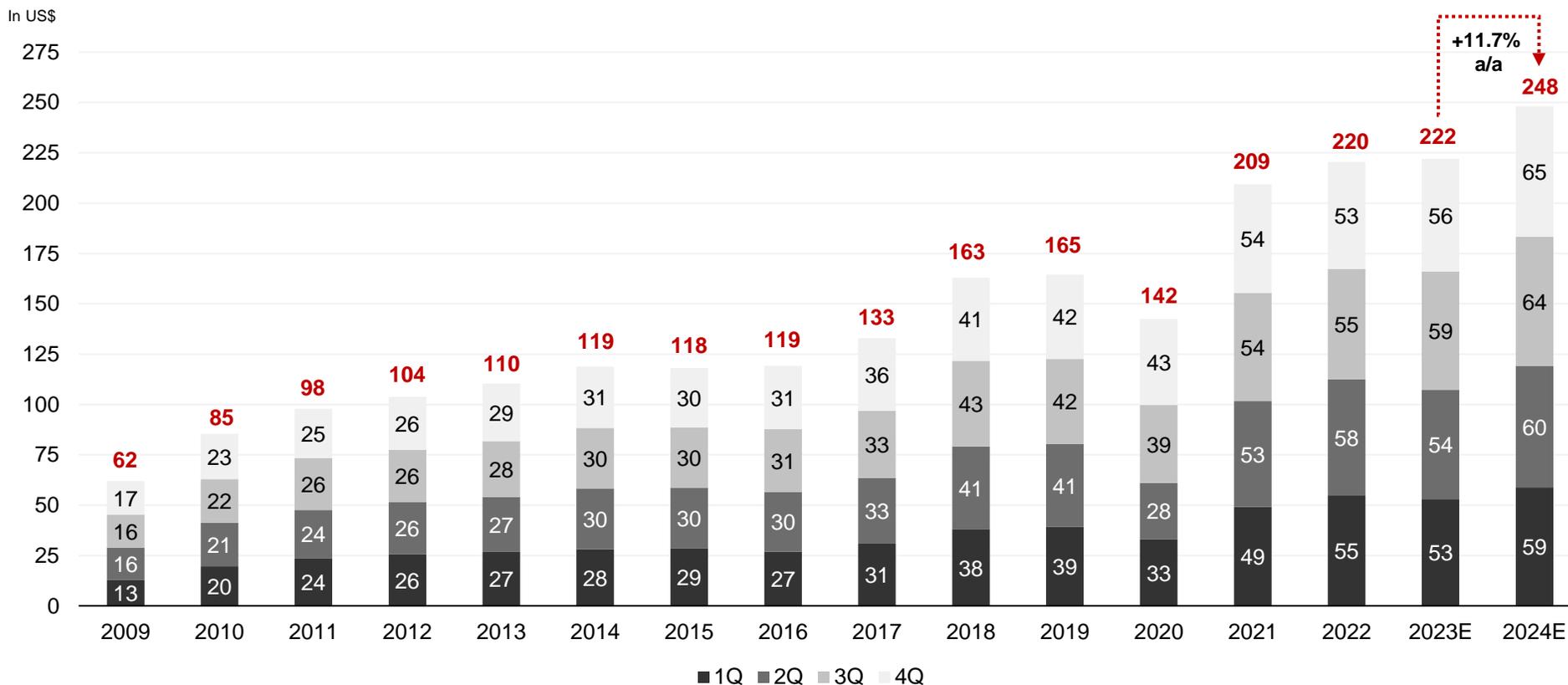


Fonte: Bloomberg. Atualizado em 11/12/2023.

EUA – S&P 500

De acordo com as estimativas do consenso, o momento de crescimento dos lucros deve ganhar força em 2024 (+11,7% a/a)

Estimativas de LPA do S&P 500

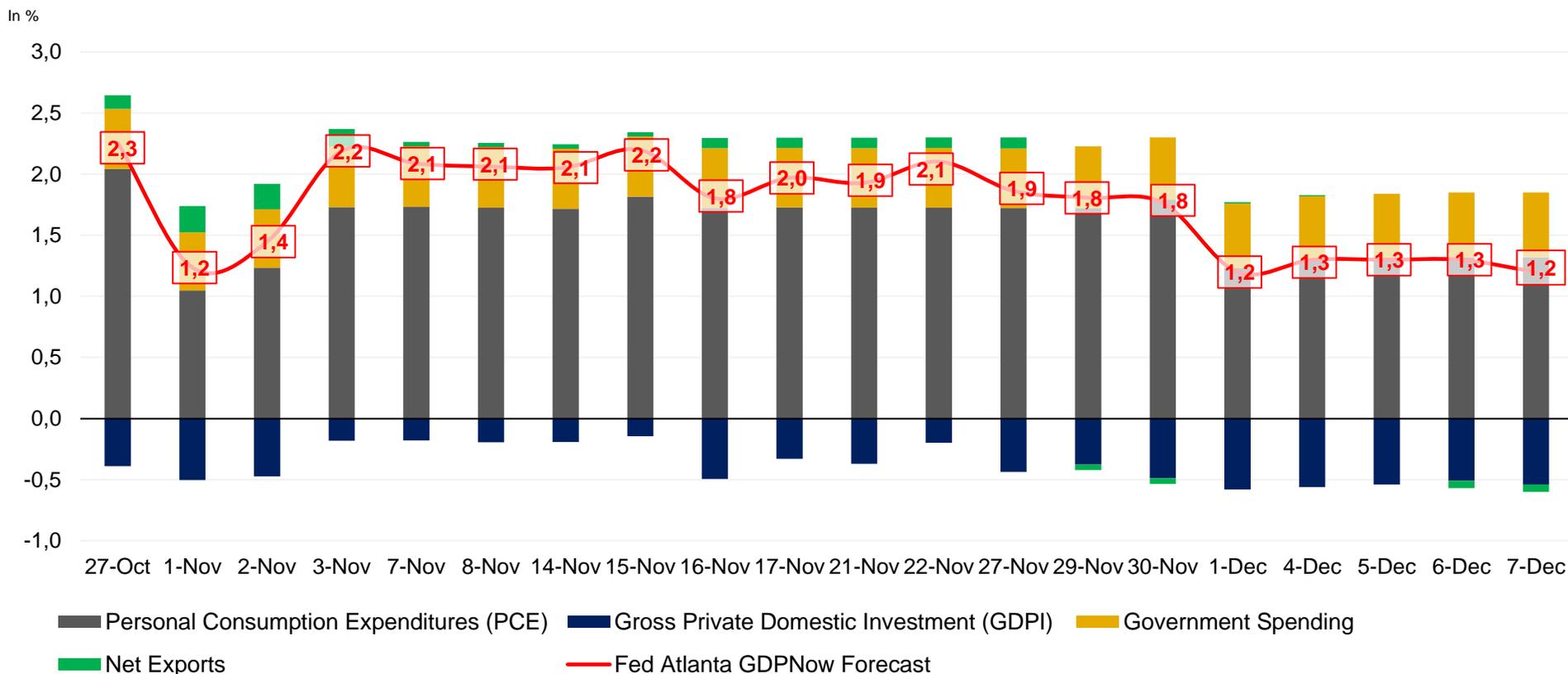


Fonte: Bloomberg. Atualizado em 11/12/2023.

EUA – Atividade: Crescimento Real do PIB

Nowcasting do Fed de Atlanta aponta para crescimento do PIB de +1,2% para 4T23, uma desaceleração significativa t/t

Evolução da estimativa do Fed de Atlanta para o PIB real para o 4T23

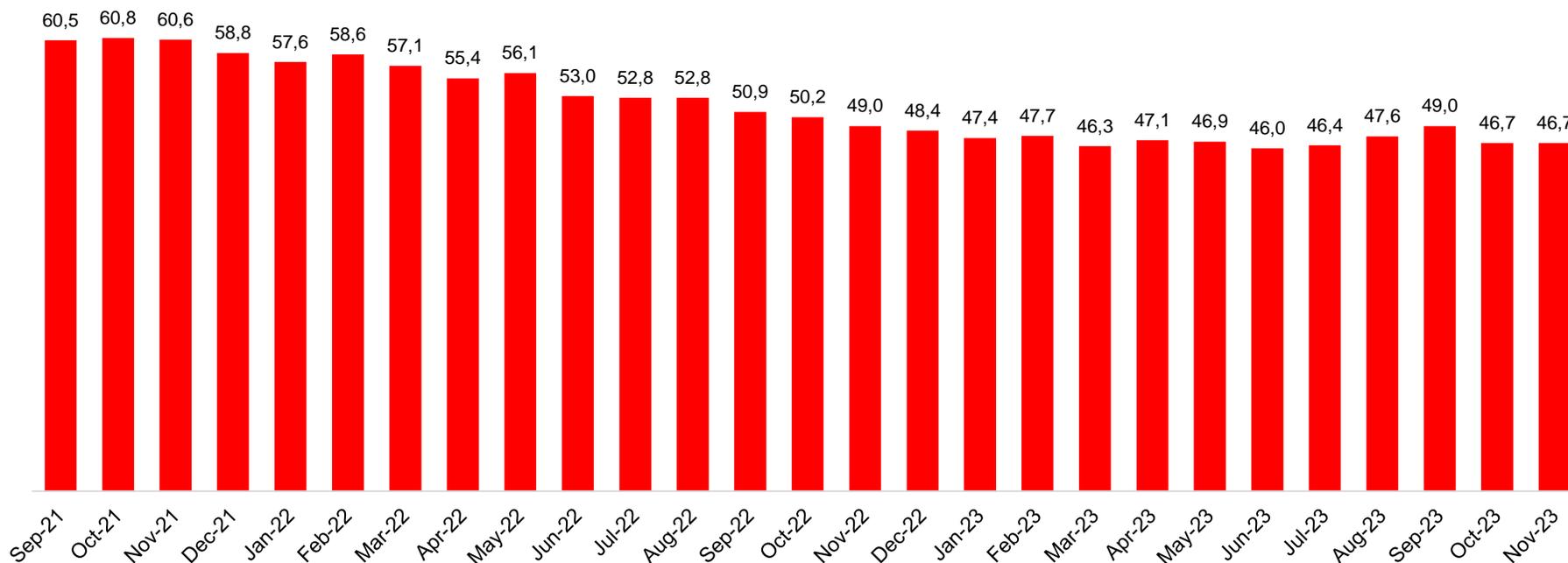


Fonte: Federal Reserve Bank de Atlanta. Atualizado em 11/12/2023.

EUA – Atividade: PMI da Manufatura

Desde novembro de 2022, os PMIs de Manufatura estão em território contracionista

PMI de Manufatura

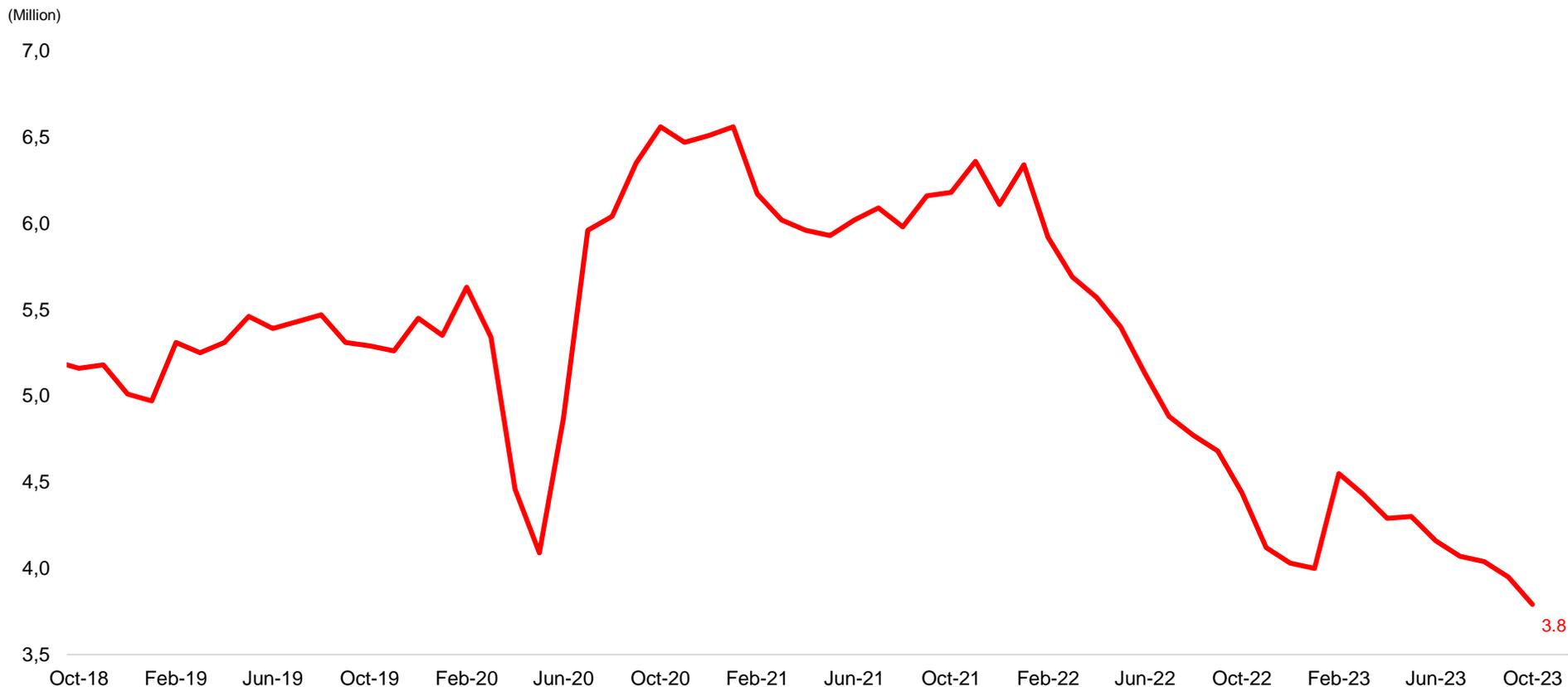


Fontes: ISM World e Santander. Atualizado em 11/12/2023.

EUA – Atividade: Vendas de Moradias Existentes

Vendas de moradias existentes estão em seus níveis mais baixos relatados desde outubro de 2018

Vendas de moradias existentes



Fontes: Bloomberg e Santander. Atualizado em 11/12/2023.

Economia Brasileira Também Caminha para um *Soft Landing*

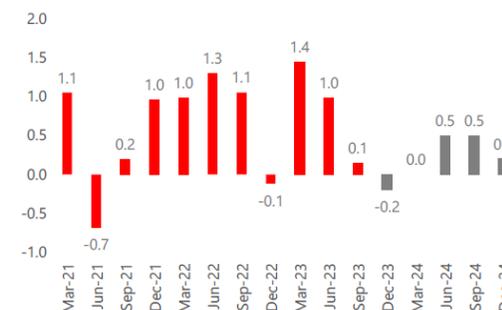
Apesar das surpresas positivas nos resultados do PIB do 3T23, esperamos que a atividade econômica desacelere nos próximos trimestres.

Atividade Econômica

- No 3T23, o PIB brasileiro expandiu 0,1% (t/t-sa), acima do consenso de mercado de -0,3% (t/t-sa). Apesar do fim da grande contribuição da produção agrícola, todos os setores da economia surpreenderam positivamente.
- Apesar dessa surpresa positiva, acreditamos que a atividade econômica tende a desacelerar, refletindo: (i) o fim da contribuição significativa da produção agrícola; e (ii) um fraco desempenho de setores ciclicamente sensíveis, especialmente aqueles relacionados a investimentos em ativos fixos, devido a condições financeiras ainda restritivas.
- Negativamente, as condições financeiras permanecem restritivas e podem continuar a ter um efeito maior do que o previsto no crescimento ao longo de 2024. Do lado positivo, os indicadores do mercado de trabalho têm mostrado forte resiliência recentemente e uma continuação dessas condições poderia fornecer outro incentivo para a atividade econômica ampla, em nossa visão.

Crescimento do PIB

(% t/t-sa)



Fontes: IBGE, Santander.

Composição do Crescimento do PIB

(%)

	GDP Projections					
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
GDP	1.2	-3.3	4.8	3.0	2.8	1.2
Farm Output	0.4	4.2	0.0	-1.1	15.8	-1.0
Industry	-0.7	-3.0	5.0	1.5	1.2	0.7
Services	1.5	-3.7	4.8	4.3	2.3	1.3
Household	2.6	-4.6	3.0	4.1	3.3	1.5
Government	-0.5	-3.7	4.2	2.1	1.2	2.0
Investments	4.0	-1.7	12.9	1.1	-3.2	0.5
Exports	-2.6	-2.3	4.4	5.7	8.4	0.5
Imports	1.3	-9.5	13.8	1.0	-0.8	1.5

Fontes: IBGE, Santander.

Brasil – Resumo: Projeções Macro do Santander

Macroeconomic Variables		Previous		Current
GDP (%)	2023E	2.5	↑	2.8
	2024E	1.0	↑	1.2
	2025E	1.5	→	1.5
IPCA (%)	2023E	4.6	↓	4.4
	2024E	3.8	↑	3.9
	2025E	4.5	↓	4.0
Selic Rate (% end of period)	2023E	11.75	→	11.75
	2024E	9.50	→	9.50
	2025E	7.50	→	7.50
FX Rate - USDBRL (end of period)	2023E	5.10	↓	5.00
	2024E	5.25	→	5.25
	2025E	5.30	→	5.30
Current Account Balance (% of GDP)	2023E	-1.7	→	-1.7
	2024E	-1.8	→	-1.8
	2025E	-2.0	→	-2.0
Primary Fiscal Balance (% of GDP)	2023E	-1.0	↓	-2.1
	2024E	-0.9	↑	-0.8
	2025E	-0.7	↓	-0.8
Gross Public Debt (% of GDP)	2023E	76.5	↓	75.3
	2024E	80.5	↓	80.0
	2025E	83.2	↓	83.0

Fonte: Santander.

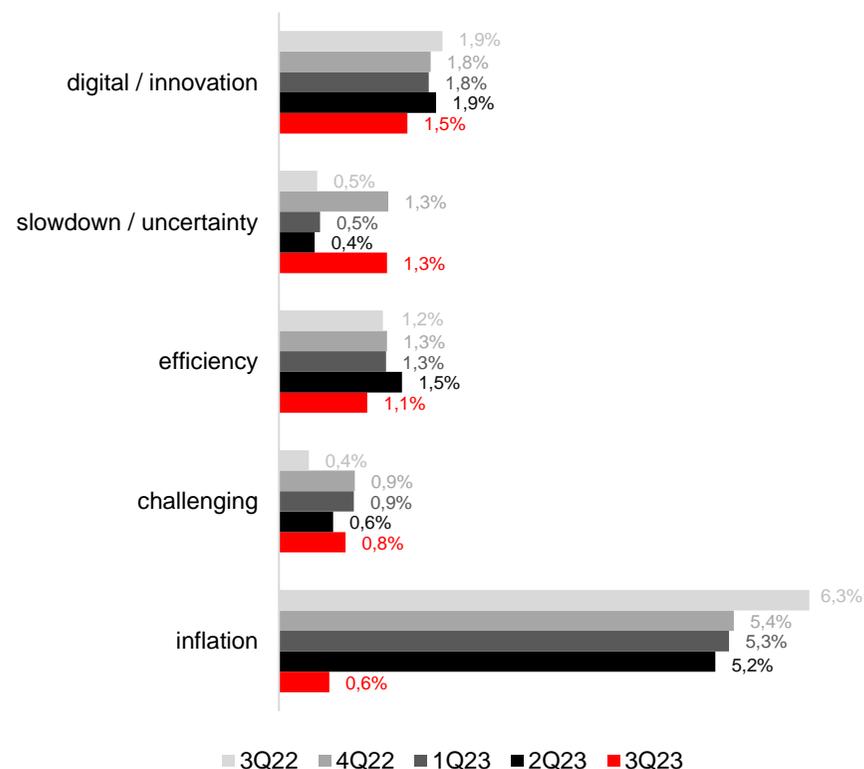
Brasil – Contagem de Palavras 3T23

Mais referências de "desaceleração" e menos de "inflação" das empresas

Contagem de palavras do 3T23

- As empresas já começam a sentir o impacto e aumentaram, conforme observado nas transcrições das conferências de divulgação dos resultados do 3T23, significativamente o uso de **palavras relacionadas à desaceleração, incerteza e desafio**, em comparação com os trimestres anteriores.
- Por outro lado, as empresas reduziram a frequência do uso da palavra *inflação*, mostrando, a nosso ver, que o pior em termos de pressões nos custos já passou.

Frequência das palavras

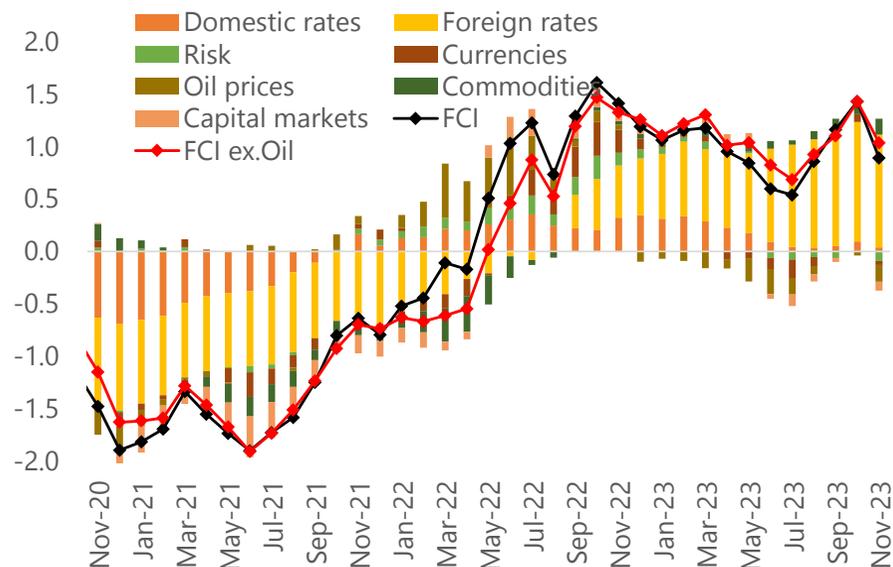


Fontes: Bloomberg, Santander.

Brasil – Condições Financeiras

Condições financeiras continuam muito restritivas

Proxy *Financial Conditions Indicator* (FCI) do Santander



Fontes: Bloomberg, BCB, Santander.

Composição do FCI do Santander

Financial Conditions Indicator						
	Weights	Headline			Change	
		Sep-23	Oct-23	Nov-23	Oct-23	Nov-23
FCI	100%	1.16	1.43	0.89	↓ 0.27	-0.54
Domestic Factors	-	-0.13	-0.05	-0.29	↓ 0.08	-0.25
Foreign Factors	-	1.29	1.48	1.19	↓ 0.19	-0.29
Domestic rates	34%	0.05	0.09	0.04	↓ 0.04	-0.06
Foreign rates	33%	1.08	1.14	1.08	↓ 0.06	-0.06
Risk	18%	-0.06	-0.01	-0.09	↓ 0.05	-0.08
Currencies	20%	0.00	0.07	-0.04	↓ 0.08	-0.11
Oil prices	23%	0.04	-0.03	-0.16	↓ -0.07	-0.13
Commodities	-13%	0.09	0.11	0.15	↑ 0.02	0.04
Capital markets	-15%	-0.04	0.04	-0.09	↓ 0.08	-0.13
FCI (ex Oil)	-	1.10	1.43	1.04	↓ 0.33	-0.39

Fontes: Bloomberg, BCB, Santander.

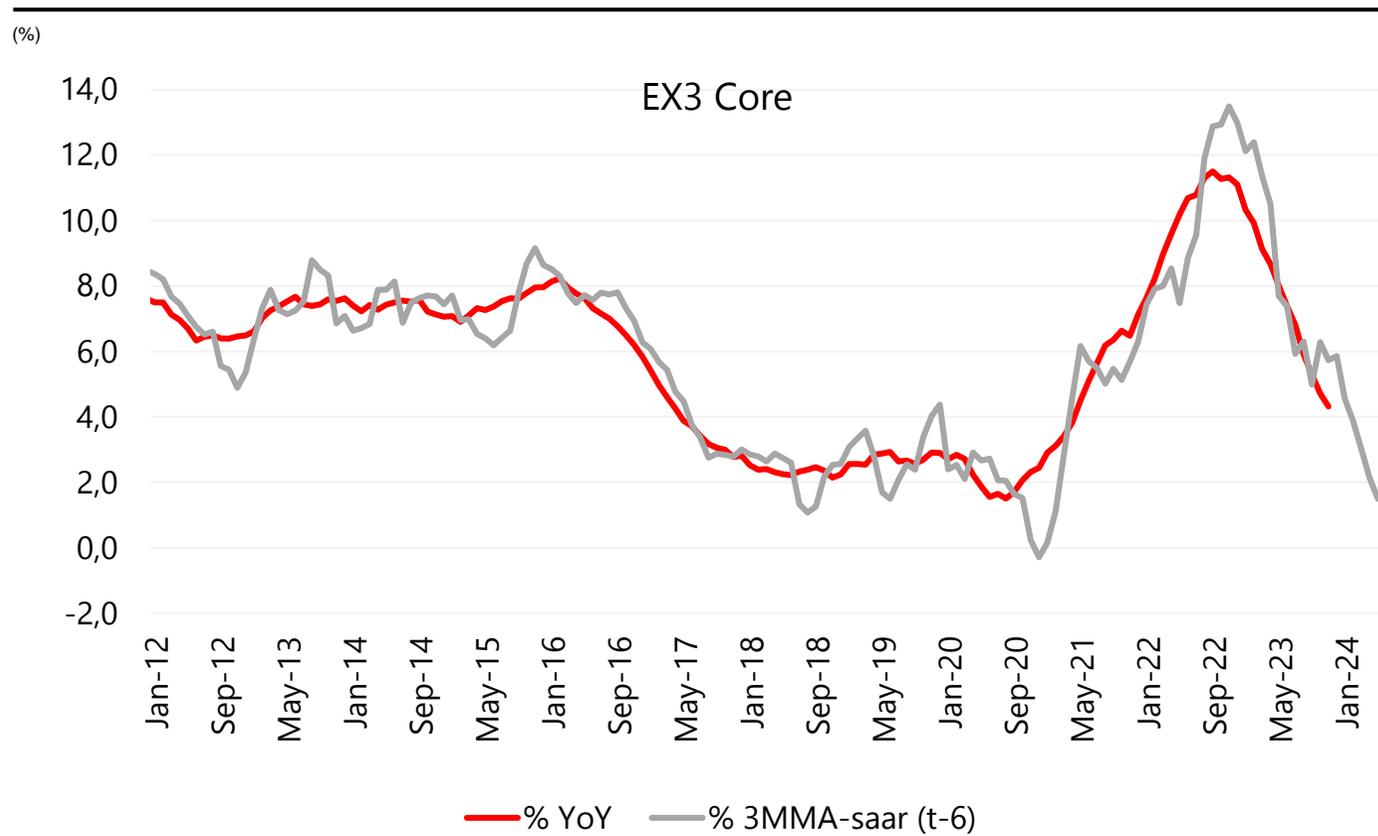
Brasil – Inflação

Nossa equipe macro começou o ano elevando sua expectativa de inflação de 2023 para 5,9%. Em sua revisão final para 2023, a equipe reduziu sua projeção para 4,4%.

Então, o que aconteceu para que a inflação nos surpreendesse em 150 bps?

As principais razões por trás desse processo de desinflação foram: (i) uma safra recorde de soja e grãos no Brasil; (ii) um ciclo positivo do gado; (iii) preços mais baixos das *commodities* em reais em geral; (iv) redução dos gargalos da cadeia de suprimentos; e (v) uma política monetária restritiva.

Núcleo da Inflação: IPCA-EX3



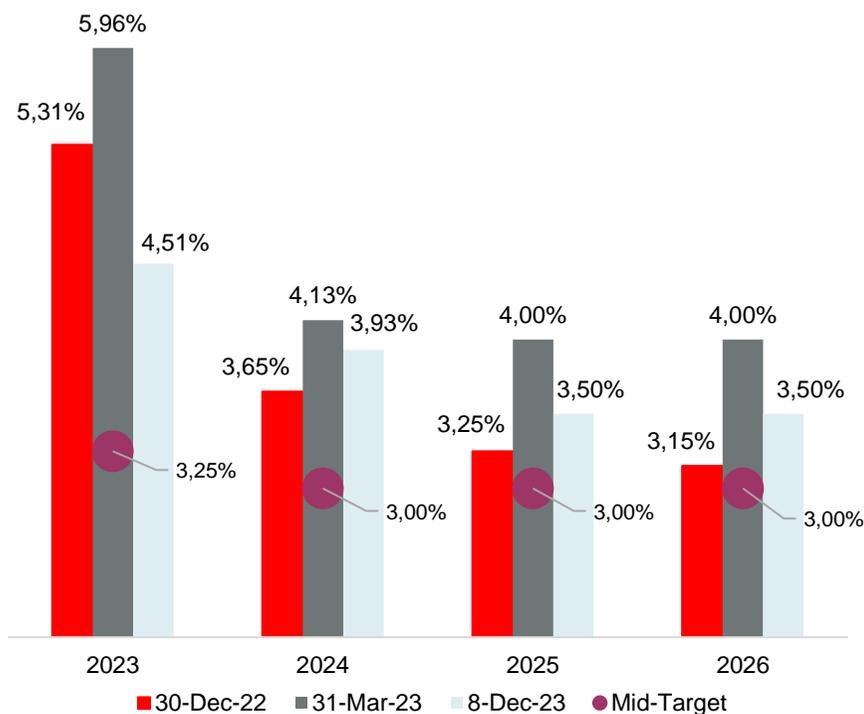
Fontes: IBGE, Santander.

Brasil – Inflação – Leitura do Boletim Focus pelo Mercado

As expectativas da inflação e da Selic começaram a diminuir lentamente após a divulgação do novo arcabouço fiscal, no fim de março. Elas estão, atualmente, dentro do intervalo da meta de inflação.

Mediana das estimativas do IPCA

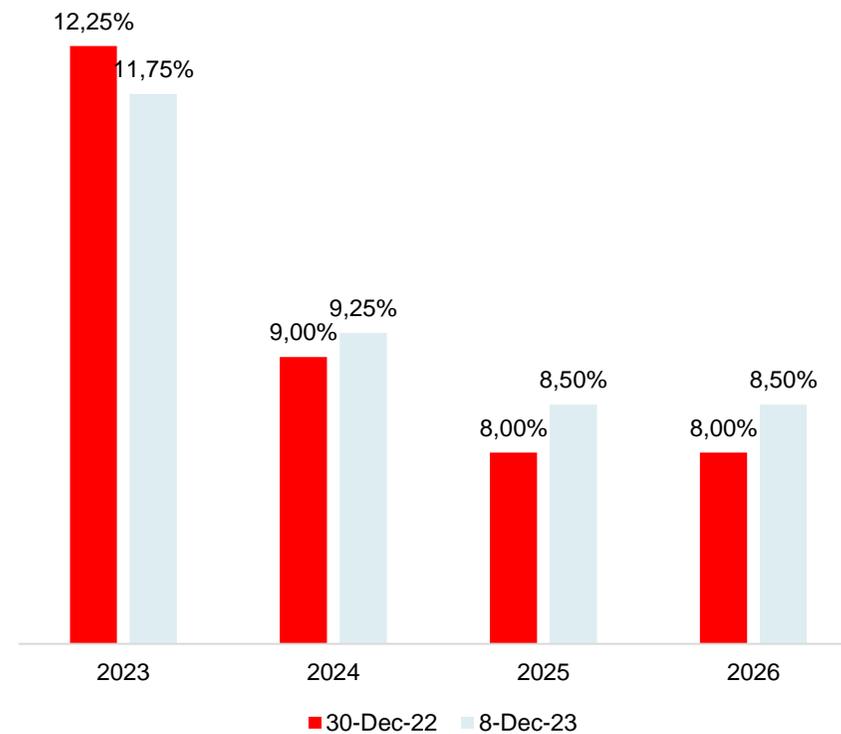
(% anual)



Fonte: BCB.

Mediana das estimativas da Selic

(% a/a)



Fonte: BCB.

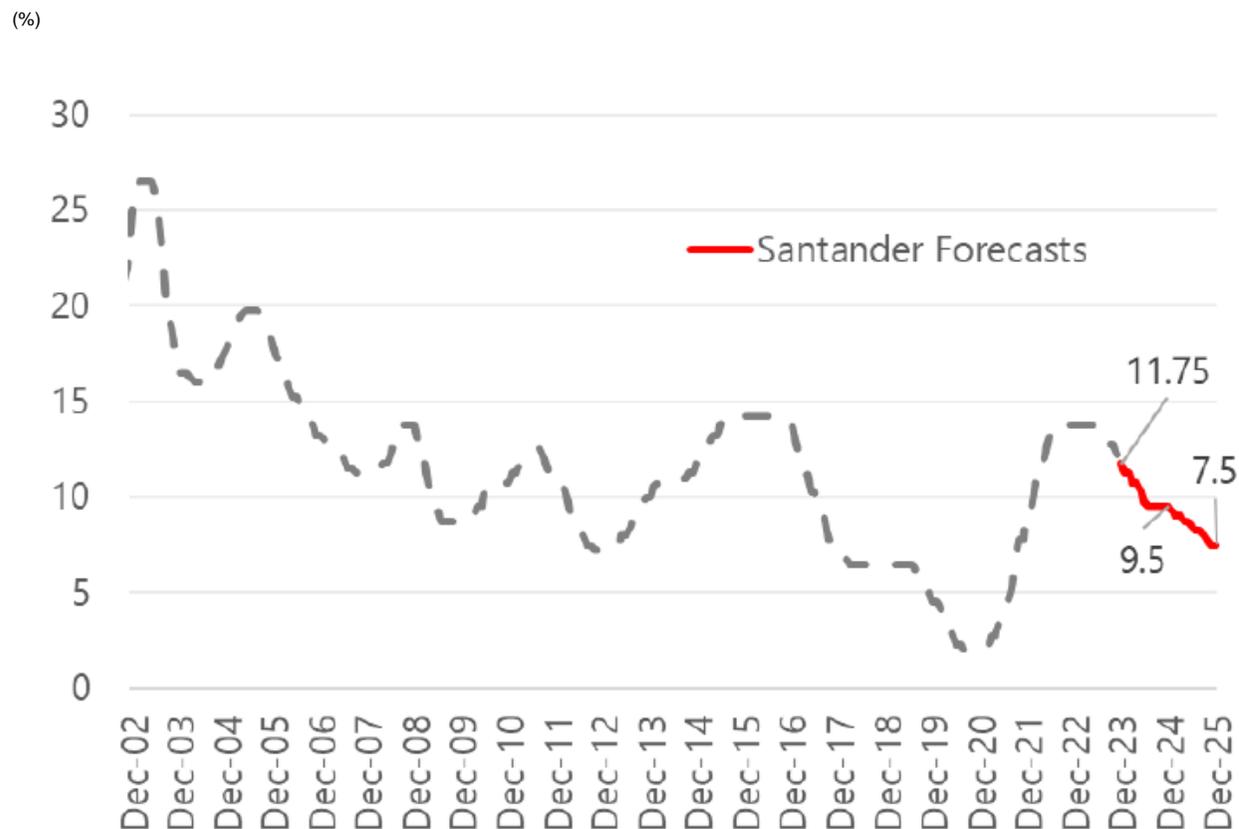
Brasil – Política Monetária

Ciclo de afrouxamento monetário

Para 2024, nossa equipe macro prevê a taxa Selic terminal em 9,5%, ligeiramente acima do consenso de 9,25%.

Apesar das surpresas positivas nos dados de inflação, nosso cenário pressupõe que o Copom manterá seu ritmo de afrouxamento de 50 bps até um corte final em julho de 2024, quando esperamos um corte de 25 bps.

Nossa expectativa para movimentos da taxa Selic¹



Fontes: BCB e Santander.

Brasil – Emprego

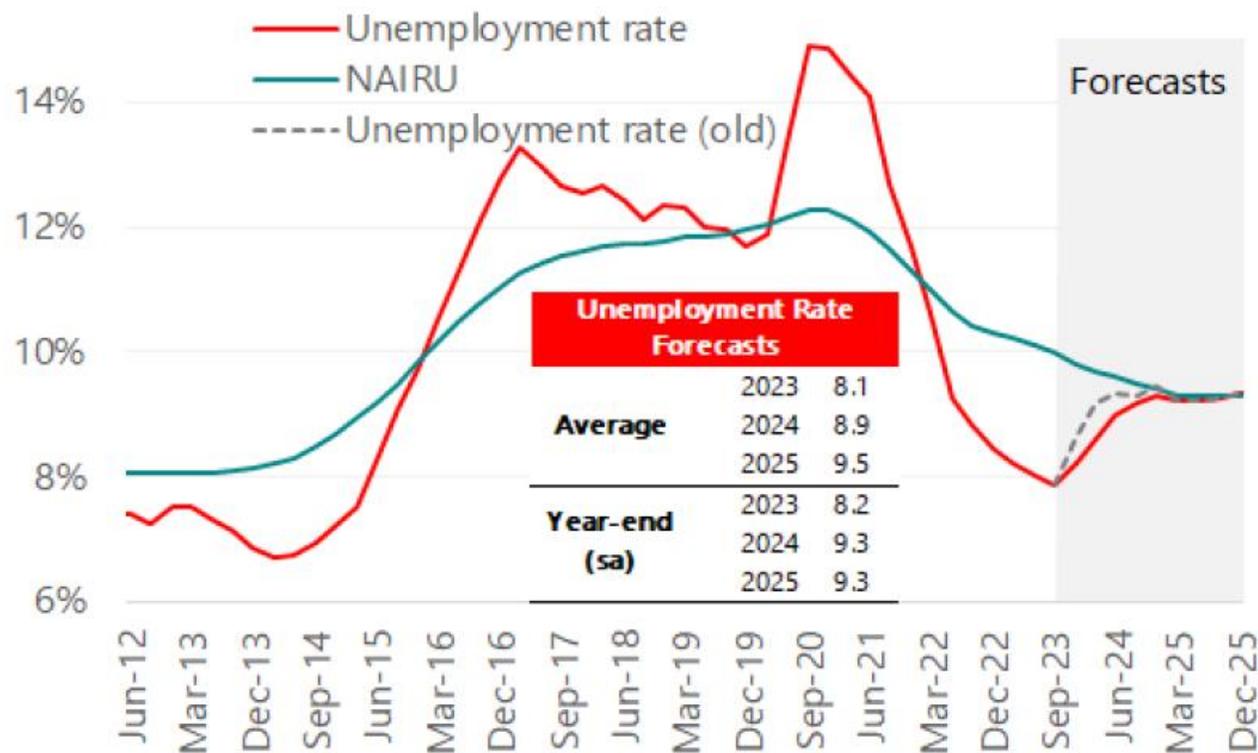
Ainda vemos um mercado de trabalho superaquecido, embora haja indícios de moderação

O mercado de trabalho ainda está apertado, com a taxa de desemprego em seu ponto mais baixo desde meados de 2015. No entanto, atribuímos parte deste resultado a uma diminuição da taxa de participação, mais do que ao crescimento do emprego.

Projetamos que a taxa de desemprego não atingirá seu nível neutro antes de 2025.

Taxa de Desemprego e NAIRU (sa)

(%)



Fontes: IBGE e Santander.

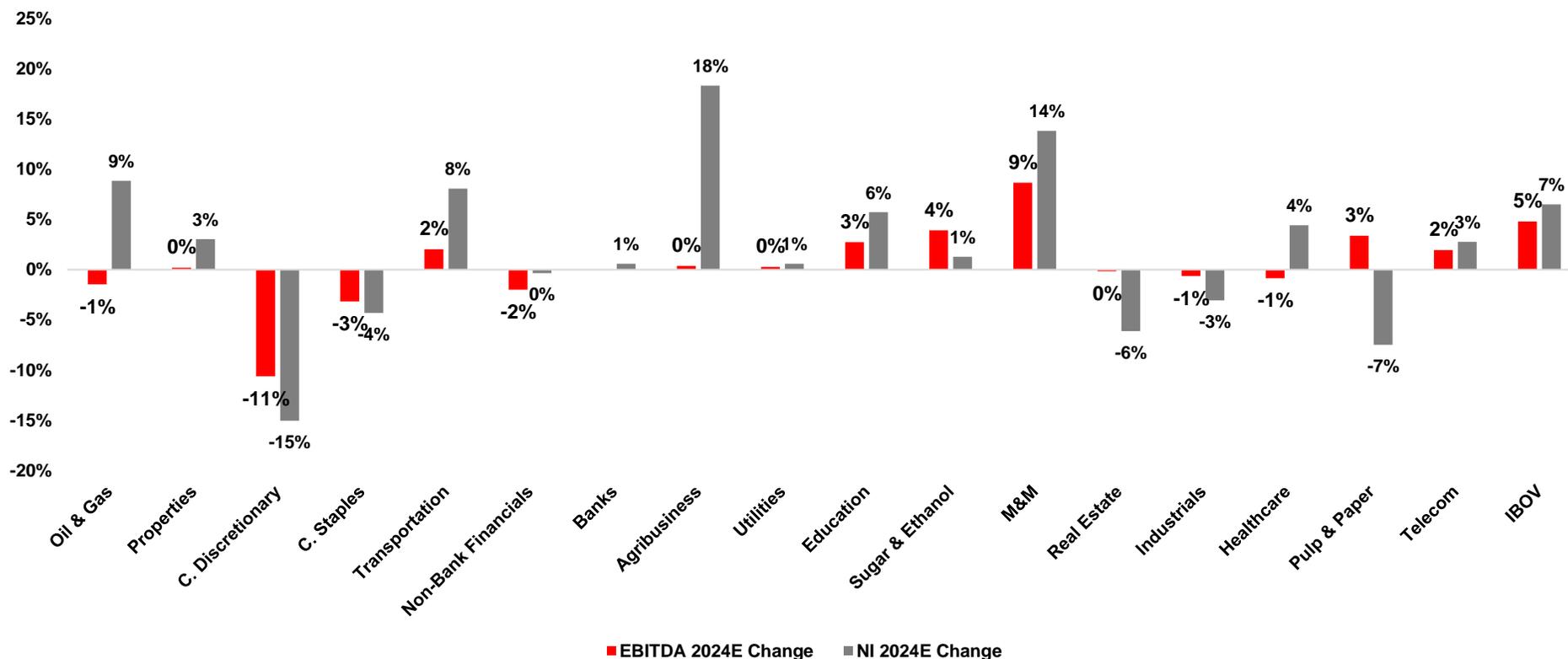
Crescimento do LPA e
Alavancagem:
Acreditamos que o Pior já
Passou

02

Revisões de Lucros

Nos últimos três meses, o consenso da Bloomberg para o EBITDA e para o lucro líquido de 2024 foram revisados para cima em 5% e 7%, respectivamente.

Revisão do EBITDA e do Lucro Líquido dos setores para 2024E desde 31 de agosto

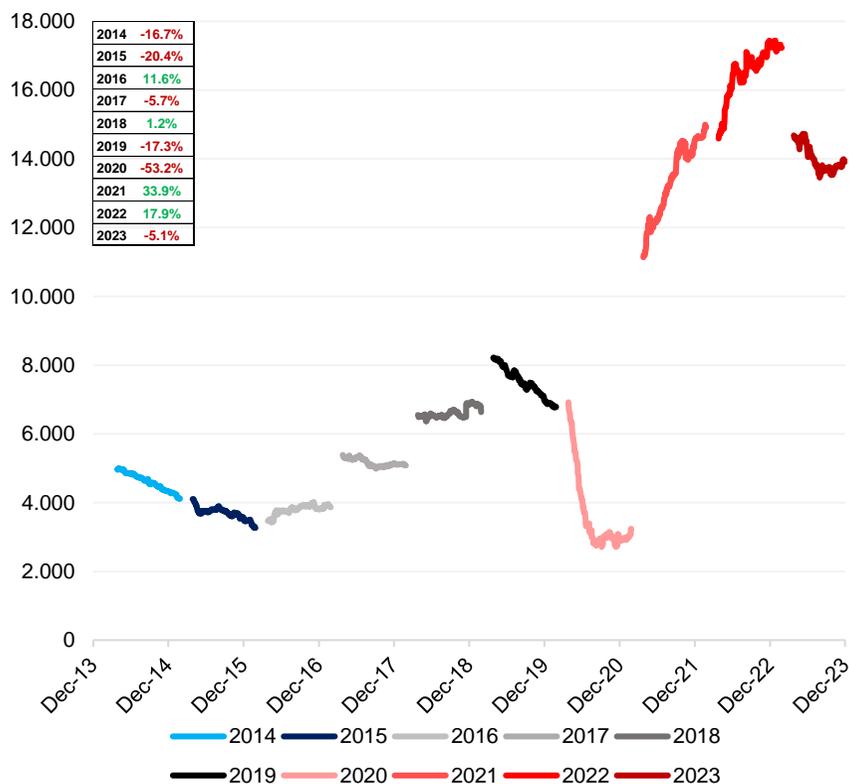


Fontes: Bloomberg e Santander. Atualizado em 11/12/2023.

Estimativas de Crescimento do LPA para 2024 e 2025 Começaram a Ser Revisadas para Cima

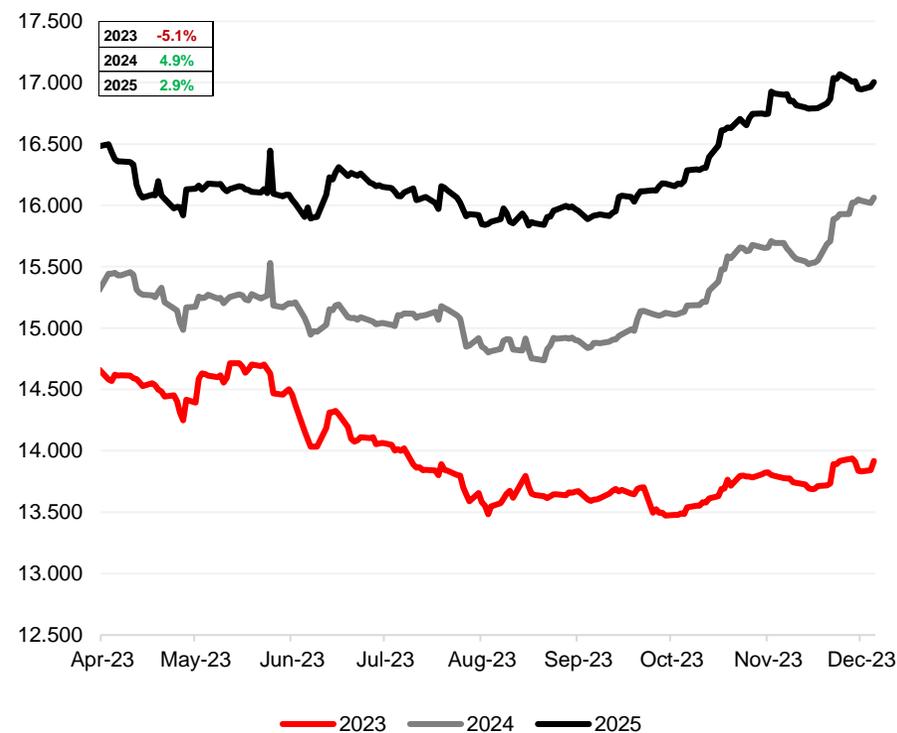
Em agosto de 2023, a tendência nas expectativas de crescimento do LPA atingiu um ponto de inflexão

Ibovespa: Revisões Históricas das Estimativas de LPA



Fonte: Bloomberg. Atualizado em 11/12/2023.

Ibovespa: Revisão das Estimativas de Crescimento do LPA

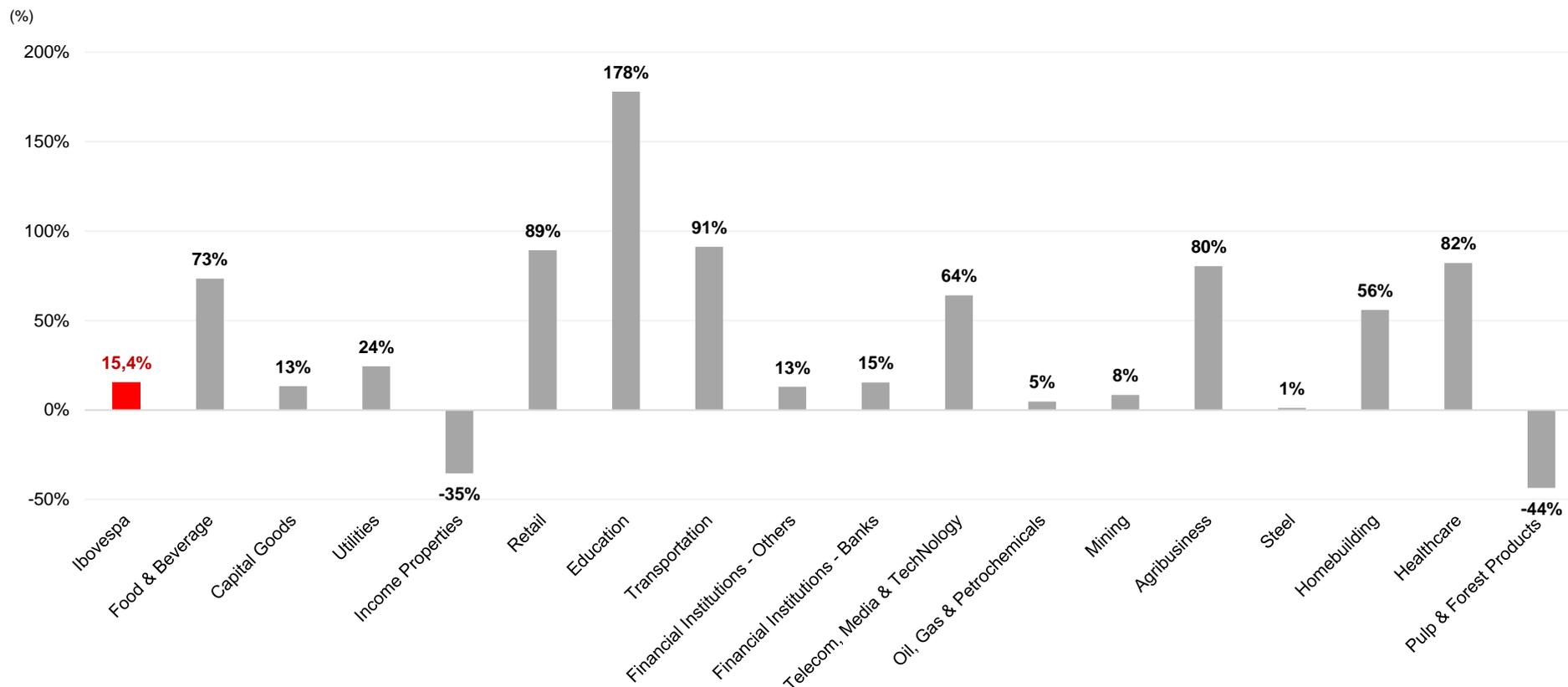


Fonte: Bloomberg. Atualizado em 11/12/2023.

Previsões Apontam para um 2024 Mais Promissor

Depois de cair ~20% em 2023, o consenso espera que o LPA cresça 15,4% em 2024. Os setores domésticos devem ser os destaques.

Crescimento do Lucro Líquido de 2024E por setor do universo de cobertura do Santander

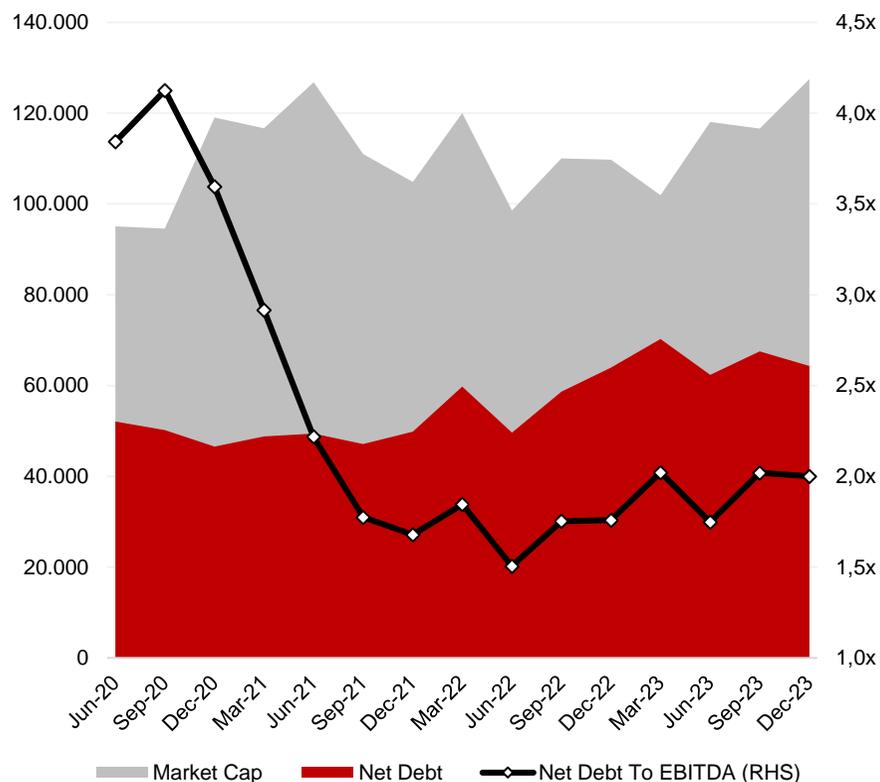


Fontes: Bloomberg e Santander. Atualizado em 11/12/2023.

Alavancagem não é uma Preocupação para a Maioria das Empresas Brasileiras Listadas

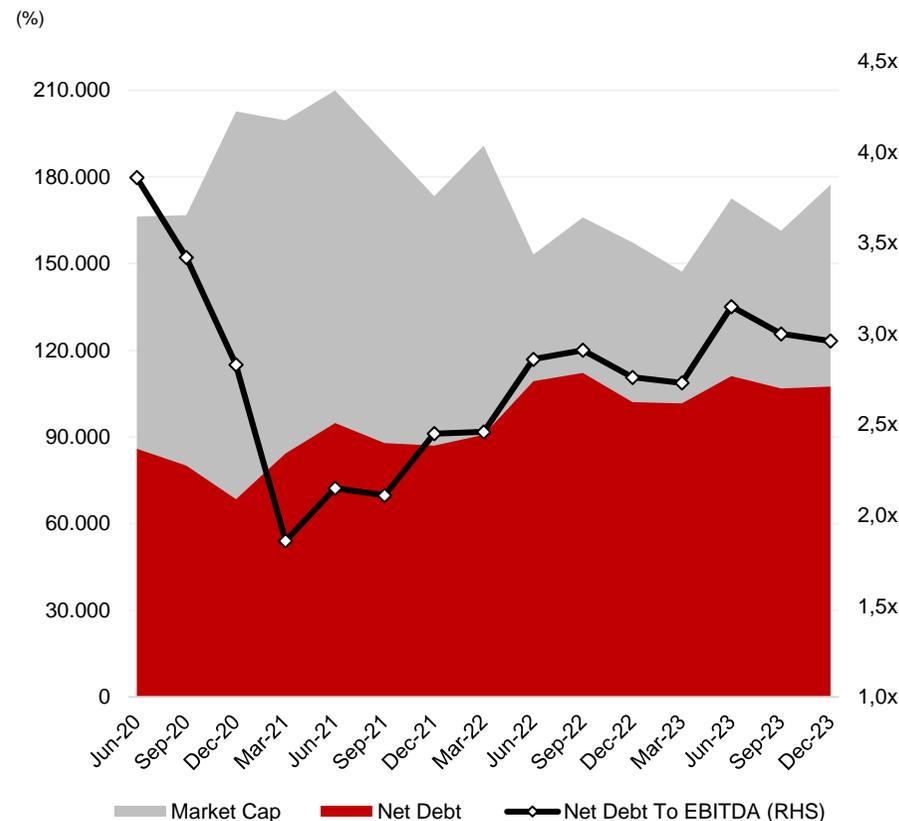
Para o Ibovespa (Ex-Petrobras e Vale), a Dívida Líquida/EBITDA está em tendência de queda desde agosto de 2023.

Ibovespa



Fonte: Bloomberg. Atualizado em 11/12/2023.

Ibovespa Ex Petro & Vale

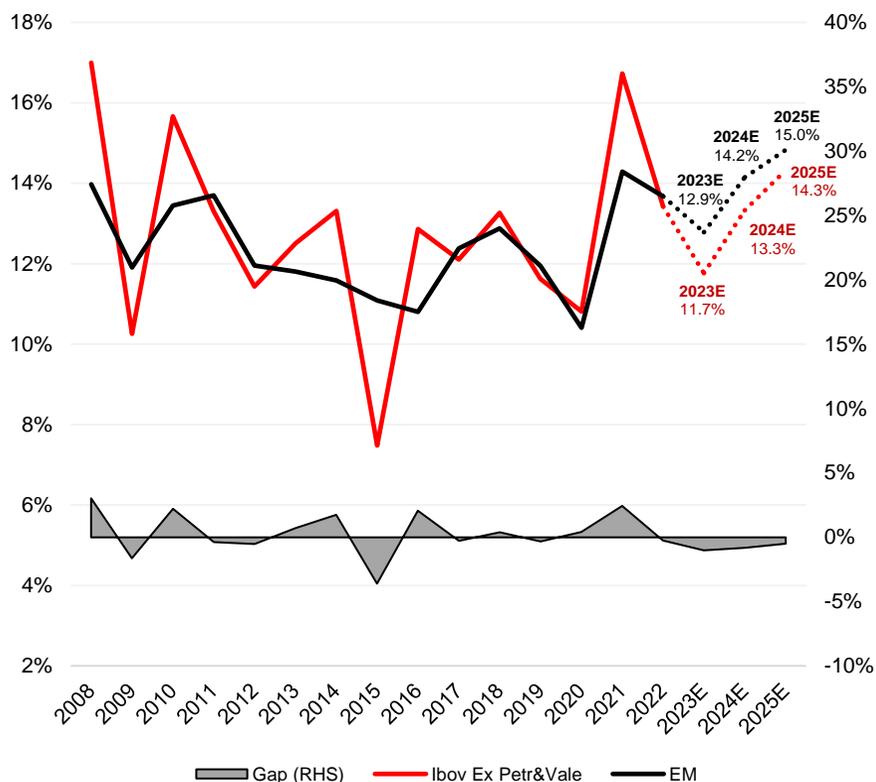


Fonte: Bloomberg. Atualizado em 11/12/2023.

Expectativas de Margem EBIT: O Consenso está Ficando Muito Otimista?

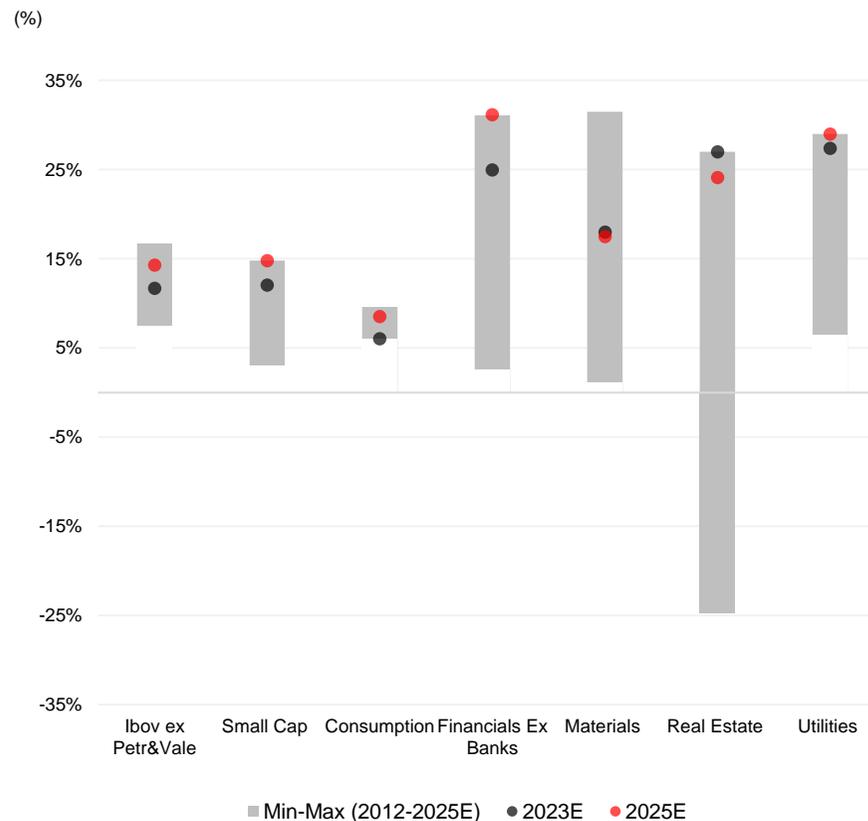
De acordo com as expectativas de consenso, quase todos os setores devem entregar margens superiores nos próximos anos.

Evolução da Margem EBIT em 2008-2025E



Fonte: Bloomberg. Atualizado em 11/12/2023.

Setores do Ibov: Margem EBIT Histórica

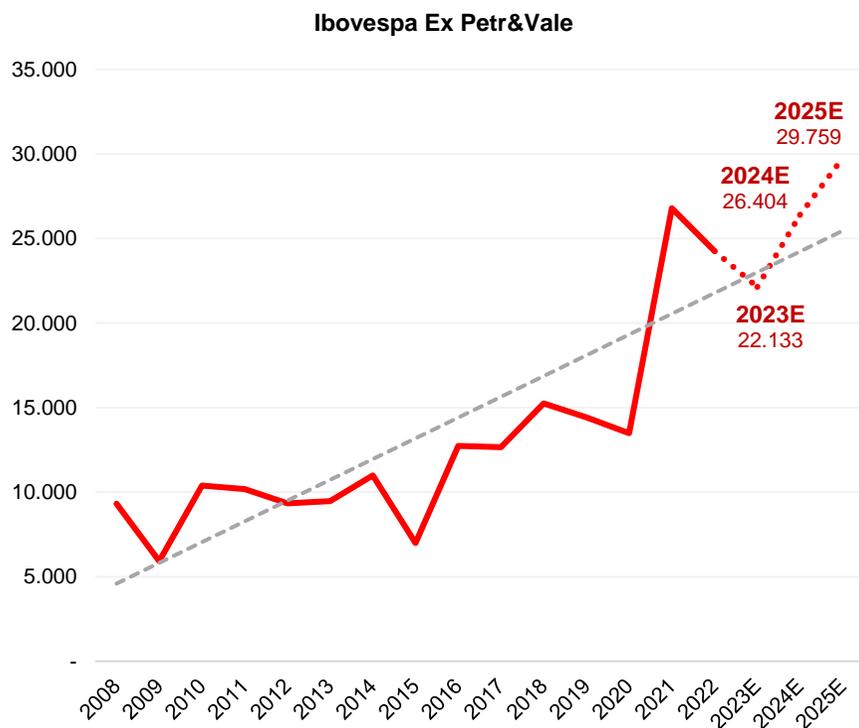


Fonte: Bloomberg. Atualizado em 11/12/2023.

Expectativas de EBIT e Lucro Líquido: O Consenso está Ficando Muito Otimista?

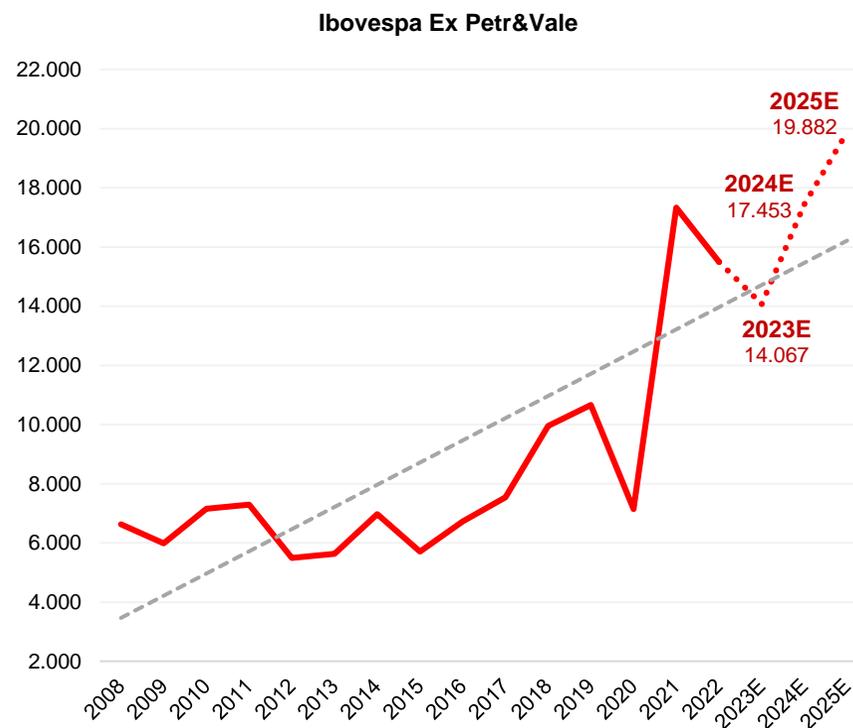
Retomada das tendências históricas sugere recuperação dos lucros de 10% a 15% para 2024 e 2025

Evolução do EBIT de 2008-2025E



Fonte: Bloomberg. Atualizado em 11/12/2023.

Evolução do Lucro Líquido de 2008-2025E

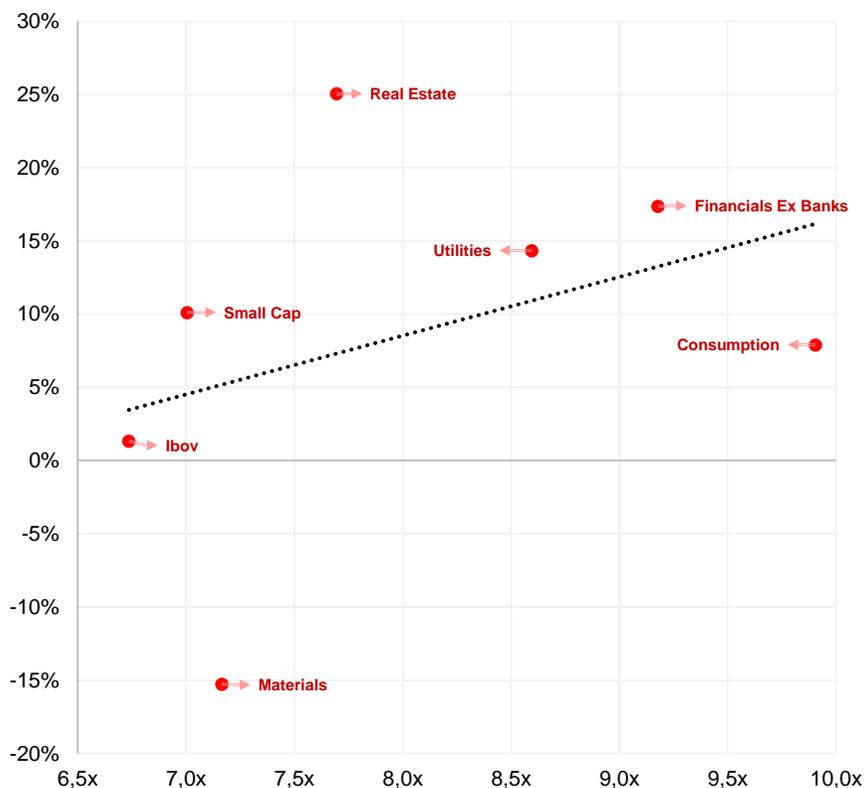


Fonte: Bloomberg. Atualizado em 11/12/2023.

Setores do Ibovespa: *Valuation Ajustado pelo Crescimento*

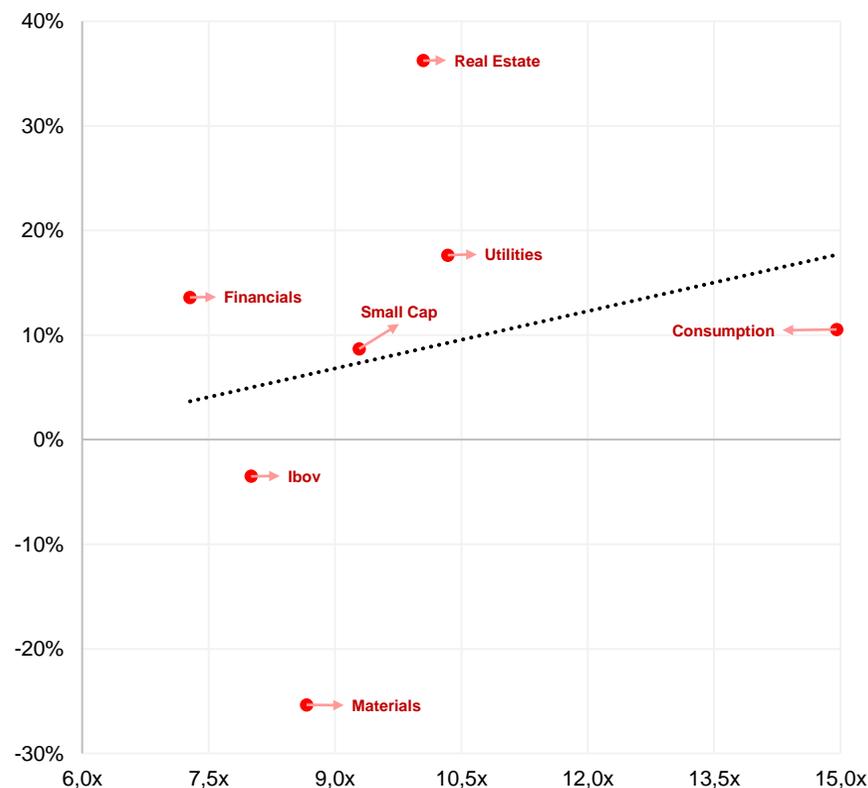
Imobiliário, *Small Caps*, Instituições Financeiras e Energia & Saneamento parecem baratos x expectativas esperadas de crescimento de EBIT e LPA.

CAGR de EBIT 2022-2025E vs. EV/EBIT 2024E



Fonte: Bloomberg. Atualizado em 11/12/2023.

CAGR de LPA 2022-2025E vs. P/L 2024E



Fonte: Bloomberg. Atualizado em 11/12/2023.

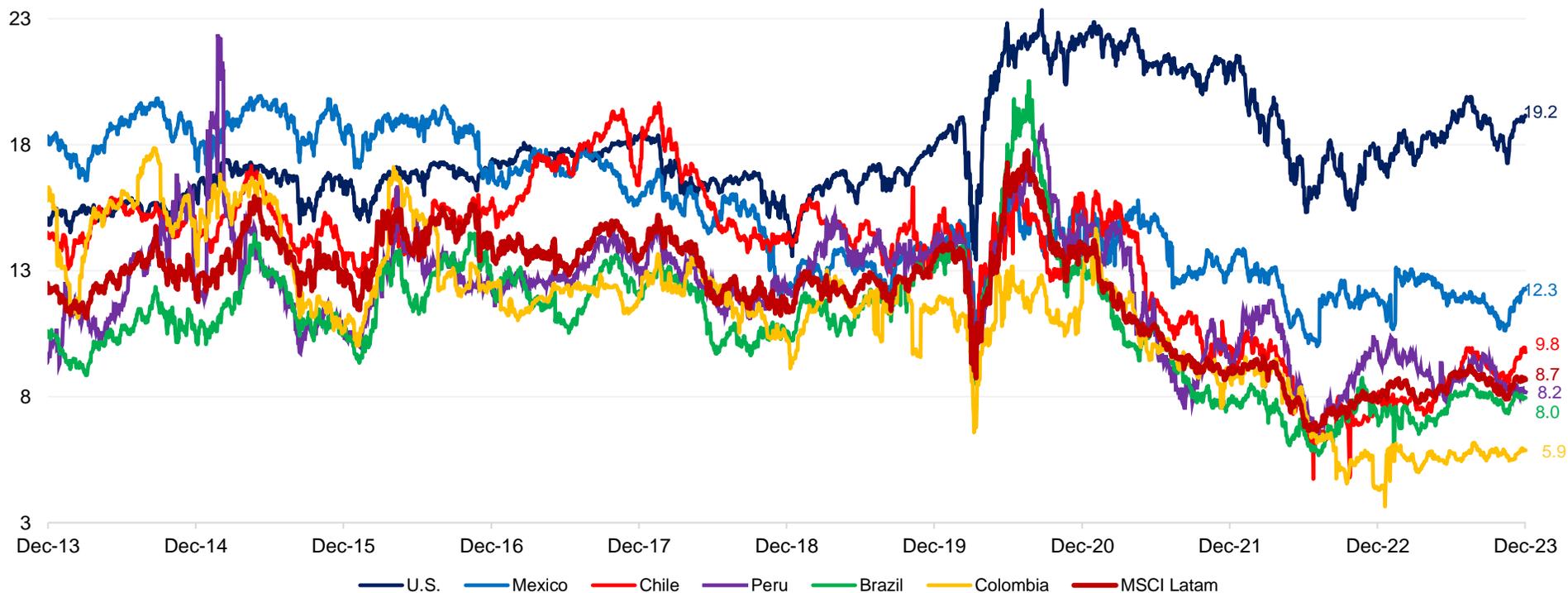
Valuation e
Posicionamento

03

Valuation

Apesar do recente rali, o Brasil continua sendo um dos mercados de ações mais atraentes da região.

P/L



Fontes: Santander e Bloomberg. Atualizado em 11/12/2023.

Rendimentos das Taxas Reais de 10 Anos do Brasil

Os rendimentos reais de longo prazo do Brasil estão em linha com a média de 2011-2016, embora o cenário fiscal tenha melhorado significativamente desde então

Rendimentos das Taxas Reais de 10 anos do Brasil (%)



Fonte: Bloomberg. Atualizado em 11/12/2023.

Spread da Taxa Real de Juros Entre Brasil e EUA Abaixo da Média Histórica

Spread das Taxas Reais de 10 Anos do Brasil – EUA (%)

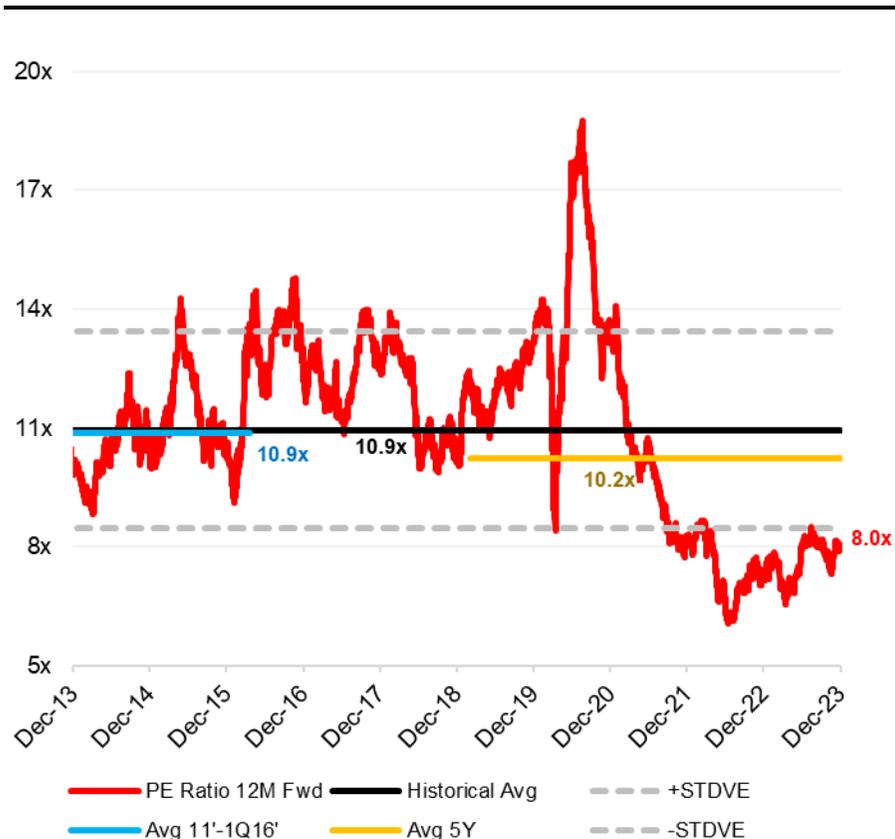


Fonte: Bloomberg. Atualizado em 11/12/2023.

Valuation do Ibovespa

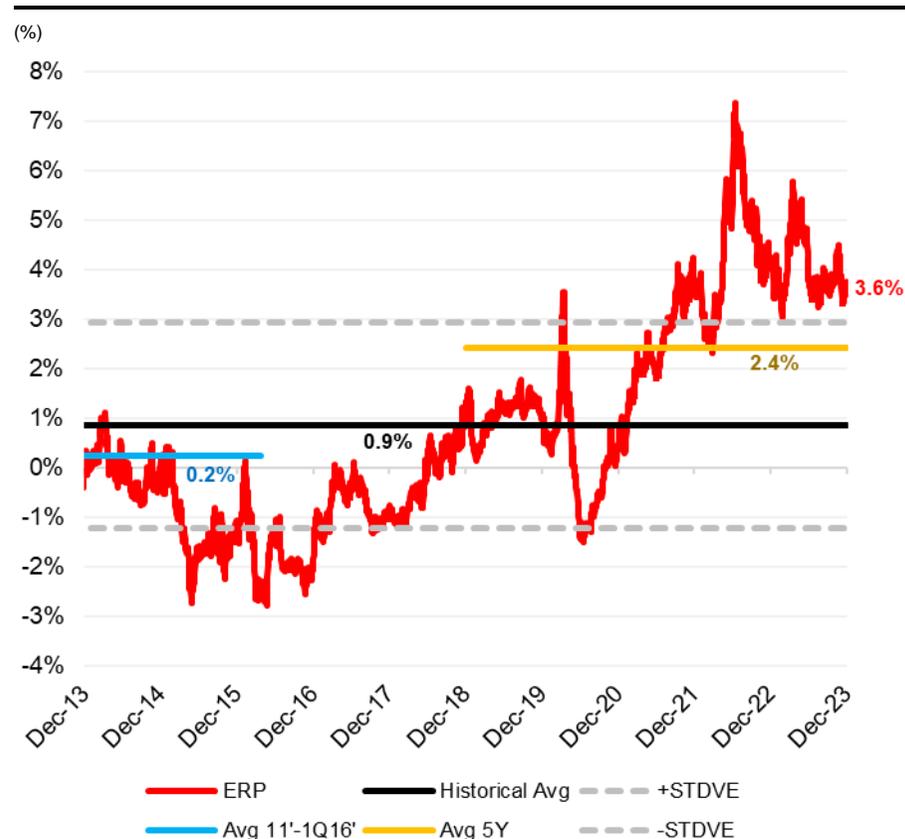
Apesar do recente rali, o IBOV ainda é negociado a 1 desvio padrão abaixo da média histórica.

P/L 12 meses à frente do IBOV



Fonte: Bloomberg, 11/12/2023.

ERP do IBOV, 10 anos

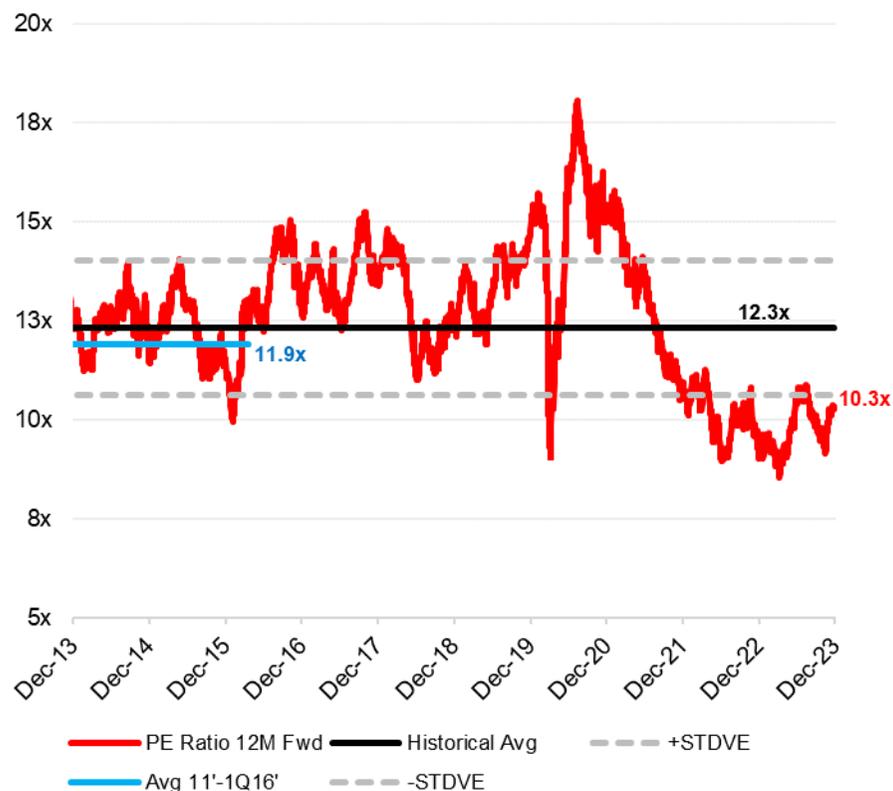


Fonte: Bloomberg, 11/12/2023.

Valuation do Ibovespa

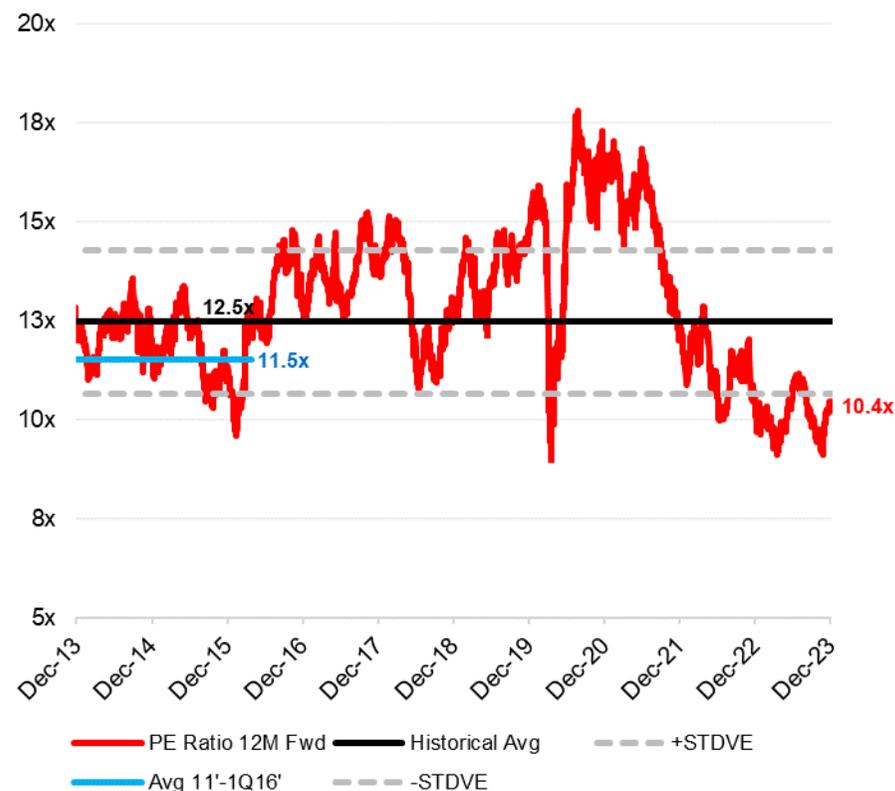
Mesmo excluindo Petrobras, Vale e outras exportadoras, acreditamos que as ações brasileiras parecem atraentes do ponto de vista do *valuation*.

P/L 12 meses à frente do IBOV excluindo Petrobras e Vale



Fonte: Bloomberg, 11/12/2023.

P/L 12 meses à frente do IBOV Doméstico

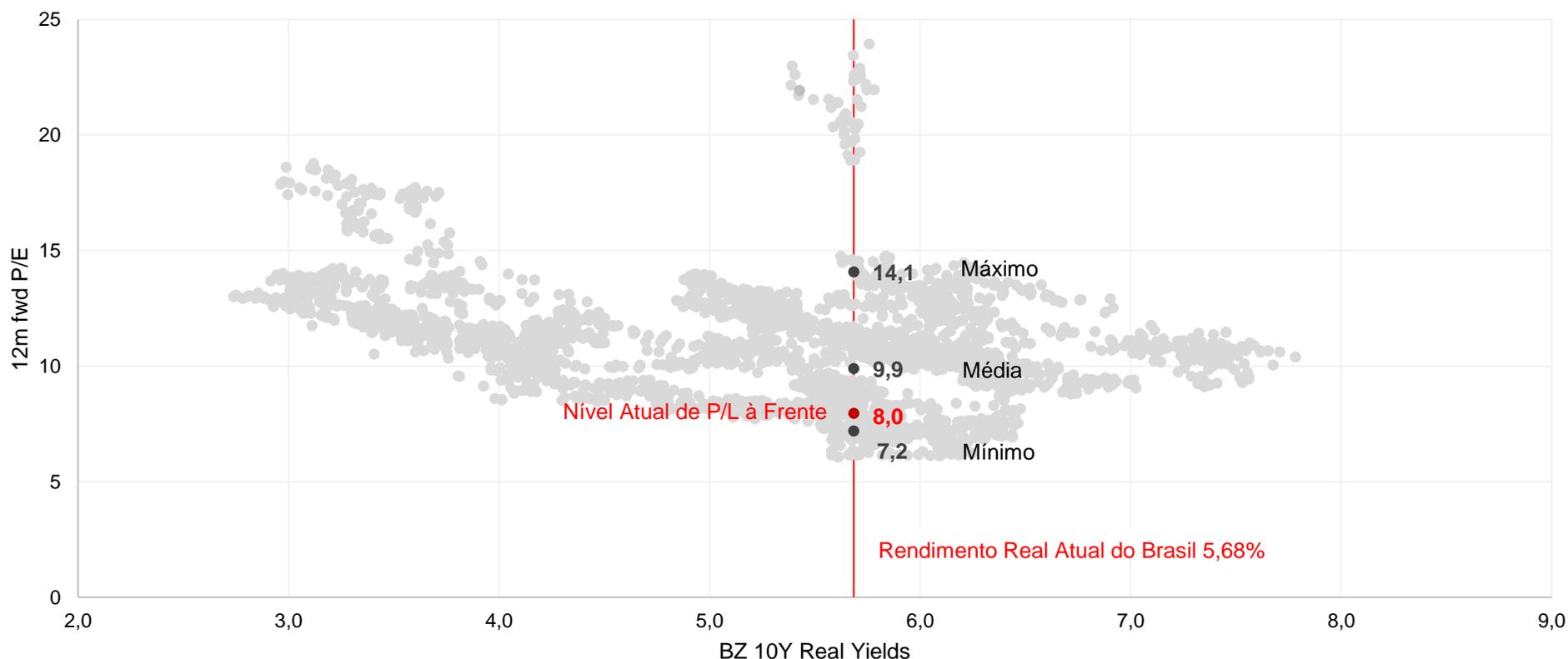


Fonte: Bloomberg, 11/12/2023.

Valuation do Ibovespa vs. Rendimento Real de 10 Anos

Para o atual nível de rendimentos reais de 10 anos, o Ibovespa tem sido negociado, historicamente, com um prêmio de ~24% em relação ao P/L 12 meses à frente atual

P/L 12 meses à frente do IBOV e rendimentos reais de 10 anos do Brasil

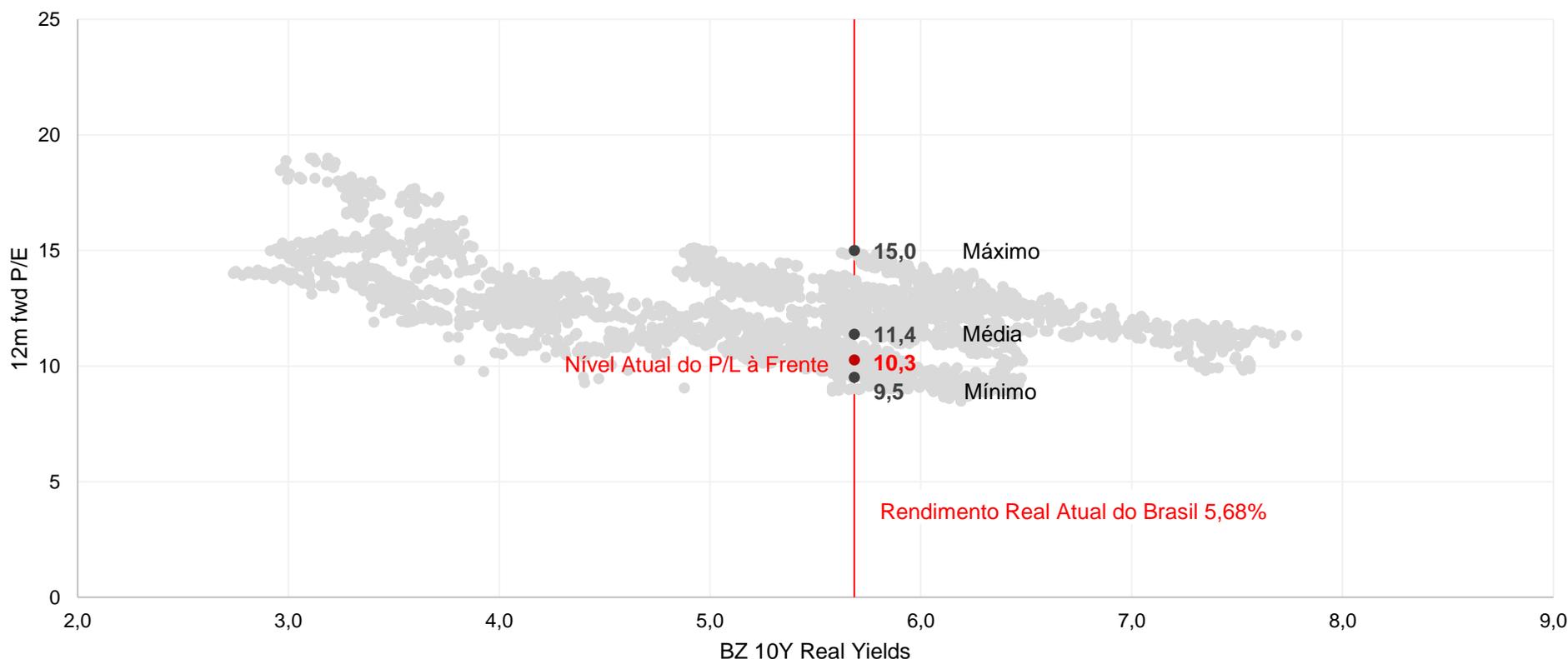


Fonte: Bloomberg. Atualizado em 11/12/2023.

Valuation do Ibovespa vs. Rendimento Real de 10 Anos

Excluindo Petrobras e Vale, o desconto do P/L 12 meses à frente atual em relação à média, para o mesmo nível de rendimentos reais de 10 anos, é de ~11%.

P/L 12 meses à frente do IBOV excluindo Petrobras e Vale e rendimentos reais de 10 anos do Brasil



Fonte: Bloomberg. Atualizado em 11/12/2023.

Desempenho do Ibovespa e Ciclo Monetário

A história está se repetindo durante esse ciclo? A incerteza global impediu o desempenho historicamente positivo que costuma ocorrer três meses após o primeiro corte da Selic.

Desempenho do Ibovespa antes e depois do início do ciclo de afrouxamento monetário

Date	Total Easing Cycle	t - 12	t - 6	t - 3	t - 1	t + 1	t + 3	t + 6 **	t + 12	t + 24
25-Mar-99	-2600 bps	-6.92%	62.96%	52.41%	22.30%	0.87%	7.82%	4.68%	60.11%	39.39%
29-Mar-00	-375 bps	68.78%	64.72%	5.63%	2.91%	-13.94%	-8.53%	-9.61%	-20.04%	-21.80%
20-Feb-02	-75 bps	-17.67%	2.32%	2.18%	1.13%	0.07%	-4.52%	-29.21%	-24.22%	66.67%
18-Jun-03	-1050 bps	29.94%	17.58%	21.07%	6.00%	2.10%	20.42%	53.29%	46.81%	85.23%
15-Sep-05	-850 bps	27.25%	6.43%	12.55%	8.44%	1.38%	14.52%	27.84%	24.49%	85.27%
21-Jan-09	-500 bps	-32.93%	-32.62%	13.97%	2.46%	0.45%	15.28%	37.91%	78.96%	82.71%
31-Aug-11	-525 bps	-15.27%	-16.93%	-12.03%	-3.49%	-7.38%	-2.12%	15.48%	3.42%	-10.60%
19-Oct-16	-775 bps	33.42%	20.03%	12.12%	10.73%	-5.58%	1.34%	1.31%	21.23%	35.56%
31-Jul-19	-225 bps	25.02%	4.04%	6.58%	0.47%	-0.67%	5.64%	12.44%	0.56%	23.17%
18-Mar-20	-225 bps	-28.63%	-36.18%	-41.90%	-41.99%	18.08%	39.82%	49.90%	70.66%	66.24%
2-Aug-23	-150 bps	13.51%	11.37%	18.29%	0.99%	-2.45%	-6.38%	5.01%		
Average*		12.40%	14.28%	12.72%	5.66%	-2.52%	5.54%	12.68%	21.26%	42.85%
Median		25.02%	-6.45%	9.35%	1.46%	-3.12%	3.49%	13.96%	12.33%	29.36%

Fontes: Bloomberg e Santander Estimativas.

* A média não inclui os dois últimos ciclos de afrouxamento monetário (18 de março de 2020 e o ciclo atual).

** Para o atual ciclo de afrouxamento monetário, o desempenho 6 meses após o primeiro corte terminou em 12 de dezembro de 2023.

Desempenho do Ibovespa e Ciclo Monetário

Curiosamente, uma expansão no P/L foi observada mesmo quando as ações já estavam sendo negociadas acima da média dos 5 anos anteriores. E, após o primeiro corte de juros, quanto maior o desconto, mais forte a recuperação.

Previsão do Ibovespa para o próximo ciclo de afrouxamento monetário

Ibovespa P/E - Monetary Easing Cycle					
Date - First Cut	P/E Fwd Ibov on the Day First Cut	P/E 5Y Average	P/E 5Y St. Deviation	St. Deviations for the Mean	IBOV perf in t+12
21-Jan-09	7.73	10.37	1.62	-1.63	79%
31-Aug-11	8.68	10.80	1.76	-1.20	3%
19-Oct-16	14.47	11.37	2.23	1.39	21%
31-Jul-19	12.07	11.90	1.17	0.14	1%
18-Mar-20	8.75	12.12	1.19	-2.84	71%
2-Aug-23	8.45	10.45	2.86	-0.70	5% (*)

Fontes: Bloomberg e Estimativas Santander.
Para o atual ciclo de flexibilização monetária, o desempenho 6 meses após o primeiro corte terminou em 12 de dezembro de 2023.

Desempenho do Ibovespa e Ciclo Monetário

A história está se repetindo durante esse ciclo? A incerteza global impediu o desempenho historicamente positivo que costuma ocorrer três meses após o primeiro corte da Selic.

Desempenho do Ibovespa antes e depois do início do ciclo de afrouxamento monetário

Historical Performance										
Ticker	Index	t - 12	t - 6	t - 3	t - 1	t + 1	t + 3	t + 6	t + 12	t + 24
SMLL	Ibovespa Small Cap	4.7%	-2.7%	4.9%	2.5%	-4.3%	2.9%	26.7%	49.6%	66.5%
IMOB	Ibovespa Real Estate	7.4%	-6.9%	4.9%	5.4%	-7.8%	7.3%	39.2%	51.3%	50.4%
ICON	Ibovespa Consumption	7.8%	3.2%	7.2%	4.1%	-3.5%	2.7%	20.7%	39.0%	52.4%
IBOV	Ibovespa	2.6%	-6.4%	5.2%	2.5%	-3.3%	5.0%	16.8%	26.0%	32.7%
IFNC	Ibovespa Financials	10.9%	-4.1%	6.3%	-0.5%	-2.1%	8.2%	21.8%	31.8%	41.8%
INDX	Ibovespa Industrials	-7.2%	-8.1%	5.1%	4.7%	-4.1%	1.1%	16.4%	30.4%	46.9%
BZUTIL	Ibovespa Public Utilities	35.0%	6.7%	6.6%	1.3%	-1.4%	4.8%	18.1%	26.5%	27.2%
IMAT	Ibovespa Basic Materials	-16.8%	-19.4%	3.2%	3.6%	-1.4%	6.5%	19.7%	41.3%	84.2%

Actual Performance (after the first Selic cut)										
Ticker	Index	t - 12	t - 6	t - 3	t - 1	t + 1	t + 3	t + 6 *	t + 12	t + 24
SMLL	Ibovespa Small Cap	8.6%	17.7%	27.7%	2.4%	-5.4%	-16.7%	-4.6%		
IMOB	Ibovespa Real Estate	32.6%	45.2%	34.7%	6.8%	-7.3%	-17.3%	-4.8%		
ICON	Ibovespa Consumption	-3.7%	12.8%	26.0%	1.9%	-9.2%	-21.8%	-8.3%		
IBOV	Ibovespa	13.5%	11.4%	18.3%	1.0%	-2.5%	-6.4%	5.0%		
IFNC	Ibovespa Financials	19.9%	22.7%	18.7%	-1.1%	-5.4%	-10.3%	5.6%		
INDX	Ibovespa Industrials	8.9%	11.5%	17.1%	5.3%	-5.0%	-12.4%	-1.3%		
BZUTIL	Ibovespa Public Utilities	6.2%	14.3%	12.7%	-0.4%	-3.4%	-7.8%	3.5%		
IMAT	Ibovespa Basic Materials	12.5%	-4.5%	15.3%	5.2%	-0.4%	-6.2%	2.3%		

Fontes: Bloomberg e Estimativas Santander.

O desempenho histórico médio não inclui os dois últimos ciclos de flexibilização monetária (18 de março de 2020 e o ciclo atual).

Para o atual ciclo de flexibilização monetária, o desempenho 6 meses após o primeiro corte terminou em 11 de dezembro de 2023.

Desempenho das Ações e o Ciclo Monetário dos EUA

Historicamente, as ações apresentaram um bom desempenho após uma pausa no ciclo de aperto dos *Fed Funds*. Supondo que o último ciclo de aperto do Fed tenha terminado em julho, o desempenho atual diferiu da tendência histórica por enquanto.

Desempenho dos índices de ações antes e depois da pausa do ciclo de aperto dos *Fed Funds*

Historical Performance After Fed Pauses										
Index	Currency	t - 12	t - 6	t - 3	t - 1	t + 1	t + 3	t + 6	t + 12	t + 24
S&P	USD	3.4%	1.9%	-0.5%	0.8%	2.3%	8.1%	11.9%	16.4%	23.6%
Nasdaq	USD	15.6%	5.0%	-4.2%	2.5%	2.1%	10.4%	13.2%	13.5%	43.0%
MSCI EM	USD	7.4%	-2.1%	-8.4%	-2.3%	1.9%	8.3%	8.7%	20.9%	26.9%
MSCI Brazil	USD	26.6%	17.1%	1.0%	6.2%	4.6%	17.2%	6.6%	21.5%	22.7%
Ibovespa	BRL	29.8%	15.9%	-3.1%	0.5%	-0.7%	7.0%	6.5%	27.8%	49.0%
Ibovespa	USD	23.6%	19.0%	-2.4%	0.8%	0.3%	6.4%	3.2%	21.8%	42.0%

Performance During the Current Cycle (Assuming the Fed Does Not Hike Again)										
Index	Currency	t - 12	t - 6	t - 3	t - 1	t + 1	t + 3	t + 6 *	t + 12	t + 24
S&P	USD	16.5%	12.2%	10.4%	5.5%	-3.5%	-7.0%	1.2%		
Nasdaq	USD	28.2%	27.4%	17.8%	5.5%	-3.6%	-4.9%	4.7%		
MSCI EM	USD	4.2%	-1.8%	6.1%	4.3%	-5.9%	-10.8%	-5.7%		
MSCI Brazil	USD	24.6%	12.5%	21.7%	4.5%	-9.2%	-12.2%	-3.2%		
Ibovespa	BRL	22.8%	9.1%	19.1%	3.7%	-5.5%	-7.2%	3.6%		
Ibovespa	USD	39.2%	17.6%	26.0%	4.4%	-8.2%	-12.2%	-0.9%		

Fontes: Bloomberg e Estimativas Santander.

* Para o atual ciclo de flexibilização monetária, o desempenho 6 meses após o primeiro corte terminou em 12 de dezembro de 2023.

Fatores

Nos mercados desenvolvidos, *Crescimento* foi o destaque do ano, enquanto em mercados emergentes e América Latina, Valor e Small Caps tiveram um melhor desempenho. No Brasil, o fator *Momentum* também foi destaque.

Dashboard de Fatores

(%)

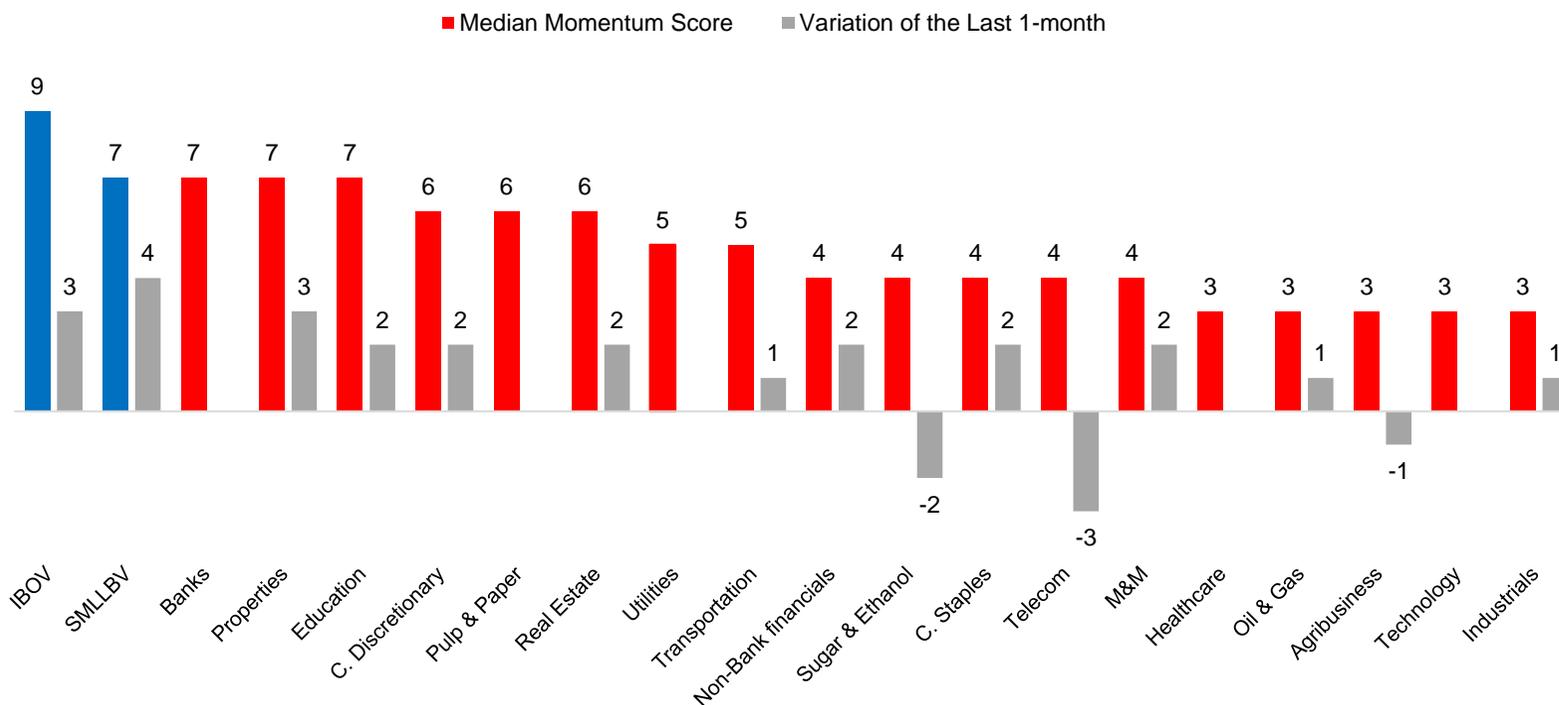
	2 Years	1 Year	YTD	6m	3m	1m	5d		2 Years	1 Year	YTD	6m	3m	1m	5d
MSCI World Index	-4.1%	14.8%	17.4%	5.9%	2.9%	5.4%	1.1%	MSCI EM (USD)	-21.4%	-0.5%	1.8%	-2.9%	-0.4%	2.6%	-0.7%
MSCI World Small cap	-13.0%	5.1%	6.6%	1.0%	1.3%	8.6%	1.1%	MSCI EM Small Cap (USD)	-6.2%	14.2%	16.2%	6.6%	1.5%	4.7%	0.0%
MSCI World Value	-2.2%	4.1%	4.7%	4.2%	2.1%	6.0%	1.2%	MSCI EM Value(USD)	-16.5%	1.7%	3.5%	-2.3%	-0.6%	2.4%	-0.1%
MSCI World Momentum	-10.9%	8.0%	7.9%	9.0%	4.2%	4.1%	1.7%	MSCI EM Momentum (USD)	-28.1%	-2.8%	-2.1%	-4.6%	-4.0%	3.5%	1.0%
MSCI World Growth	-7.5%	26.0%	31.2%	7.5%	3.7%	4.8%	1.0%	MSCI EM Growth (USD)	-25.9%	-2.5%	0.1%	-3.4%	-0.3%	2.8%	0.3%
MSCI World Quality	0.4%	24.1%	27.6%	9.0%	4.2%	4.1%	1.3%	MSCI EM Quality (USD)	-17.5%	4.6%	7.2%	6.2%	5.4%	5.5%	0.8%
MSCI World Low Vol	-2.0%	4.6%	5.8%	3.6%	2.2%	4.1%	0.7%	MSCI EM Low Vol (USD)	-14.2%	0.7%	1.4%	-2.8%	0.0%	2.6%	0.1%
S&P 500	-1.9%	17.5%	20.4%	7.5%	3.0%	4.7%	1.2%	MSCI LATAM (USD)	15.9%	14.8%	15.7%	1.2%	5.4%	4.7%	0.0%
NASDAQ 100	-0.7%	40.3%	48.3%	11.7%	4.9%	4.5%	2.4%	MSCI LATAM Small Cap (USD)	13.5%	23.4%	20.8%	-1.5%	2.7%	7.1%	0.4%
RUSSELL 2000	-14.8%	4.8%	7.0%	1.0%	1.5%	10.5%	0.1%	MSCI LATAM Value (USD)	26.3%	25.5%	23.4%	3.9%	6.6%	4.6%	0.6%
MSCI USA	-3.0%	18.1%	21.1%	8.0%	3.2%	5.0%	1.2%	MSCI LATAM Momentum (USD)	14.2%	17.3%	14.7%	1.8%	3.9%	4.5%	0.1%
MSCI USA Small Cap	-7.4%	8.2%	10.1%	3.2%	2.4%	10.2%	1.5%	MSCI LATAM Growth (USD)	6.4%	8.0%	8.7%	-1.2%	3.9%	4.9%	0.3%
MSCI USA Value	-0.4%	3.9%	4.5%	5.2%	2.4%	6.0%	1.4%	MSCI LATAM Quality (USD)	11.8%	6.6%	8.1%	-3.4%	2.7%	6.5%	0.8%
MSCI USA Momentum	-13.5%	5.7%	5.6%	10.8%	4.3%	3.7%	2.4%	MSCI LATAM Low Vol (USD)	20.9%	17.1%	18.3%	2.9%	6.1%	4.5%	0.1%
MSCI USA Growth	-3.6%	36.1%	42.2%	11.5%	4.3%	4.3%	1.1%	MSCI BRAZIL (USD)	14.2%	15.4%	14.4%	3.5%	6.4%	3.1%	-0.2%
MSCI USA Quality	2.7%	28.6%	31.8%	11.5%	4.4%	3.9%	1.8%	MSCI BRAZIL Small Cap (USD)	2.9%	22.6%	19.6%	-2.6%	2.6%	5.1%	0.3%
MSCI USA Low Vol	0.2%	5.8%	7.6%	6.7%	3.0%	3.9%	0.9%	MSCI BRAZIL Value (USD)	27.6%	22.9%	23.3%	6.5%	8.0%	3.1%	0.2%
								MSCI BRAZIL Momentum (USD)	17.4%	27.4%	21.8%	3.8%	3.5%	1.5%	-0.4%
								MSCI BRAZIL Growth (USD)	1.3%	8.4%	7.4%	0.5%	4.6%	3.0%	0.4%
								MSCI BRAZIL Quality (USD)	13.5%	13.2%	7.3%	0.0%	4.5%	4.3%	0.4%
								MSCI BRAZIL Low Vol (USD)	16.1%	20.7%	17.5%	4.7%	6.7%	2.6%	0.1%

Fontes: Bloomberg e Santander. Preços de 12/12/2023.

Fatores

O Ibovespa está perto de atingir a máxima histórica. Quase todos os setores ganharam força nos últimos 30 dias.

Filtro de *Momentum*



Fontes: Bloomberg e Santander. Preços de 11/12/2023.

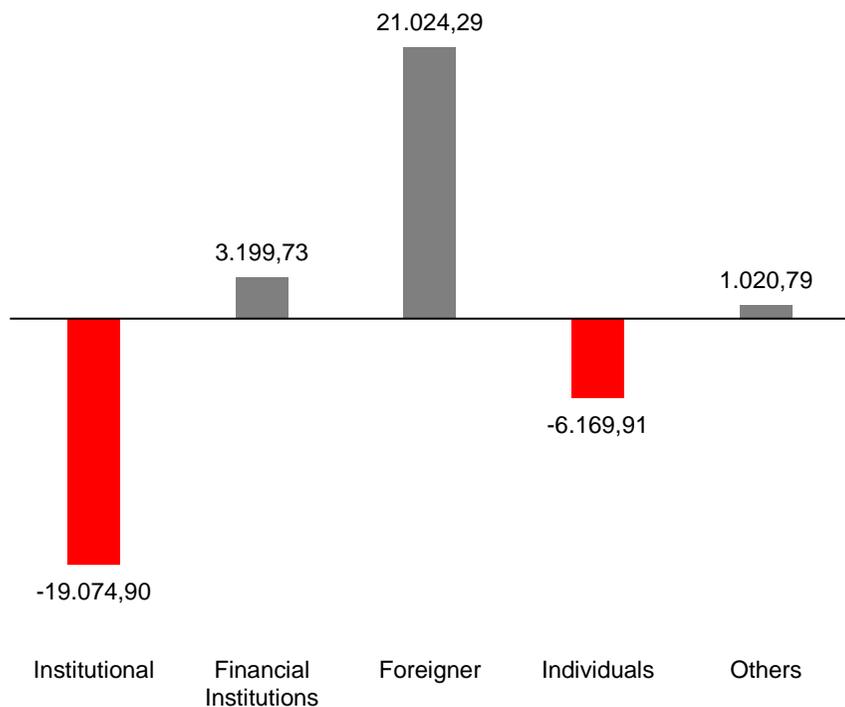
Fluxo de Ações

Os fluxos estrangeiros têm sido um dos principais impulsionadores do recente rali nos mercados locais. Por outro lado, as vendas por instituições locais persistiram.

Fluxo líquido de ações brasileiras em novembro

(Milhões de R\$)

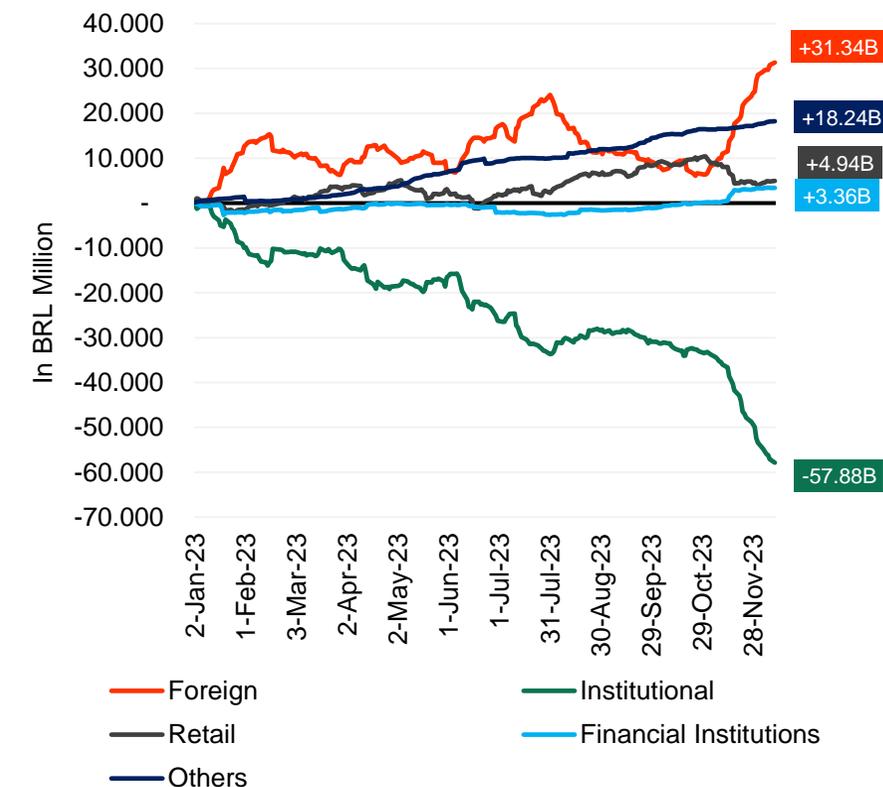
Net Flow MTD (BRL Million) - November



Fontes: B3, Santander. Atualizado em 11/12/23.

Fluxo líquido de ações brasileiras em 2023

(Milhões de R\$)

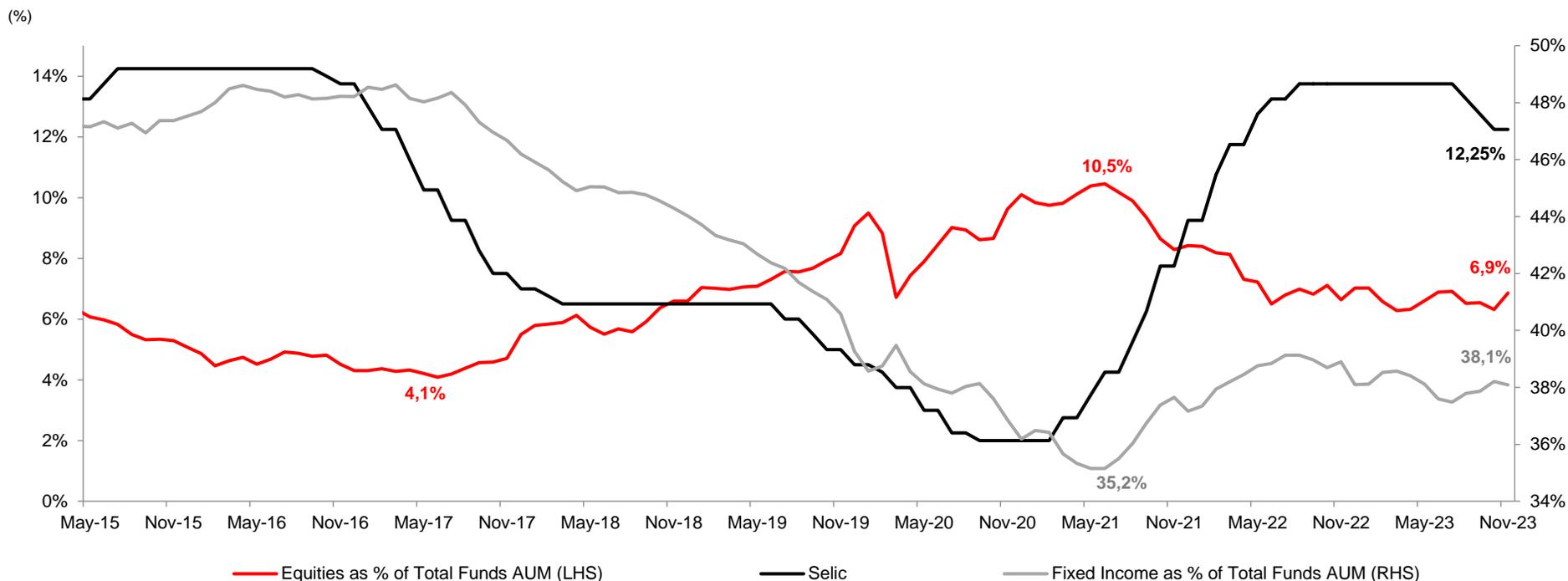


Fontes: B3, Santander. Atualizado em 11/12/23.

Fundos Brasileiros de Ações

Os fundos de ações como porcentagem do AUM total de fundos locais também parecem ter atingido um ponto de inflexão em novembro, devido à valorização dos preços, já que os fluxos de entrada permanecem fracos.

Fundos de Ações e de Renda Fixa como % do AUM Total dos Fundos

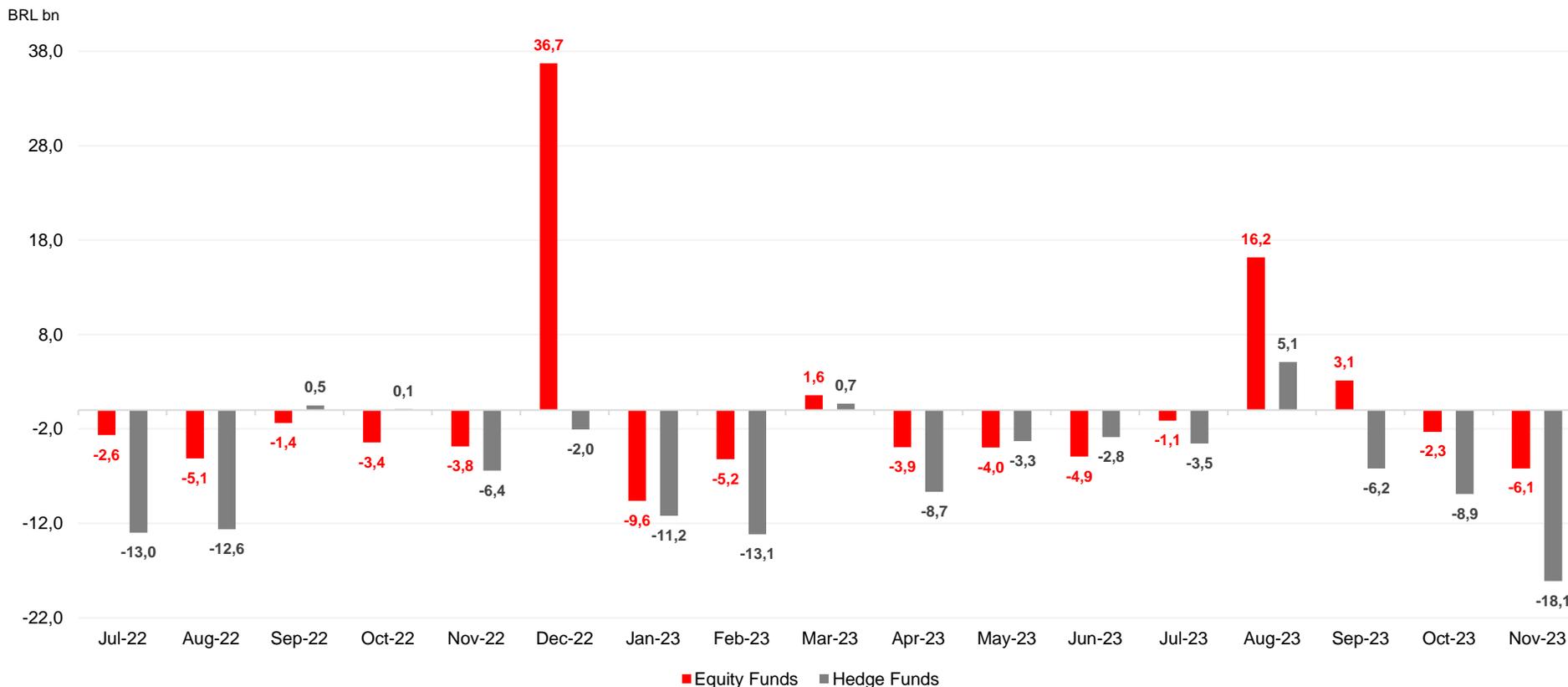


Fontes: ANBIMA e Santander Research. Atualizado em 11/12/2023.

Fluxos Líquidos de Fundos de Ações e *Hedge Funds*

Após uma curta recuperação em agosto, as saídas líquida de fundos locais continuam desafiando o setor

Entrada líquida mensal de fundos de ações e *hedge funds* excluindo investimentos estrangeiros



Fontes: ANBIMA e Santander Research. Atualizado em 11/12/2023.

Metodologia do *Santander Sentiment Index*

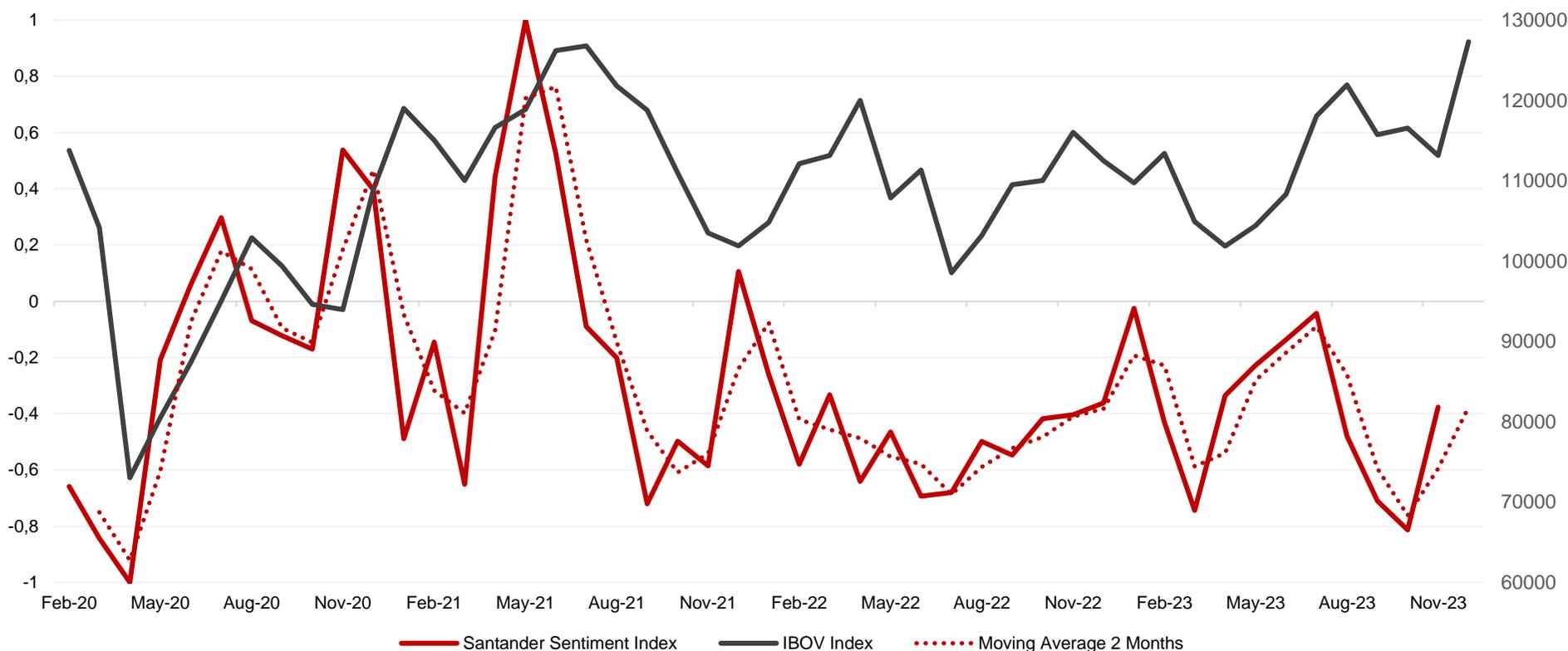
Metodologia do *Santander Sentiment Index*

- **Visão Geral:** O *Santander Sentiment Index* faz uso de uma abordagem quantitativa, aproveitando o *Natural Language Processing* (NLP) para dissecar e entender o sentimento embutido na comunicação dos gestores dentro da indústria brasileira de *hedge funds*. Esse índice é elaborado a partir da análise das cartas mensais dos 15 maiores *hedge funds* independentes do Brasil. Seu objetivo é mensurar o tom emocional transmitido nessas comunicações em uma medida baseada em dados de suas perspectivas e das perspectivas de mercado.
- **Extração e Consolidação de Sentimentos:** No processo de extração de sentimentos, a ferramenta primeiro pré-processa o texto das cartas dos gestores de ativos, utilizando técnicas como tokenização, marcação das partes do discurso (*part-of-speech tagging*) e análise sintática para entender a estrutura e o significado das frases. Para alcançar a pontuação, léxicos de sentimento e modelos de *machine learning* são empregados para classificar essas sentenças em positivas (+1), neutras (0) ou negativas (-1). Esse processo inclui uma etapa de vetorização abrangente para capturar e interpretar com precisão elementos linguísticos complexos, incluindo negações, sarcasmo e expressões idiomáticas. As pontuações de sentimento resultantes dos documentos individuais são normalizadas usando um método de normalização min-max, variando de -1 a +1. Essas pontuações são então integradas cumulativamente para formar o *Santander Sentiment Index*, fornecendo uma visão geral e detalhada do sentimento da indústria brasileira de *hedge funds*.
- **Conclusões:** O *Santander Sentiment Index* fornece uma métrica única na análise financeira. Ao quantificar o sentimento nas comunicações dos gestores de ativos, oferece uma visão baseada em dados sobre suas perspectivas e sobre as perspectivas do mercado.

Santander Sentiment Index

Nosso *Santander Sentiment Index* demonstrou que, após o rali de novembro, os gestores de portfólio ficaram mais otimistas em relação às ações brasileiras, mas ainda estão abaixo do neutro.

Santander Sentiment Index vs. Índice Ibovespa



Fontes: Amostra de cartas de clientes de gerentes de portfólio locais, Santander Research. Atualizado em 11/12/23.

Temas para 2024:
Compounders – Tese
Secular, *Valuation* Cíclico

04

Historicamente, os Múltiplos Foram Reclassificados Durante Ciclos de Flexibilização

As tabelas indicam que, 12 meses após a redução inicial da taxa de juros, o S&P, a NASDAQ e o Ibovespa experimentaram expansões médias de múltiplos de 12%, 27% e 18%, respectivamente, durante os ciclos de flexibilização.

Desempenho de múltiplos durante ciclos de flexibilização

S&P P/E - Monetary Easing Cycle				
Date - 1st Cut	P/E Fwd Ibov on the Day 1st Cut	P/E t+12 after the 1st Cut	Change in P/E	S&P perf in t+12
5-Jun-89	NA	NA	NM	14%
13-Jul-90	NA	NA	NM	4%
6-Jul-95	18.4	17.1	-7%	19%
29-Sep-98	23.0	25.6	11%	21%
3-Jan-01	24.0	24.3	1%	-14%
6-Nov-02	17.8	19.7	11%	15%
18-Sep-07	15.8	14.0	-11%	-24%
8-Oct-08	14	17.3	24%	8%
31-Jul-19	17.9	25.0	40%	9%
3-Mar-20	17.1	22.6	32%	27%
Average	18.5	20.7	12%	8%
Median	17.9	21.2	18%	11%

Nasdaq P/E - Monetary Easing Cycle				
Date - 1st Cut	P/E Fwd Ibov on the Day 1st Cut	P/E t+12 after the 1st Cut	Change in P/E	NDX perf in t+12
5-Jun-89	NA	NA	NM	11%
13-Jul-90	NA	NA	NM	9%
6-Jul-95	14.4	19.3	34%	19%
29-Sep-98	27.4	47.0	72%	73%
3-Jan-01	29.6	40.0	35%	-34%
6-Nov-02	24.3	26.3	8%	35%
18-Sep-07	18.8	12.8	-32%	-17%
8-Oct-08	12.84	15.8	23%	29%
31-Jul-19	18.5	23.0	25%	39%
3-Mar-20	19.9	26.6	34%	48%
Average	20.7	26.3	27%	21%
Median	19.3	24.7	28%	24%

Ibovespa P/E - Monetary Easing Cycle				
Date - 1st Cut	P/E Fwd Ibov on the Day 1st Cut	P/E t+12 after the 1st Cut	Change in IBOV P/E	IBOV perf in t+12
21-Jan-09	7.7	13.4	73%	83%
31-Aug-11	8.7	10.5	21%	-11%
19-Oct-16	14.5	13.2	-9%	36%
31-Jul-19	12.1	11.7	-3%	23%
18-Mar-20	8.7	10.5	20%	66%
2-Aug-23	8.5	NA	NA	NA
Average	10.0	11.8	18%	39%
Median	8.7	11.7	34%	36%

Fontes: Bloomberg, Estimativas do Santander.

Fontes: Bloomberg, Estimativas do Santander.

Tese Secular, *Valuation* Cíclico

Compounders são empresas que podem aumentar seu valor intrínseco em um ritmo acelerado durante um longo período de tempo de maneira sustentável, e dependem significativamente menos de fatores macroeconômicos e mais de suas próprias capacidades para expandir a participação de mercado, penetração e mercado endereçável (TAM).

Apesar da natureza secular da tese de investimento dos *Compounders*, seu *valuation* é altamente cíclico devido à longa duração de seus fluxos de caixa. E acreditamos que estamos entrando na parte do ciclo em que essas ações devem ter uma reavaliação à medida que as taxas de juros caem.

A maioria dos *Compounders* relatou um forte *de-rating* nos últimos anos, como mostrado na tabela.

Lista de *Compounders* que tiveram *de-ratings* nos últimos anos

Change									
Security	Company	P/E Fwd Last 5Y	P/E Fwd 2024	Change 2024 x last 5Y	EPS CAGR 12-m Fwd	EPS CAGR 5Y Fwd	EPS CAGR 5Y trailing	Sant Analyst	Rating
MELI US	Mercado Libre	267.0	46.8	-82%	51%	45%	149%	Ruben Couto	Outperform
NU US	NU Holdings	56.0	21.9	-61%	76%	36%	NM	H. Navarro	Underperform
XP US	XP Inc	27.0	12.5	-54%	25%	11%	58%	H. Navarro	Outperform
LWSA3	Locaweb	55.5	26.5	-52%	162%	39%	17%	Felipe Cheng	Neutral
ARZZ3	Arezzo	20.8	12.7	-39%	25%	16%	23%	Ruben Couto	Outperform
ODPV3	Odontoprev	19.0	12.0	-37%	1%	6%	14%	C. Moscardini	Outperform
LREN3	Lojas Renner	20.6	13.1	-36%	18%	20%	4%	Ruben Couto	Outperform
RDOR3	Rede D'Or	29.8	20.8	-30%	58%	27%	44%	C. Moscardini	Outperform
RENT3	Localiza	22.8	16.6	-27%	86%	45%	26%	Lucas Barbosa	Outperform
HAPV3	Hapvida	29.6	21.6	-27%	262%	104%	NM	C. Moscardini	Outperform
WEGE3	Weg	34.4	27.0	-22%	2%	13%	31%	Lucas Barbosa	Neutral
VIVA3	Vivara	17.3	14.1	-18%	20%	16%	16%	Ruben Couto	Outperform
EQTL3	Equatorial	14.4	12.4	-14%	54%	24%	19%	Andre Sampaio	Outperform
TOTS3	Totvs	27.8	25.8	-7%	31%	24%	27%	Felipe Cheng	Outperform
INTR US	Inter & Co	12.7	11.9	-6%	43%	34%	NM	H. Navarro	Neutral
RADL3	Raia Drogasil	34.0	32.0	-6%	34%	25%	16%	Ruben Couto	Neutral

Fonte: Bloomberg.

Acreditamos que MELI, LWSA3, ARZZ3, LREN3, RENT3, HAPV3, VIVA3 e EQTL3 poderiam ver uma reclassificação neste ciclo, dado que as expectativas de crescimento futuro não mudaram muito ou são ainda maiores do que nos cinco anos anteriores.

Temas para 2024: *Momentum*

05

Temas para 2024: *Momentum*

- Para avaliar o impacto da Selic sobre os fatores de investimento, foram analisados nove casos de flexibilização da política monetária a partir de março de 1999.
- **Como mostrado no próximo slide, *Momentum* apresentou um desempenho melhor do que os outros fatores na grande maioria dos períodos analisados, tanto antes quanto depois do corte inicial da taxa.**
- Além disso, ao examinar a relação entre os fatores e a Selic, *Momentum* apresentou a correlação mais forte (-82,3%) nesse período. Por outro lado, Valor teve a menor correlação (-39,8%) e historicamente foi um dos piores desempenhos 12 meses após a redução inicial.

Index	Correlation
MSCI Brazil (USD)	-51.2%
MSCI Brazil Momentum (USD)	-82.3%
MSCI Brazil Quality (USD)	-59.8%
MSCI Brazil LowVol (USD)	-57.9%
MSCI Brazil Growth (USD)	-57.1%
MSCI Brazil Value (USD)	-39.8%

Fontes: Bloomberg e Estimativas Santander.

Temas para 2024: *Momentum*

Em comparação com os ciclos passados, a maioria dos fatores apresentaram uma *underperformance* até agora. Nos mercados em alta, *Momentum* tende a apresentar um melhor desempenho, e a volatilidade nos títulos do *Treasury* dos EUA entre setembro e novembro interrompeu temporariamente a tendência. No entanto, à medida que avançamos no ciclo de flexibilização, acreditamos que o *Momentum* deve performar melhor do que os outros fatores.

Desempenho dos fatores antes e depois do início do ciclo de afrouxamento monetário

Historical Performance During Easing Cycles										
Index	Currency	t - 12	t - 6	t - 3	t - 1	t + 1	t + 3	t + 6	t + 12	t + 24
MSCI Brazil	USD	17.7%	2.8%	12.2%	4.5%	-5.9%	6.0%	23.9%	24.0%	49.6%
MSCI Brazil Momentum	USD	17.9%	7.5%	13.7%	5.1%	-5.1%	6.3%	23.8%	29.8%	59.1%
MSCI Brazil Quality	USD	15.1%	2.4%	13.9%	5.6%	-6.3%	4.0%	24.6%	24.8%	43.8%
MSCI Brazil LowVol	USD	17.4%	3.9%	11.4%	3.7%	-5.8%	6.1%	24.3%	25.0%	49.2%
MSCI Brazil Growth	USD	11.8%	-0.1%	9.6%	3.6%	-5.1%	5.2%	24.1%	26.2%	50.6%
MSCI Brazil Value	USD	23.1%	6.1%	14.6%	5.2%	-6.7%	6.6%	23.7%	21.9%	48.8%

Performance During the Current Easing Cycle										
Index	Currency	t - 12	t - 6	t - 3	t - 1	t + 1	t + 3	t + 6 *	t + 12	t + 24
MSCI Brazil	USD	10.0%	13.3%	21.3%	0.3%	-5.3%	-10.8%	0.0%		
MSCI Brazil Momentum	USD	17.1%	21.2%	22.7%	0.8%	-4.7%	-9.4%	-1.2%		
MSCI Brazil Quality	USD	17.0%	8.7%	15.6%	0.2%	-7.3%	-15.3%	-3.4%		
MSCI Brazil LowVol	USD	10.2%	15.0%	17.0%	0.4%	-5.3%	-9.7%	1.1%		
MSCI Brazil Growth	USD	10.7%	10.7%	20.0%	1.2%	-7.3%	-16.0%	-4.3%		
MSCI Brazil Value	USD	9.6%	16.3%	22.8%	-0.6%	-3.2%	-5.4%	4.4%		

Fontes: Bloomberg e Estimativas Santander.
T+6* considera performance até 11 de dezembro de 2023.

Top 20 Ações de *Momentum*

A lista abaixo mostra as 20 principais ações com a maior pontuação de *Momentum*

Top 20 stocks with highest Momentum Score			
Stock	Company	Sector	Score
VIVT3	Telefônica Brasil	Telecom	10
UGPA3	Ultrapar	C. Staples	10
TIMS3	Tim Brasil	Telecom	9
BBAS3	Banco do Brasil	Banks	9
VLID3	Valid	Technology	9
ITUB4	Itaú Unibanco	Banks	9
MELI US	Mercado Libre	C. Discretionary	9
CMIN3	CSN Mineração	M&M	8
VBBR3	Vibra	C. Staples	8
SAPR11	Sanepar	Utilities	8
FRAS3	Fras-le	Industrials	8
INTR US	Banco Inter	Banks	8
SBSP3	Sabesp	Utilities	8
NU US	Nubank	Banks	8
JBSS3	JBS	Agribusiness	8
TGMA3	Tegma	Transportation	8
LOGG3	Log CP	Properties	8
EQTL3	Equatorial	Utilities	8
CEAB3	C&A	C. Discretionary	8
ABCB4	Banco ABC	Banks	8

Fontes: Bloomberg e Estimativas Santander.
Preços de 12/12/2023.

Temas para 2024: Small Caps x Ibovespa

06

Temas para 2024: Small Caps x Ibovespa

- De acordo com nossa análise, dos últimos nove ciclos de flexibilização no Brasil, o índice Small Cap historicamente performou melhor do que o Ibovespa em 29 p.p. 12 meses após o primeiro corte de juros.
- A nosso ver isso aconteceu porque: (i) o índice Small Cap sempre foi fortemente composto por nomes domésticos (o peso atual é de ~78%); (ii) nomes do setor Imobiliário e Varejo historicamente tiveram um melhor desempenho nesses ciclos e estão fortemente representados no SMLL; (iii) small caps tendem a registrar uma boa performance nesses ciclos; e (iv) os investidores pessoa física gostam de negociar small caps e esperamos que os fluxos desse tipo de investidor acelerem à medida que a Selic cai abaixo de 10%.
- SMLL está sendo negociado a um *valuation* atraente (9,6x P/L vs. 14,2x média de 15 anos).
- Comparando o *valuation* do SMLL com os rendimentos reais de 10 anos do Brasil, o índice está sendo negociado abaixo do *valuation* mínimo de 15 anos para o mesmo nível de rendimentos reais.

		Historical Performance During Easing Cycles								
Ticker	Index	t - 12	t - 6	t - 3	t - 1	t + 1	t + 3	t + 6	t + 12	t + 24
SMLL	Ibovespa Small Cap	4.7%	-2.7%	4.9%	2.5%	-4.3%	2.9%	26.7%	49.6%	66.5%
IMOB	Ibovespa Real Estate	7.4%	-6.9%	4.9%	5.4%	-7.8%	7.3%	39.2%	51.3%	50.4%
ICON	Ibovespa Consumption	7.8%	3.2%	7.2%	4.1%	-3.5%	2.7%	20.7%	39.0%	52.4%
IBOV	Ibovespa	2.6%	-6.4%	5.2%	2.5%	-3.3%	5.0%	16.8%	26.0%	32.7%
IFNC	Ibovespa Financials	10.9%	-4.1%	6.3%	-0.5%	-2.1%	8.2%	21.8%	31.8%	41.8%
INDX	Ibovespa Industrials	-7.2%	-8.1%	5.1%	4.7%	-4.1%	1.1%	16.4%	30.4%	46.9%
BZUTIL	Ibovespa Public Utilities	35.0%	6.7%	6.6%	1.3%	-1.4%	4.8%	18.1%	26.5%	27.2%
IMAT	Ibovespa Basic Materials	-16.8%	-19.4%	3.2%	3.6%	-1.4%	6.5%	19.7%	41.3%	84.2%

Fontes: Bloomberg e Estimativas Santander.

Small Cap x Ibovespa

Small Caps performou melhor do que o Ibovespa

Small Cap x Ibovespa desde 2008

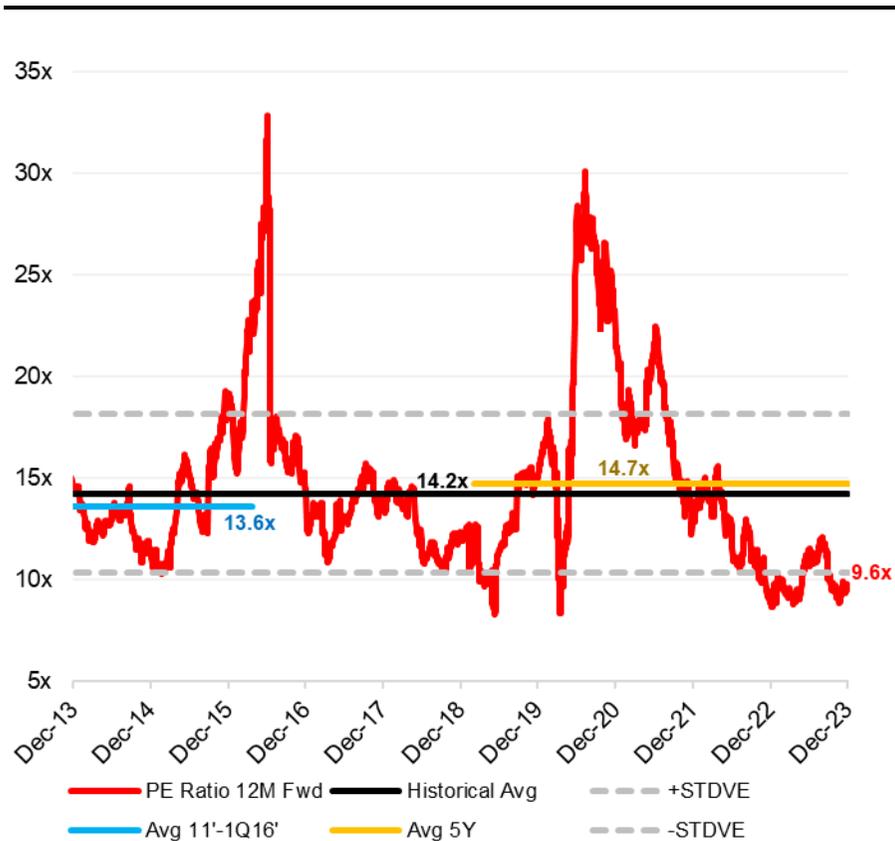


Fonte: Bloomberg. Atualizado em 11/12/2023.

Valuation do Small Cap

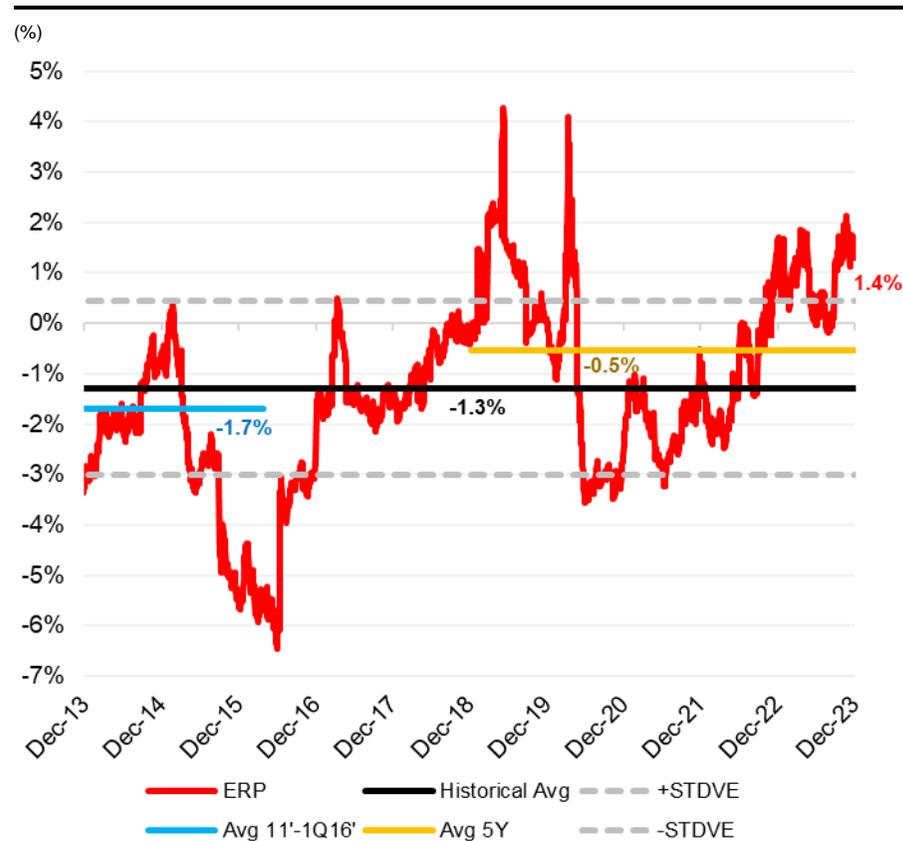
Índice Small Cap negocia com um desconto ainda maior em relação à média histórica

P/L 12 meses à frente do Small Cap



Fonte: Bloomberg. Atualizado em 11/12/2023.

ERP do Small Cap, 10 anos

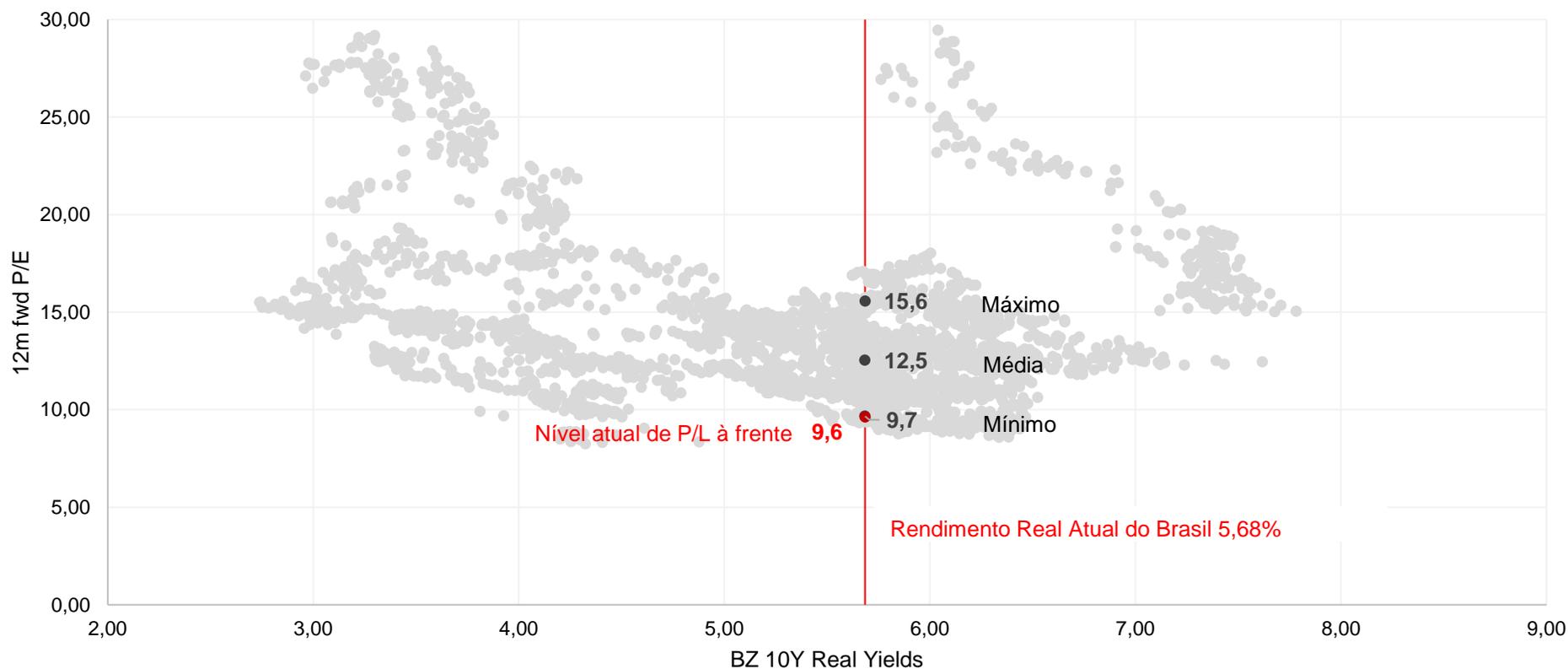


Fonte: Bloomberg. Atualizado em 11/12/2023.

Valuation do Small Cap

O Small Cap é um dos índices mais assimétricos em nossa visão. Ele está sendo negociado abaixo do P/L histórico mínimo para o mesmo nível de rendimentos reais de 10 anos. Para voltar à média, o índice teria que subir ~30%

P/L 12 meses à frente do índice Small Cap e rendimentos reais de 10 anos do Brasil



Fonte: Bloomberg. Atualizado em 11/12/2023.

Carteira Recomendada

07

Nosso Cenário Base é de um *Soft Landing* Global Combinado com um Cenário de “*Muddle-Through*” no Brasil

- Mantivemos nosso cenário base como um *Soft Landing* global combinado com uma perspectiva local de “*Muddle-Through*”.
- Incluímos, no entanto, um novo cenário alternativo: o *Late Cycle*.
- Mesmo que a próxima fase do ciclo deva ser um *Soft* ou *Hard Landing*, acreditamos que há uma probabilidade de 20% de que a economia global ainda não tenha saído do estágio final do ciclo econômico.
- Esse estágio final é tipicamente caracterizado por um pico de atividade econômica, inflação persistente, mercado de trabalho apertado e aumento das taxas de juros. Quando a atividade diminui e a economia entra em recessão, o *Late Cycle* chega ao fim.
- **No entanto, ainda acreditamos que o cenário mais provável é um *soft landing* com 60% de probabilidade. Nossa visão é baseada em (i) moderação significativa no núcleo e na inflação global, (ii) normalização gradual do mercado de trabalho e (iii) sinais iniciais de moderação em alguns dados de atividade, como as vendas no varejo.**

		Global			Total
		Soft Landing	Hard Landing	Late Cycle	
Domestic	Fiscal Hardship	Exporters, Low Vol, Value	Exporters, Low Vol	Exporters, Value, Low Vol	15.0%
	Muddle Through	Quality, Momentum, Growth	Low Vol, Quality, Exporters	Value, Low Vol	70.0%
	Goldilocks	Growth, Momentum	Low Vol, Growth, Exporters	Quality, Value	15.0%
Total		60.0%	20.0%	20.0%	

Fonte: Santander Research.

Carteira Recomendada – Pesos Setoriais

	IBOV Weight	Portfolio weight	OW/UW
Transportation	4.74%	13.0%	8.3%
Consumption	4.92%	11.0%	6.1%
Utilities	11.24%	16.0%	4.8%
Real Estate	0.61%	4.0%	3.4%
Banks	17.59%	20.0%	2.4%
TMT	2.59%	3.0%	0.4%
Healthcare	3.17%	3.0%	-0.2%
Agribusiness	0.37%	0.0%	-0.4%
Education	0.54%	0.0%	-0.5%
Malls	1.18%	0.0%	-1.2%
Metals & Mining	17.20%	16.0%	-1.2%
Pulp & Paper	2.28%	0.0%	-2.3%
Others	2.71%	0.0%	-2.7%
Capital Goods	3.16%	0.0%	-3.2%
Oil, Gas & Petchem	17.40%	14.0%	-3.4%
Financials ex-banks	4.98%	0.0%	-5.0%
Food & Beverage	5.37%	0.0%	-5.4%

Fontes: Santander Research e B3.

Carteira Recomendada

Ticker	Company	Mkt Cap (BRL Mln)	P/E 24	P/E 5Y AVG	Delta P/E	EV/Ebitda 24	EV/Ebitda 5Y AVG	Delta EV/EBITDA	EPS growth 24	Momentum Score	IBOV Weight	Portfolio weight	OW/UW
MELI	Mercado Libre	408,750	48.0	245.0	-80%	23.5	80.0	-71%	51%	8.0	0.0%	5.0%	5.0%
RENT	Localiza	64,173	16.8	23.0	-27%	7.5	12.8	-41%	87%	4.0	2.4%	7.0%	4.6%
EQTL3	Equatorial	39,020	12.4	13.4	-8%	7.9	8.5	-7%	54%	8.0	1.7%	6.0%	4.3%
BPAC11	BTG Pactual	131,783	10.8	12.0	-10%	NA	NA	NM	20%	8.0	1.8%	5.0%	3.2%
ITUB4	Itau Unibanco	287,741	7.9	7.9	0%	NA	NA	NM	13%	9.0	6.9%	10.0%	3.1%
SMFT3	SmartFit	14,609	22.7	78.0	-71%	9.1	10.1	-10%	18%	6.0	0.0%	3.0%	3.0%
VIVA3	Vivara	7,376	14.3	18.0	-21%	10.9	12.7	-14%	20%	6.0	0.0%	3.0%	3.0%
RAIL3	Rumo	41,419	20.1	27.4	-27%	7.9	9.1	-13%	120%	6.0	1.3%	4.0%	2.7%
ELET6	Eletrabras	94,961	10.3	8.5	21%	5.5	5.6	-2%	89%	6.0	4.3%	7.0%	2.7%
TOTS3	Totvs	20,089	25.5	28.8	-11%	13.5	16.0	-16%	26%	7.0	0.8%	3.0%	2.2%
HAPV	Hapvida	31,288	21.0	31.0	-32%	9.2	16.0	-43%	262%	6.0	0.9%	3.0%	2.2%
STBP3	Santos Brasil	7,544	14.3	32.0	-55%	6.9	9.0	-23%	17%	3.0	0.0%	2.0%	2.0%
DIRR3	Direcional	3,476	6.8	8.0	-15%	5.2	5.9	-12%	46%	7.0	0.0%	2.0%	2.0%
SBSP3	Sabesp	47,319	10.9	9.7	12%	6.2	5.6	11%	26%	8.0	1.1%	3.0%	1.9%
CYRE3	Cyrela	8,966	8.5	10.8	-21%	7.9	9.5	-17%	14%	6.0	0.3%	2.0%	1.7%
BBAS3	Banco do Brasil	150,434	4.2	5.0	-16%	NA	NA	NM	12%	9.0	3.5%	5.0%	1.5%
PRI03	Prio	38,860	4.4	7.4	-41%	2.8	3.8	-26%	55%	5.0	1.6%	3.0%	1.4%
VALE3	Vale	324,075	5.9	6.1	-3%	4.2	3.8	11%	9%	5.0	14.8%	16.0%	1.2%
PETR3	Petrobras	458,771	3.6	6.8	-47%	2.5	3.3	-24%	-8%	6.0	11.3%	11.0%	-0.3%

Fonte: Santander Research. Preços de 12/12/2023.

Novo Preço-Alvo (2024E) de 160.000 Pontos para o Ibovespa

Vemos um potencial de alta de ~25% para o Ibovespa até o fim de 2024. Em nosso preço-alvo, o Ibovespa seria negociado a 9x P/L.

		IBOV Index				
		BZ 10Y Real Long term rates				
		3.5%	4.5%	5.5%	6.5%	7.5%
EPS Growth 24E	15.0%	173,500	160,000	144,000	136,000	126,000
	5.0%	158,000	147,000	133,000	122,000	115,000
	-5.0%	147,000	131,000	118,000	111,000	103,000
	-15.0%	129,000	118,000	109,000	99,000	92,000

		IBOV Index				
		BZ 10Y Real Long term rates				
		3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%
EPS Growth 24E	15.0%	37%	27%	14%	8%	0%
	5.0%	25%	16%	5%	-3%	-9%
	-5.0%	16%	4%	-7%	-12%	-19%
	-15.0%	2%	-7%	-14%	-22%	-27%

Fontes: Santander Research e Bloomberg.

Perspectivas Setoriais

08

Perspectivas Setoriais

Acreditamos que a melhor abordagem para capturar o ciclo de *soft-landing* é através de nomes cíclicos domésticos.

Perspectiva Setorial para 2024

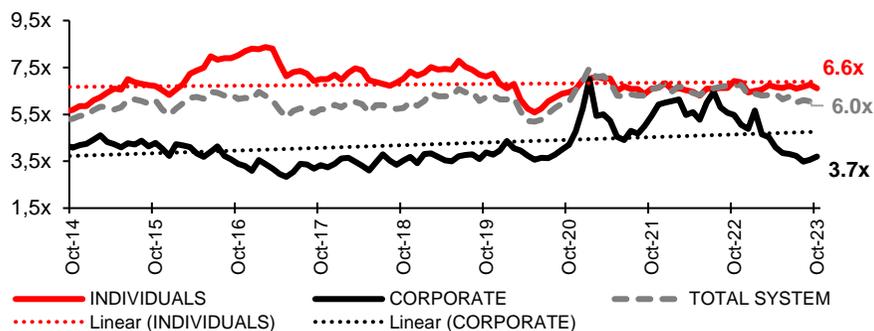
- **Resumo:** a previsão do ambiente macroeconômico para 2024, que inclui (i) queda das taxas de juros, (ii) inflação controlada e (iii) melhores condições macroeconômicas globais, pode ser benéfico para os setores cíclicos domésticos.
- No entanto, é importante observar de perto questões idiossincráticas dentro de cada setor, tais como: (i) o cenário regulatório para os bancos, incluindo a possibilidade de um teto para juros do rotativo do cartão e o fim do benefício fiscal de JCP; (ii) as repercussões das alterações dos incentivos fiscais para varejistas e o aumento dos concorrentes *cross-border*, e (iii) atualização do marco regulatório para o setor de Energia & Saneamento.
- **Temos uma visão positiva para:** Bancos; Varejo & Bens de Consumo, Energia Elétrica & Saneamento Básico; Construção Civil; Propriedades Imobiliárias e Transportes.
- **Temos uma visão neutra para:** Setor Financeiro Não-Bancário; Bens de Capital; Educação; Saúde; Petróleo & Gás; Papel & Celulose; Mineração; Tecnologia, Mídia & Telecomunicações (TMT); Bebidas & Alimentos.
- **Temos uma visão negativa para:** Petroquímicos; Siderurgia.

Bancos – Perspectivas 2024

Depois da tempestade vem o sol

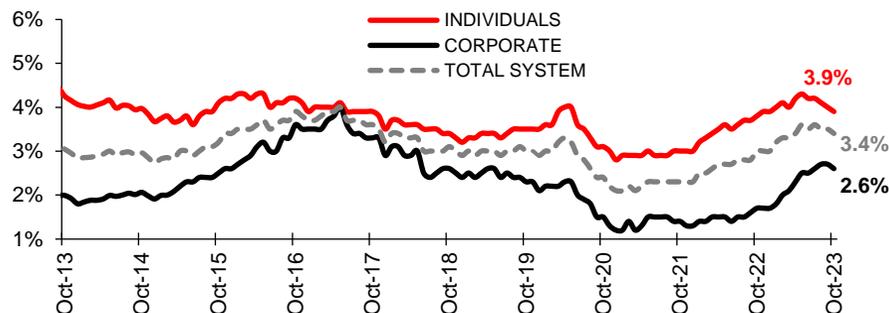
Henrique Navarro; Amon Shirazi, CFA; Anahy Rios

Spreads Atuais Podem Cobrir a Inadimplência em 6x



Fontes: Banco Central do Brasil e Santander Research.

Inadimplência Atingiu o Pico



Fonte: Banco Central do Brasil.

Bancos

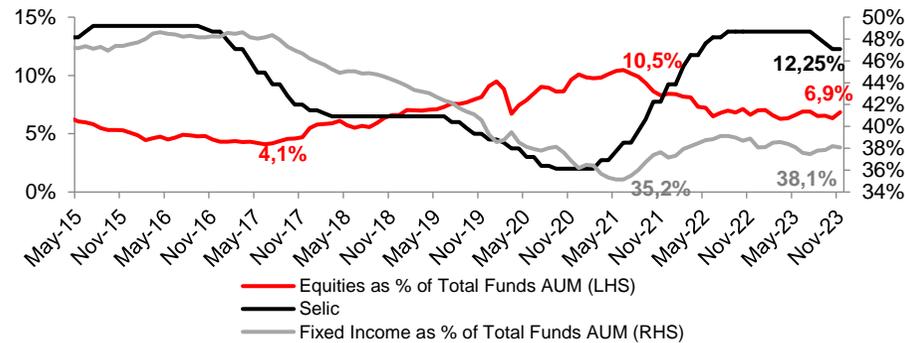
- Perspectiva:** Temos uma visão construtiva para o setor bancário, pois esperamos uma expansão do lucro líquido de 8-12% em 2024. Esse crescimento deve ser sustentado por: (i) retomada do crescimento do crédito – marcando, em última instância, o início de um novo ciclo de crédito; (ii) menor custo de financiamento de apoio à margem líquida de juros (NIM); (iii) tendências positivas de qualidade dos ativos para concorrentes *premium*; (iv) novas iniciativas em matéria de comissões bancárias para compensar os desafios do setor; e (v) expectativas de inflação corrente sugerindo um OPEX controlado. Preferimos exposição a bancos bem posicionados para esse novo ciclo de crédito, como Itaú e Banco do Brasil, evitando o Bradesco, pois acreditamos que a recuperação da rentabilidade deve demorar mais do que a administração espera. Também temos uma visão positiva sobre o BTG Pactual, na qual acreditamos que o forte momento de lucros deve persistir em 2024, à medida que o banco impulsiona os resultados com base na alavancagem operacional.
- Top Picks:** 1^A Banco do Brasil (BBAS3); 2^A Itaú-Unibanco (ITUB4); and 3^A BTG Pactual (BPAC11).
- Principais temas para monitorar:** (i) Mudanças no ambiente regulatório (potencial fim dos Juros sobre Capital Próprio e teto para juros do rotativo do cartão); (ii) originação de crédito setorial e tendências de qualidade de ativos; (iii) potencial aumento de *payout* para Itaú e Banco do Brasil; e (iv) adoção da norma contábil IFRS 9 em 2025
- Santander vs. Consenso:** Estamos acima do consenso para o Banco do Brasil (+5% para o lucro líquido de 2024E); e abaixo do consenso para o Bradesco (-11% para o lucro líquido de 2024).

Setor Financeiro (Não Bancário) – Perspectivas 2024

O melhor momento ainda está por vir

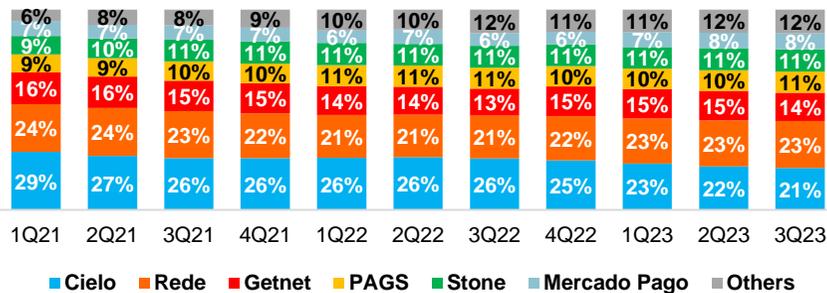
Henrique Navarro; Arnon Shirazi, CFA; Anahy Rios

Taxas de juros mais baixas devem impulsionar o interesse pelas ações



Fontes: ANBIMA e Santander Research.

Adquirentes brasileiras: competição segue presente



Fontes: Relatórios das Empresas e Santander Research.

Setor Financeiro (Não Bancário)

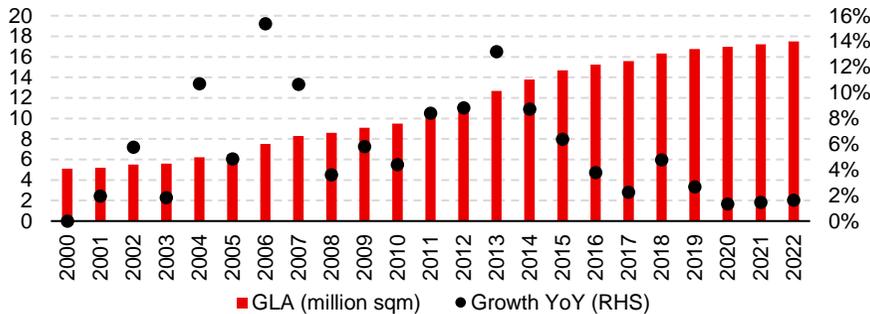
- Seguradoras:** Estamos menos empolgados com o setor, já que os lucros estão próximo do pico: uma taxa Selic mais baixa em 2024 deve colocar os resultados financeiros sob pressão em 2024, ao mesmo tempo em que o crescimento dos prêmios da indústria deve desacelerar e o índice de sinistralidade se estabilizar. Além disso, a materialização do fenômeno Super El Niño provavelmente aumentará o risco de cauda.
- Adquirentes:** A indústria continua competitiva em sua essência, e as taxas de juros mais baixas podem eventualmente levar à competição de preços, especialmente no segmento de Pequenas e Médias Empresas (PMEs). O crescimento mais fraco do TPV também é uma ameaça, dada a atividade econômica esperada mais fraca, combinada com a alta penetração do PDV da indústria. Além disso, o PIX vem ganhando força, com um aumento significativo nas transações P2B, levando a mudanças estruturais no setor. Atualmente, o negócio de aquisição da Cielo está sendo precificado com um *valuation* negativo. Preferimos evitar o setor por enquanto.
- Serviços Financeiros Diversos:** Para XP e B3, principalmente: trata-se de ADTV – e ADTV ainda não atingiu o melhor momento: o impacto operacional positivo do ciclo de afrouxamento monetário é mais uma história para 2025, quando a taxa Selic média deve ser de um dígito.
- Top Pick:** XP Inc (XP).
- Principais temas para monitorar:** (i) A continuidade do ciclo de flexibilização monetária; (ii) ADTV de ações; (iii) potencial limitação do número de parcelas sem juros; e (iv) materialização do El Niño, e a probabilidade de ocorrência do La Niña em 2025.

Propriedades Imobiliárias – Perspectivas 2024

Shoppings permanecem descontados apesar das sólidas perspectivas de lucros

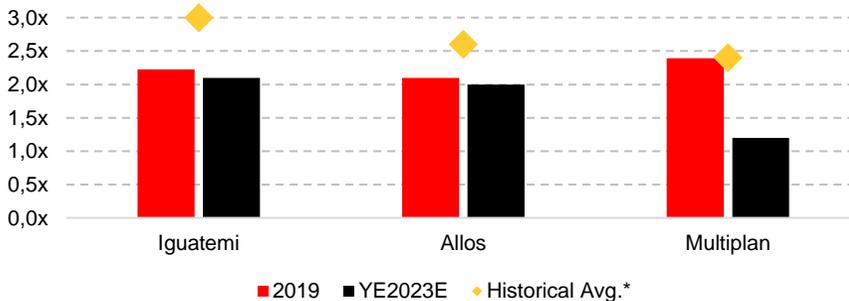
Fanny Oreg, CFA; Antonio Castrucci; Matheus Meloni

Falta de crescimento da ABL deve apoiar o poder de negociação dos shoppings



Fontes: Abrasce e Santander.

Alavancagem financeira das operadoras de shopping abaixo da média histórica



Fontes: Relatórios das Empresas e Santander Research.

Propriedades Imobiliárias

▪ **Perspectiva:** 2024 deve ser um ano desafiador para as operadoras de shoppings no Brasil, dada a fraqueza da inflação e, conseqüentemente, o índice de reajuste de aluguéis do setor. Ainda assim, a combinação de: (i) forte desempenho de vendas; (ii) maior poder de barganha dos shoppings dominantes — dada a falta de oferta de ABL em ativos de qualidade; e (iii) os altos custos de operação *on-line*, que estão forçando muitas marcas digitais a procurar espaços físicos, devem permitir que as operadoras de shoppings continuem crescendo em termos reais. Além disso, estimamos que o AFFO do setor cresça ~13,5% a/a em 2024, liderado por uma combinação de menor taxa Selic e alavancagem financeira. Por fim, apesar dessa perspectiva positiva, as ações dos shoppings continuam excessivamente descontadas, com o setor sendo negociado a um *spread* médio de rendimento AFFO de 12 bps para a NTN-B de 10 anos (vs. a média histórica de 140 bps). Como consequência, acreditamos na combinação de: (i) *valuations* descontados; (ii) sólidas tendências operacionais e de lucros; e (iii) uma perspectiva mais clara em relação ao ciclo de flexibilização no Brasil, poderia resultar em forte potencial de reclassificação para os nomes listados em 2024.

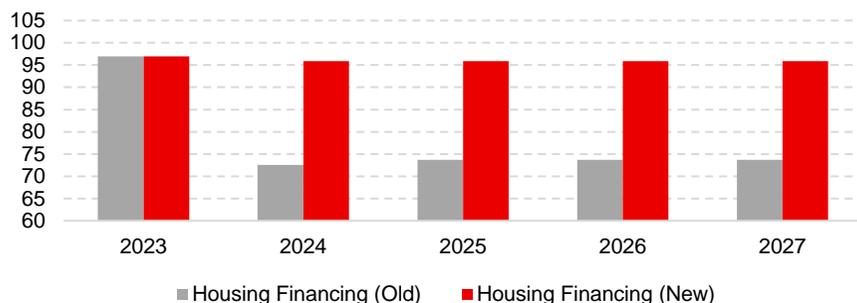
▪ **Principais temas para monitorar:** (i) expectativas em relação às taxas de juros de longo prazo; (ii) desempenho dos índices de inflação e seus efeitos nos contratos de locação; (iii) alavancagem do consumidor e desempenho de vendas dos lojistas; e (iv) atividade de M&A para shopping centers.

Construção Civil – Perspectivas 2024

Perspectivas positivas para construtoras de baixa renda em 2024

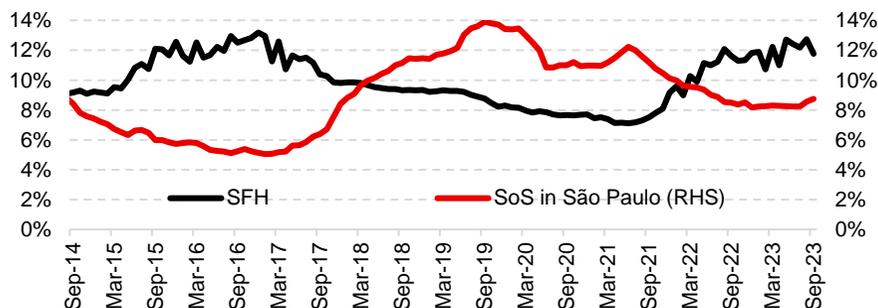
Fanny Oreg, CFA; Antonio Castrucci; Matheus Meloni

Orçamento do FGTS para o MCMV: Antigo vs. Novo



Fontes: FGTS e Santander. Obs: Orçamento de 2027 não foi definido no orçamento plurianual anterior. Números apenas para financiamento.

Forte correlação entre taxas de financiamento imobiliário e velocidade de vendas



Fontes: BCB, Empresas e Santander. Obs.: SoS = Sales-over-Supply (velocidade de vendas). Último dado disponível: set/23.

Construção Civil

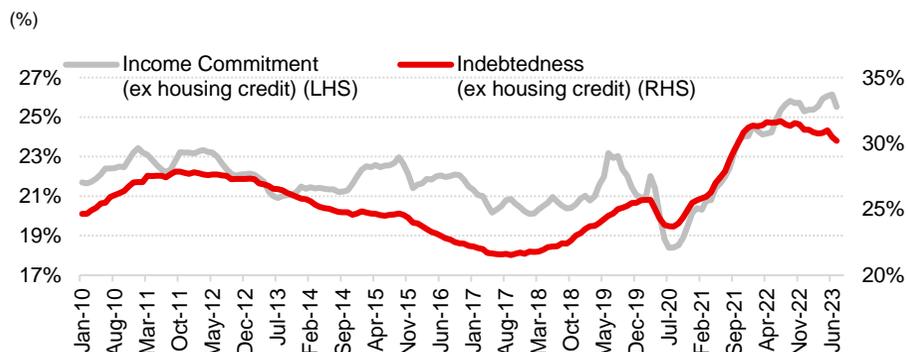
- Baixa Renda:** Além do elevado déficit habitacional no Brasil, nossa preferência por construtoras de baixa renda baseia-se em: (i) uma perspectiva benigna sobre os custos de construção; (ii) mudanças positivas anunciadas no programa MCMV ao longo de 2023 (por exemplo, novo teto de preço de R\$ 350 mil); e (iii) a potencial implementação do FGTS Futuro e do RET 1 em 2024. Além disso, vemos um número crescente de municípios/estados buscando investir em seus próprios programas habitacionais, o que poderia aumentar ainda mais as condições de acessibilidade para famílias de baixa renda. Observamos que o principal risco para nossa visão positiva está relacionado a possíveis mudanças no índice de remuneração dos depósitos do FGTS — mas isso parece mais uma questão para o longo prazo, após decisões recentes do STF sobre o assunto.
- Média/Alta Renda:** Apesar do desempenho de vendas ainda sólido apresentado por algumas empresas (por exemplo, Cyrela e Moura Dubeux), continuamos cautelosos no segmento de média/alta renda com base em: (i) a deterioração da acessibilidade; e (ii) financiamentos imobiliários mais escassos e caros, explicados pelas saídas recorrentes da caderneta de poupança e pela taxa Selic elevada. Do lado positivo, vemos níveis de estoque mais saudáveis em São Paulo, o que poderia aliviar as pressões de margem bruta associadas aos descontos oferecidos em unidades mais próximas da entrega (como observado com mais frequência em 2022 e 1S23).
- Principais temas para monitorar:** (i) Disponibilidade de recursos do FGTS; (ii) possíveis mudanças no programa MCMV; (iii) expectativas em relação às taxas de juros de longo prazo; (iv) custos de financiamento imobiliário e disponibilidade de financiamento; e (v) custos de construção e fornecimento de mão de obra.

Varejo – Perspectivas 2024

Espera-se uma aceleração total do setor

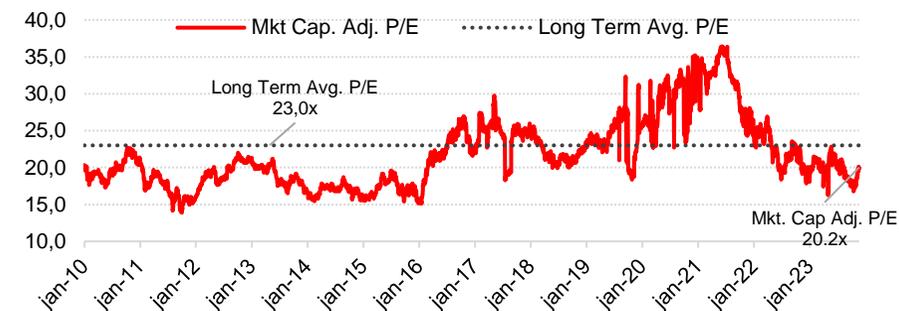
Ruben Couto; Eric Huang; Vitor Fuziharo

Cenário de endividamento familiar



Fontes: Banco Central do Brasil e Santander Research

P/L do setor de varejo (ajustado pelo market cap)



Fonte: Banco Central do Brasil.

Varejo & Bens de Consumo

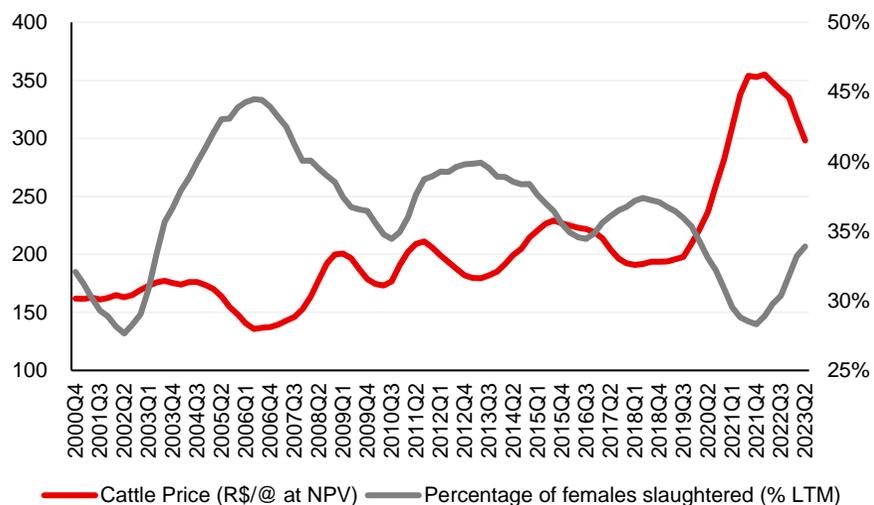
- Perspectiva:** Esperamos que 2024 marque um ano de recuperação contínua para o consumidor brasileiro, à medida que as famílias enfrentam mercados de trabalho ainda aquecidos, inflação controlada e taxas de juros em queda – aliviando os encargos elevados de alavancagem. No entanto, como mostra a figura à esquerda, o endividamento das famílias está perto de máximas históricas. Como resultado, embora as taxas mais baixas proporcionem alívio, duvidamos de um *boom* no consumo em função do atual cenário de endividamento. De fato, antevemos um cenário de estabilidade no crédito ao consumo em 2024, o que significa que a inadimplência deve se estabilizar, mas não necessariamente melhorar. Isso se traduz em uma retomada gradual do consumo. Com isso, o cronograma de recuperação diverge por categoria. As vendas de bens duráveis provavelmente desaceleram até o 2S24, à medida que a dependência de crédito persiste. Enquanto isso, categorias discricionárias de *ticket* menor, como vestuário, se recuperam mais rapidamente em meio a menor sensibilidade à taxa de juros. Para os produtos básicos, o varejo alimentar deve acelerar até 2024, à medida que a inflação de alimentos se normaliza. Mas as farmácias enfrentam desaceleração após anos consecutivos de sólido crescimento.
- Preferências:** **MELI**, com base no forte crescimento do GMV, além da aceleração do crédito e expansão das margens. **SMFT3** entra em 2024 consolidando seu status de *compounder* de longo prazo, enquanto **VIVA3** segue com crescimento resiliente, apesar da volatilidade dos gastos discricionários. **ASAI3/ CRFB3** apesar do exigente P/L 2024E, esperamos que a inflação de alimentos deixe de ser um detrator.
- Temas para monitorar:** (i) Recuperação do ambiente de consumo; (ii) efeitos dos incentivos fiscais; (iii) concorrência crescente *players cross-border*; (iv) tendências do ciclo do crédito ao consumo.

Bebidas & Alimentos – Perspectivas 2024

Recuperando-se da deflação de custos

Alan Alanis; Guilherme Palhares

Maior disponibilidade de gado no Brasil está gerando custos mais baixos



Fontes: MAPA, Bloomberg, Santander.

Bebidas & Alimentos

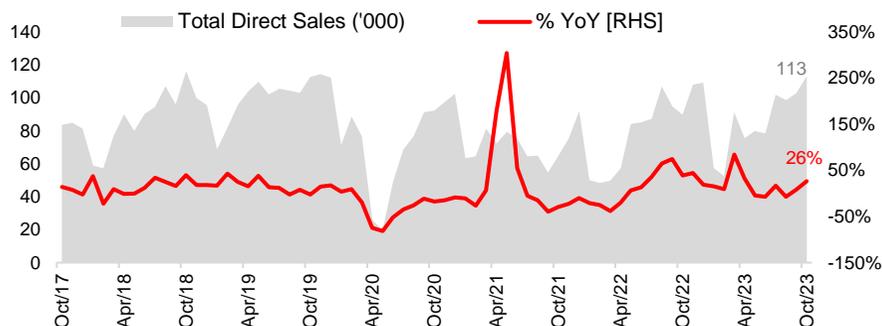
- Resumo:** Esperamos que 2024 seja um ano com momentos muito diferentes. No primeiro semestre, acreditamos que as empresas de proteína poderão expandir as margens, já que a inércia de preços permite margens maiores em um cenário de deflação de custos. Por outro lado, as condições menos favoráveis do plantio de soja e milho no Brasil representam um risco para os custos no final do ano. Privilegiamos nomes com maior diversificação de proteínas e geografias, como a JBS, e *branded business*, como a M. Dias Branco. Para a Ambev, a expectativa é que o crescimento seja impulsionado principalmente pela precificação e pela cerveja premium. O *valuation* continua atraente e que um excesso de caixa poderia criar pressão sobre a administração para devolver mais caixa aos acionistas.
- Perspectiva:** As empresas de proteínas deverão começar 2024 com custos mais baixos e maior racionalidade em mercados-chave, como o de aves no Brasil e nos EUA, bem como na Austrália, dada a maior disponibilidade de gado. Da mesma forma, a indústria do trigo tem demonstrado uma dinâmica de preços resiliente em produtos de valor agregado, como biscoitos, estimulando a expansão das margens. Para a Ambev, as operações no Brasil devem continuar com um desempenho melhor, enquanto a Argentina e o Canadá continuam a enfrentar um ambiente difícil. Devemos assistir à segunda expansão das margens em 2024, pela primeira vez desde 2013, à medida que as pressões sobre as matérias-primas diminuem.
- Top Picks:** As empresas mais expostas à melhora do cenário são JBS e M. Dias, ambas devendo observar expansão de margens e demanda resiliente por seus produtos.

Bens de Capital – Perspectivas 2024

Crédito é a chave

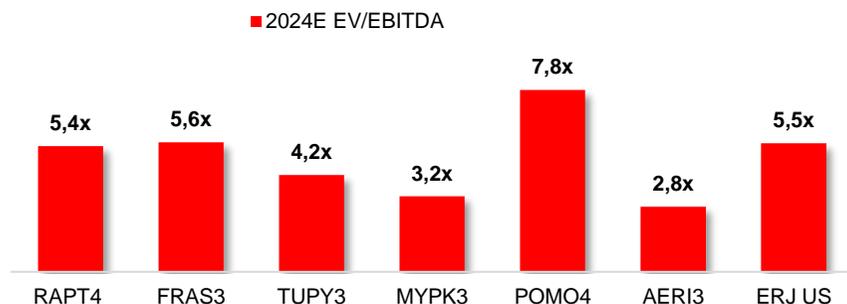
Lucas Barbosa; Lucas Esteves; Gabriel Tinem

Vendas de veículos no Brasil



Fonte: Fenabrave.

Múltiplos de Valuation



Fonte: Estimativas do Santander Research.

Bens de Capital

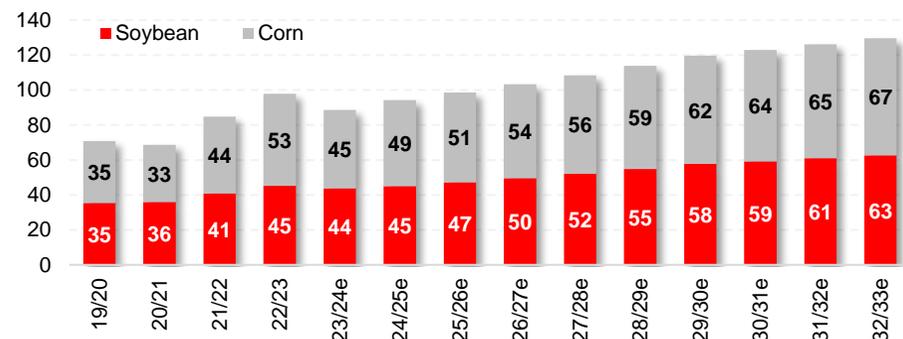
- Resumo:** Acreditamos que a indústria brasileira de Bens de Capital poderia se beneficiar de uma recuperação na oferta de crédito no país. Esperamos uma recuperação nas vendas de veículos leves e pesados, o que beneficiaria principalmente as empresas de autopeças expostas internamente sob nossa cobertura. Continuamos otimistas com (i) **Marcopolo** e (ii) **Embraer** devido ao *valuation* e ao forte momento de lucros em 2024, enquanto permanecemos cautelosos em (iii) **WEG**, pois acreditamos que o LPA pode sofrer com uma desaceleração no crescimento de receita e normalizações de margem.
- Perspectiva:** Esperamos que o ano seja mais favorável para o nosso universo de cobertura de Bens de Capital devido a um cenário macro geral mais favorável, com melhoria das condições de crédito e normalização dos preços das *commodities*. Vemos as vendas de veículos aumentando cerca de 7,5% a/a e os volumes totais de colheita (milho + soja) aumentando 6% a/a – de acordo com nossas premissas de modelo proprietário de grãos.
- Top Picks:** (i) **Marcopolo**, com uma expansão significativa do EBITDA, apoiada por melhores volumes relacionados ao programa Caminho da Escola, melhor mix (mais entregas de ônibus de longas distâncias) e medidas de eficiência começando a dar frutos. (ii) **Embraer**, com melhora nos lucros em 2024 apoiada por volumes crescentes em todos os segmentos.
- Principais temas para monitorar:** (i) Apetite ao risco de crédito no Brasil; (ii) dados fracos do PIB na Europa, China e América do Norte; (iii) normalização da cadeia de suprimentos de motores a jato; e (iv) oscilações cambiais e instabilidade na América Latina.

Transporte & Infraestrutura – Perspectivas 2024

Melhores oportunidades em Rumo, Localiza e Santos Brasil

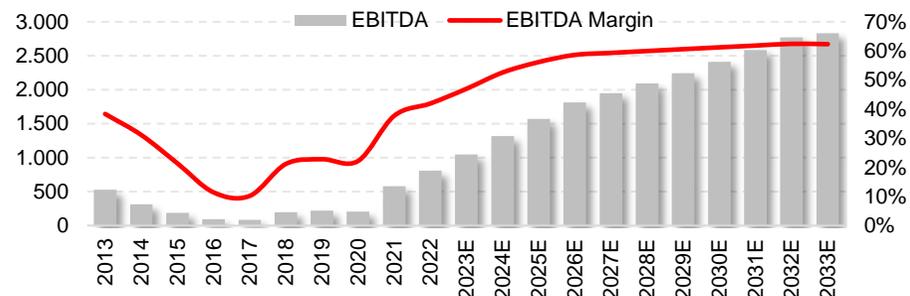
Lucas Barbosa; Lucas Esteves; Gabriel Tinem

Produção de Soja & Milho no Mato Grosso



Fonte: IMEA.

Crescimento do EBITDA da Santos Brasil



Fontes: Santos Brasil e Estimativas do Santander Research.

Transporte & Infraestrutura

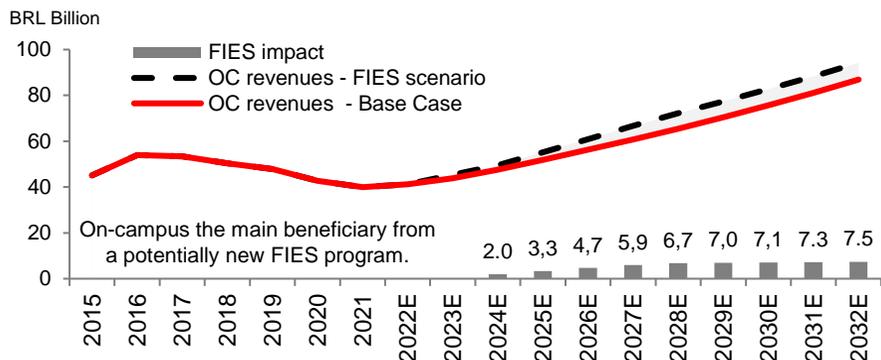
- Resumo:** Continuamos otimistas com o setor de Transportes do Brasil, com nossa tese de suboferta logística provavelmente se aplicando à Rumo e à Santos Brasil, em nossa opinião. Destacamos também um *pipeline* de infraestrutura atrativo para 2024, que poderá representar novas oportunidades de negócios para diversas empresas sob nossa cobertura.
- Perspectiva:** Vemos um ambiente favorável para o nosso universo de cobertura de Transporte em 2024, com as taxas de juros seguindo uma tendência de queda – beneficiando principalmente as empresas de aluguel de veículos – e as vendas de veículos leves e pesados expandindo 6% e 9%, respectivamente (de acordo com as premissas do nosso modelo proprietário de automóveis).
- Top Picks:** Reiteramos (i) Rumo como a nossa **Top Pick** do setor, à medida que vemos nossa tese de falta de oferta começando a se concretizar, o que poderia se traduzir em um aumento de preços anual de ~20% (em comparação aos níveis atuais) e um crescimento de 33% a/a do EBITDA em 2024, em nossa opinião. **Preferimos navegar no segmento de aluguel de veículos através da (ii) Localiza**, com a empresa bem posicionada para ampliar seu *spread* ROIC-Kd. Para (iii) **Santos Brasil**, continuamos vendo um cenário de gargalos de capacidade favorecendo o poder de precificação da empresa, o que poderia impulsionar uma geração de EBITDA mais forte.
- Temas para monitorar:** (i) *Guidance* e volumes mensais da Rumo para 2024; (ii) preços/inflação de carros novos e usados, melhorias na eficiência do aluguel de carros e dinâmica dos Seminovos; (iii) volumes do Porto de Santos; e (iv) infraestrutura do Brasil para 2024.

Educação – Perspectivas 2024

Uma nova regulação; Preferência por Yduqs e Ânima

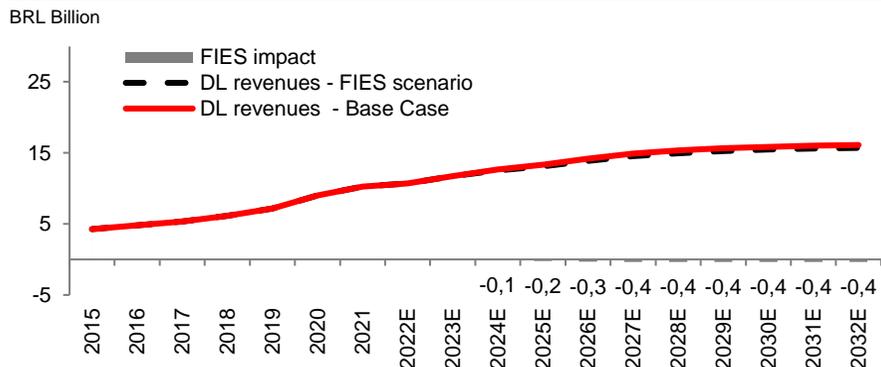
Caio Moscardini; Karoline Correia; Guilherme Gripp

Receita do segmento presencial em cenário com FIES ~ 100 mil vagas e taxa de utilização de 100%



Fontes: MEC e Santander Research.

Receita do segmento EAD em cenário com FIES



Educação

- Resumo:** Esperamos que o segmento de ensino a distância (EAD) continue impulsionando o crescimento do segmento superior no Brasil. Além disso, o segmento *premium* (cursos de medicina) também deverá se beneficiar de quase 100% de utilização da capacidade, o que impulsiona o poder de precificação. No segmento presencial tradicional, esperamos que prevaleça o recente ambiente competitivo racional, à medida que as empresas racionalizaram a infraestrutura. Além disso, não esperamos que um programa potencialmente novo do FIES seja um divisor de águas no curto prazo. Por fim, notamos que o segmento EAD poderá passar por importantes discussões regulatórias.
- Discussões regulatórias:** Em 2024, temas importantes poderão estar em destaque, incluindo: (i) as novas regras do FIES e a intenção do MEC de ter cerca de 100 mil alunos matriculados anualmente no programa. Nossos números apontam que as empresas mais impactadas seriam: Ânima, com aumento do LPA de 29% em relação ao cenário base; SER 28%; Cruzeiro do Sul 11%; Cogna 10%; Yduqs 6%; enquanto o LPA da Vitru cai 1%; (ii) o novo programa “Mais Médicos”, estimamos um VPL de R\$ 71 milhões por campi Mais Médicos adicionais e; (iii) requisitos potencialmente mais rigorosos para cursos EAD.
- Preferência por Yduqs e Ânima:** A preferência por Yduqs é baseada em seu perfil resiliente, bem como em seu forte momento operacional de curto prazo. No caso da Ânima, acreditamos que a empresa será capaz de cumprir os *covenants* em 3,5x e 3,0x DL/EBITDA em 2023E e Junho/24, respectivamente.
- Seguimos mais cautelosos em relação à Cogna.** Acreditamos que a faixa atualizada do *guidance* de EBITDA ajustado de R\$ 2,1 a R\$ 2,4 bilhões) é mais razoável para o exercício de 2024, mas a empresa continua negociando com prêmio em relação aos pares.

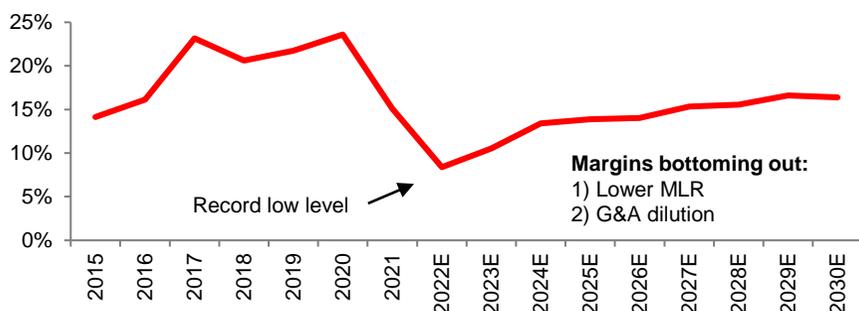
Saúde – Perspectivas 2024

Preferimos Hapvida e Oncoclínicas

Caio Moscardini; Karoline Correia; Guilherme Gripp

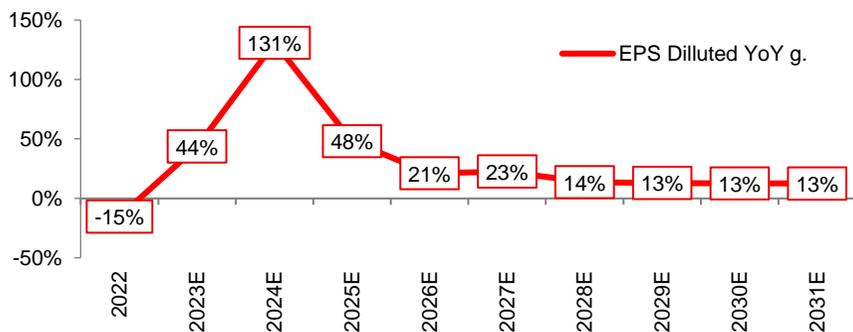
Margem EBITDA ajustada da HAPV

(% da receita líquida)



Fontes: Dados da Empresa e Estimativas Santander.

Crescimento a/a do LPA diluído ajustado da ONCO (ex-minoritários)



Fontes: Dados da Empresa e Estimativas Santander.

Saúde

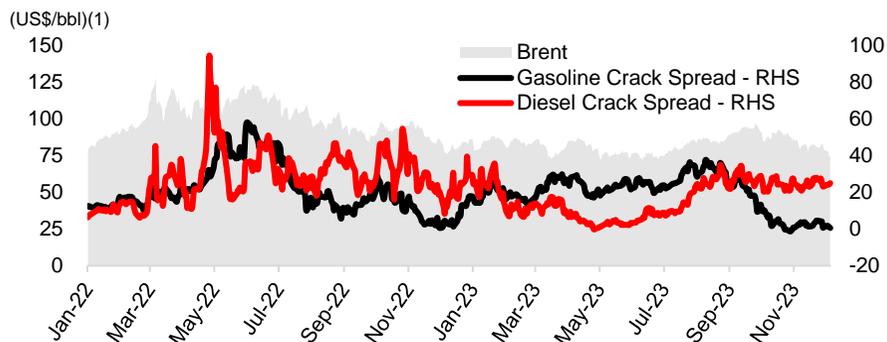
- Resumo:** Nossa preferência continua voltada para os pagadores de saúde verticalmente integrados e os prestadores de serviços oncológicos. Na nossa opinião, as empresas de cuidados de saúde não verticalmente integradas terão de passar por outra rodada de aumentos de preços, o que deverá levar as empresas verticalmente integradas a ganhar participação de mercado. No segmento oncológico, continuamos a acreditar que este poderá ser o mercado que mais cresce na área da saúde.
- Hapvida segue como a nossa Top Pick:** A Hapvida continua focada na rentabilidade por meio de preços mais elevados no curto prazo, e os investimentos para aumentar a verticalização estão em andamento, que são os principais impulsionadores para uma sinistralidade médica (SML) sustentadamente menor no longo prazo. Além disso, é a empresa brasileira de baixo custo/preço baixo no mercado de seguros privados de saúde. Esta dinâmica permite ganhar participação de mercado, ao mesmo tempo que amplia as margens. Em 2024, esperamos que a Hapvida ganhe participação de mercado a partir do 2T24, quando termina o ciclo de aumento de preços iniciado em 2023.
- Oncoclínicas preparada para entregar um forte crescimento de LPA:** Oncoclínicas é uma empresa pura e é uma das maiores fornecedoras em oncologia privada, um dos subsegmentos de saúde que mais crescem no Brasil. O segmento tem uma dinâmica de crescimento secular, tem uma correlação mais baixa com o PIB e enfrenta menos ventos contrários devido a pressões inflacionárias. Vemos o mercado de oncologia alcançando crescimento sólido ao longo dos anos: (i) em volumes, destacamos o envelhecimento da população brasileira, o aumento da penetração de planos privados e tratamentos mais longos como os principais impulsionadores, enquanto (ii) em preços, estimamos o crescimento acima da inflação impulsionado por (a) inovação significativa no desenvolvimento de novos medicamentos e (b) preços regulados da CMED aumentando pelo menos com a inflação.

Óleo, Gás & Petroquímicos – Perspectivas 2024

Priorizando catalisadores em 2024 vs. *dividend yield* em 2023

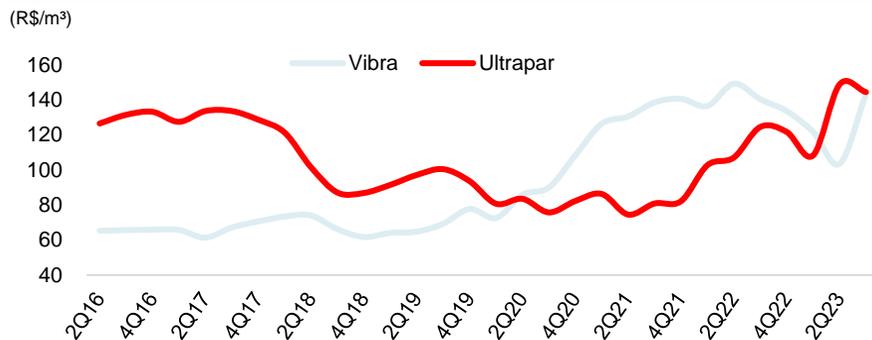
Rodrigo Almeida; Eduardo Muniz

Preços do petróleo e crack spreads



Fontes: Bloomberg e Estimativas Santander.

Fuel Distribution EBITDA Margin



Fontes: Empresas e Estimativas Santander.

Óleo, Gás & Petroquímicos

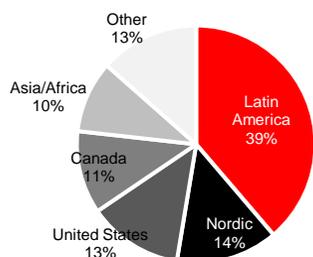
- Resumo:** Acreditamos que os preços do petróleo já não oferecem uma assimetria de alta significativa, uma vez que o mercado evoluiu para uma situação de oferta e procura mais equilibrada. Dito isto, ainda esperamos que os preços do petróleo permaneçam em níveis elevados devido a um ponto de equilíbrio superior ao histórico para os principais países exportadores de petróleo. Dentro deste contexto, gostamos de ações que oferecem catalisadores, como PetroReconcavo e Enauta, além de ações com bom *dividend yield*, como Petrobras e PRIO. Em distribuição de combustíveis, continuamos a preferir a Ultrapar devido ao seu portfólio resiliente e diversificado de negócios relacionados à energia. Em petroquímicos, estamos cautelosos em relação à Braskem devido ao fraco ciclo petroquímico e potenciais passivos que ainda podem surgir do evento geológico de Alagoas.
- Perspectiva:** Esperamos que os preços ainda elevados do Brent sustentem os resultados da Petrobras e das empresas de E&P em 2024, com rendimento de Fluxo de Caixa Livre (FCL) de 20%+ para Petrobras e PRIO, e ~15% de FCL recorrente para PetroReconcavo. Além disso, esperamos que o mercado global de combustíveis permaneça restrito em 2024, o que sugere *crack spreads* continuamente fortes para o segmento de refino da Petrobras. Dentro dos E&Ps, esperamos que a Enauta finalmente entregue seu Sistema Completo de Produção em Atlanta, potencialmente dobrando a produção até setembro de 2024 (vs. dezembro de 2023) e aumentando a confiança dos investidores na tese de investimento, em nossa opinião. Em distribuição de combustíveis, embora vejamos (i) a simplificação tributária e (ii) os combustíveis da Petrobras com preços abaixo da paridade de importação como estruturalmente positivos para a indústria, preferimos o portfólio diversificado da Ultrapar vs. Vibra, enquanto em petroquímicos continuamos cautelosos com Braskem, apesar da atividade de fusões e aquisições.

Papel & Celulose – Perspectivas 2024

Momento positivo do preço da celulose deve persistir até o Ano Novo Chinês (Fevereiro/2024)

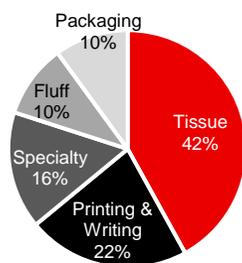
Aline Cardoso; Arthur Biscuola

Oferta global de celulose por região



Fontes: FOEX, Santander.

Demanda global de uso final de celulose



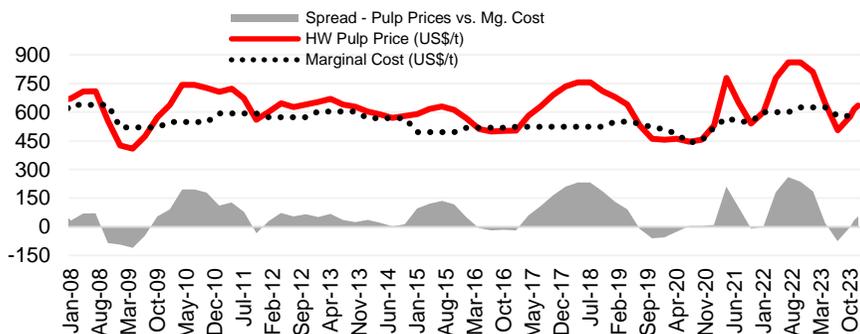
Fontes: FOEX, Santander.

Papel & Celulose

▪ **Resumo:** Em nossa opinião, os mercados de celulose devem permanecer relativamente equilibrados no 1S24, enfrentando um ligeiro excedente de oferta no 2S24 devido ao *start-up* do Projeto Cerrado. No curto prazo, entretanto, esperamos que os fundamentos continuem apoiando os preços da celulose acima do nível de US\$ 630/t. Mesmo após a recente recuperação (as ações brasileiras de P&C subiram em média 24% em dólares desde o início de maio vs. +28% do Ibovespa), vemos os preços das ações refletindo os preços da celulose perto de US\$ 530/t para 2024, o que está abaixo do atual custo marginal da indústria de US\$ 580/t e abaixo do nível do meio do ciclo de US\$ 550/t, em nossa opinião. Como resultado, prevemos agora preços de celulose de fibra curta de US\$ 610/t na China para 2024 (vs. US\$ 600/t anteriormente), o que deve desencadear uma sólida geração de FCL para nossos nomes cobertos (ainda não precificados, em nossa opinião). A Suzano é nossa *Top Pick* no setor de Papel & Celulose da América Latina, seguida pela Klabin.

▪ **Perspectiva:** Em nossa opinião, os mercados de celulose podem permanecer relativamente equilibrados no 1S24, já que: (i) os mercados de celulose poderiam facilmente absorver o *ramp-up* dos projetos de celulose MAPA e Paso de Los Toros; (ii) os estoques de celulose permanecem abaixo do normal em toda a cadeia; (iii) os preços do papel continuaram a aumentar, proporcionando um alívio nas margens do papel, particularmente na China. Até o 2S24, por outro lado, esperamos que o início das operações do projeto Cerrado adicione cerca de 700kt de fornecimento de celulose ao mercado, enquanto os projetos MAPA e Paso de Los Toros poderão atingir plena capacidade. Como resultado, nosso modelo de oferta/demanda sugere um leve excedente de oferta de celulose em 2024 (~500kt) e mais concentrado no 2S24.

Preços históricos de celulose fibra curta vs. custo marginal



Mineração – Perspectivas 2024

Os fundamentos continuam apoiando os preços do minério de ferro em 2024

Aline Cardoso; Arthur Biscuola

Modelo de oferta/demanda e preços do minério de ferro

Supply/Demand	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Crude Steel Production						
Total	1,883	1,962	1,887	1,882	1,927	1,966
% growth	0%	4%	-4%	0%	2%	2%
Iron Ore Demand						
Total	2,244	2,246	2,203	2,224	2,232	2,240
% growth	0%	0%	-2%	1%	0%	0%
Iron Ore Seaborne Demand						
Total	1,570	1,592	1,542	1,602	1,584	1,579
% growth	3%	1%	-3%	4%	-1%	0%
Iron Ore Seaborne Supply						
Total	1,642	1,658	1,597	1,627	1,635	1,661
% growth	2%	1%	-4%	2%	1%	2%
Seaborne Balance						
Balance	72	66	55	26	51	83
Seaborne Price						
Avg Iron Ore 62% Fe Price (\$/t)	108	158	120	115	105	92

Fontes: Woodmac e Estimativas Santander.

Mineração

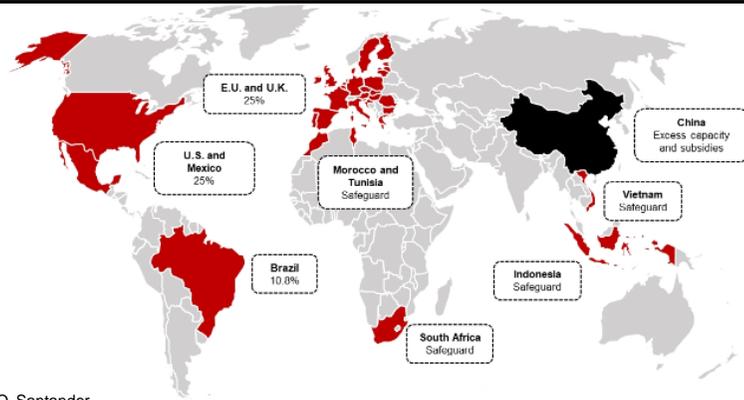
- Resumo:** Em nossa opinião, o mercado de minério de ferro deve permanecer relativamente equilibrado em 2024. Como resultado, reiteramos nossa preferência pela Vale (“Compra”) vs. empresas brasileiras do setor de Siderurgia.
- Perspectivas:** Esperamos que o reabastecimento de minério de ferro nas usinas chinesas antes do Ano Novo Chinês e uma sazonalidade mais fraca para a produção de minério de ferro no Brasil (época chuvosa) e na Austrália (época de ciclones) apoiem os preços no curto prazo. Do lado da oferta, destacamos que a Vale revisou recentemente seu *guidance* de produção de minério de ferro para 2024, implicando volumes estáveis de minério de ferro em torno de 310-320Mt. Além disso, observamos que os preços do carvão permanecem inflacionados, impulsionados pelas compras constantes da Índia e da China, e provavelmente permanecerão dentro do intervalo no 1S24, de acordo com a Woodmac, o que poderá colocar algum suporte de custos para os preços do minério de ferro, na nossa opinião. Embora a demanda a curto prazo na China possa enfraquecer durante o inverno, prevemos uma produção de aço chinesa relativamente estável no próximo ano, ajudada por medidas adicionais para apoiar o setor imobiliário. Ex-China, esperamos que a demanda por minério de ferro permaneça mista, com números a melhorar na Índia e uma atividade fraca na Europa. Agora prevemos preços médios de minério de ferro de US\$ 105/t em 2024.

Siderurgia – Perspectivas 2024

Cenário para a demanda permanece pouco inspirador no 1S24

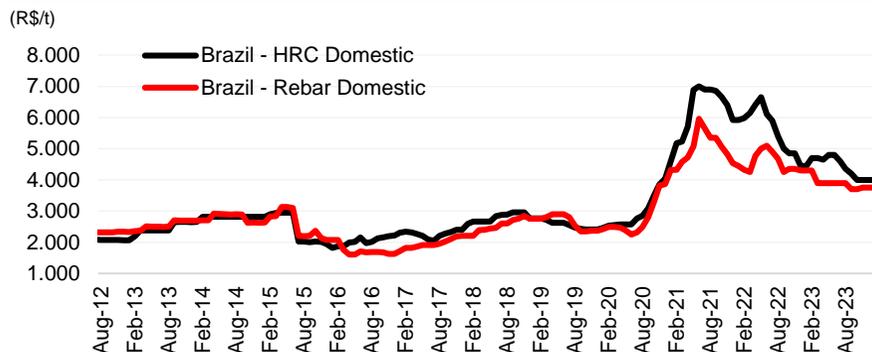
Aline Cardoso; Arthur Biscuola

Assimetria competitiva nos mercados siderúrgicos globais



Fontes: WTO, Santander

Preços do aço nacional



Fontes: SBB, Santander.

Siderurgia

▪ **Resumo:** O cenário nebuloso para a demanda no Brasil foi agravado durante o 2S23 devido ao aumento das importações de aço, especialmente da China. Apesar dos esforços da indústria siderúrgica brasileira para competir com altos níveis de produtos siderúrgicos importados, a baixa visibilidade para a recuperação da demanda levou algumas usinas a tomar medidas de contingência recentes, como reduções de capacidade e demissões. Para 2024, a IABR espera que as vendas domésticas de aço caiam 6% a/a, enquanto as importações devem aumentar 20% a/a, para cerca de 6 milhões de toneladas. Portanto, permanecemos conservadores no setor siderúrgico doméstico no 1S24, dada uma combinação de demanda fraca persistente e maior excedente de oferta no mercado. Não esperamos que as autoridades brasileiras discutam uma revisão para cima das tarifas de importação (dos atuais 10,8%) antes do final do 1T24. Como resultado, reiteramos nossa visão cautelosa em relação aos nomes siderúrgicos brasileiros.

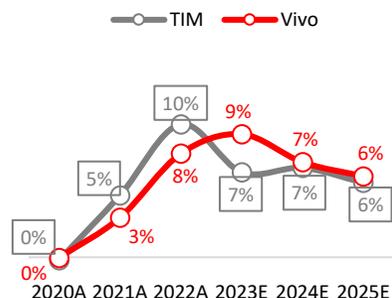
▪ **Perspectiva:** Embora a indústria siderúrgica brasileira possa colher os benefícios da queda das taxas de juro durante 2024 (o time de macro do Santander prevê uma taxa Selic de 9,5% no fim de 2024), esperamos que esta conduza a uma recuperação da demanda apenas em meados de 2024 em diante. Para os aços planos no Brasil, e devemos continuar a ver pressão sobre os preços destes últimos. De acordo com nosso modelo de paridade de preços, os preços dos aços planos apresentam um prêmio de 11% (contra o prêmio médio histórico de 5-10%) em relação aos preços internacionais, e os preços dos aços longos apresentam um prêmio de 7% (contra o prêmio médio histórico de 10-15%), mas o aumento dos preços dos aços longos no curto prazo é limitado.

Telecomunicações – Perspectivas 2024

É hora de incorporar o crescimento real como cenário base

Felipe Cheng; César Davanco

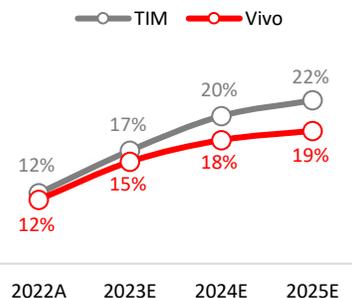
Crescimento orgânico da receita de serviços móveis



Fontes: Dados das Empresas, Estimativas Santander.

Margem de fluxo de caixa operacional

After Lease



Fontes: Dados das Empresas, Estimativas Santander.

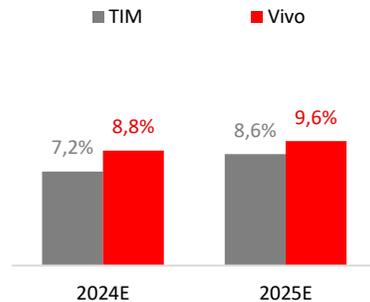
Rendimento de FCL

Including Tax Benefits



Fontes: Dados das Empresas, Estimativas Santander.

Dividend Yield



Fontes: Dados das Empresas, Estimativas Santander.

Telecomunicações

▪ **Perspectiva:** Após mais uma forte temporada de resultados para as empresas de telecomunicações brasileiras, mantemos nossa visão positiva sobre o setor. Esperamos que o bom momento operacional continue em 2024, impulsionado principalmente por um ambiente competitivo saudável, especialmente no segmento móvel. Acreditamos que as operadoras devam continuar a implementar aumentos de preços em todos os três segmentos (pós-pago, híbrido e pré-pago) como parte central da sua estratégia futura. Acerca das empresas, acreditamos que tanto a Vivo como a TIM continuam a oferecer uma boa assimetria aos investidores, uma vez que: (i) esperamos que proporcionem um forte crescimento orgânico de receitas, provavelmente à frente da inflação; (ii) acreditamos que as margens EBITDA deverão crescer ao longo do ano, impulsionadas pelas sinergias de consolidação e pelos esforços de redução de custos; (iii) esperamos que o investimento/vendas continue diminuindo; e (iv) prevemos rendimentos de FCL de dois dígitos para Vivo e TIM em 2024, a maior parte dos quais deverá se traduzir em dividendos consideráveis, em nossa opinião. Embora a Vivo e a TIM tenham apresentado desempenho superior no acumulado do ano (+28% e +30% vs. IBOV, respectivamente), acreditamos que ainda há espaço para reavaliações adicionais, já que, em nossa opinião, o crescimento real de ambas as empresas não foi totalmente incorporado pelos investidores como cenário base.

▪ **Top Pick:** Vivo (VIVT3).

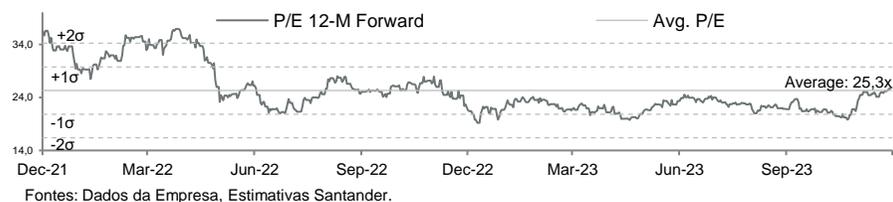
▪ **Temas para monitorar:** (i) preços dos planos móveis, pois pode ser visto como um termômetro de racionalidade do mercado; (ii) evolução da base de assinantes no segmento móvel; (iii) aumento da geração de fluxo de caixa livre; e (iv) reforma tributária brasileira, que poderá ter um impacto significativo nas empresas de telecomunicações.

Tecnologia – Perspectivas 2024

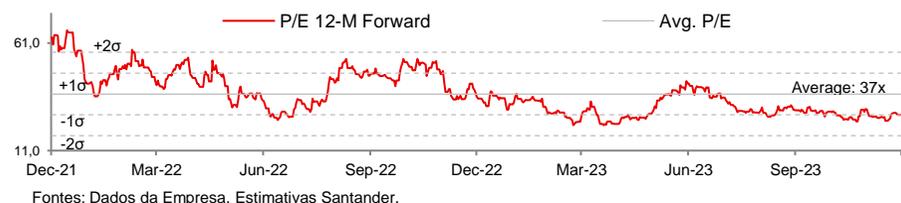
Histórias diferentes, dinâmicas diferentes...

Felipe Cheng; César Davanco

Totvs – Múltiplo P/L vs. media histórica



Locaweb – Múltiplo P/L vs. media histórica



Intelbras – Múltiplo P/L vs. media histórica



Tecnologia

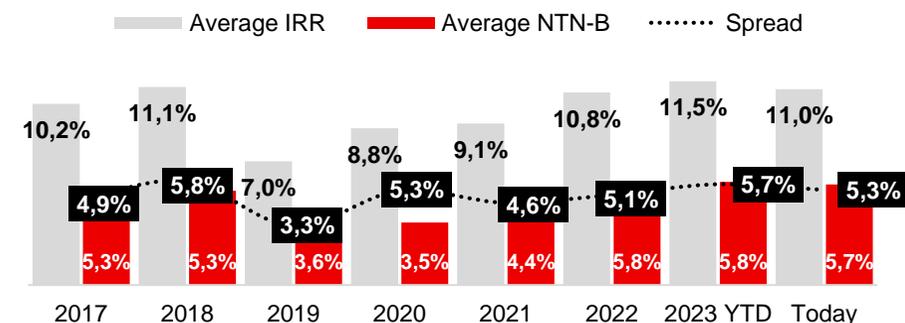
- **Perspectiva:** (i) **A Totvs continua sendo a nossa Top Pick**, pois esperamos que a empresa apresente resultados sólidos ao longo de 2024, potencialmente desencadeando revisões altistas de lucros pelo consenso. Acreditamos que a empresa está preparada para entregar mais um ano forte em seus negócios principais (*software de gestão + business performance*). Embora o OPEX em *techfin* deva aumentar naturalmente em 2024, devido a maiores investimentos, ainda esperamos que tal operação entregue EBITDA e lucro líquido caixa positivos.
- (ii) **Mantemos nossa recomendação de “Compra” para a Intelbras** olhando para 2024. Embora a empresa tenha reportado resultados fracos no 3T23, acreditamos que eles foram “one-off” até certo ponto e esperamos que a Intelbras seja capaz de entregar seu *guidance* crescimento de receita de 10% já em 2024. Os resultados deverão ser impulsionados principalmente pelos segmentos de segurança e comunicação, embora energia também deva apresentar algum crescimento em relação a 2023. Em termos de rentabilidade, acreditamos que ainda há *upside* para o EBITDA atual e nas margens de lucro líquido.
- (iii) **Mantemos nossa recomendação de “Manutenção” para a Locaweb**, pois, embora a empresa tenha começado a adotar diversas iniciativas para revitalizar suas operações (aumentos de preços, expansão do mercado endereçável e vendas cruzadas), a visibilidade de sucesso ainda é baixa.
- **Principais temas para monitorar:** (i) Totvs: inflação; atuação em Techfin; Crescimento/adição de ARR; (ii) Intelbras: crescimento do *Sell-in/Sell-out* no 4T23; cenário competitivo no segmento de Energia Solar; anúncio de novas parcerias (iii) Locaweb: níveis de rentabilidade, evolução das iniciativas de *cross-sell*, potencial recuperação no desempenho dos varejistas.

Energia Elétrica & Saneamento Básico – Perspectivas 2024

Esperamos um ótimo ano

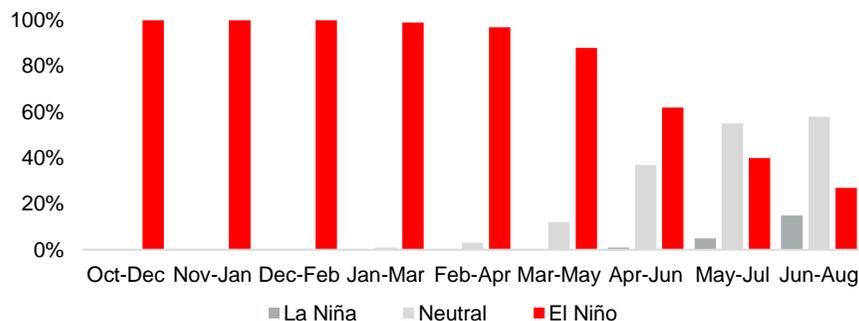
André Sampaio; Guilherme Lima; Julia Zaniolo

TIR brasileira: bom valuation permanece



Source: Bloomberg, company data and Santander estimates

El Niño confirmado



Energia Elétrica & Saneamento Básico

- Resumo:** Vemos o setor de Energia Elétrica & Saneamento Básico como uma forma interessante de aproveitar mais um ano de volatilidade. Os *valuations* permanecem atraentes em relação à média histórica e espera-se que os resultados melhorem em 2024, ajudados principalmente por fortes revisões tarifárias e pelo El Niño.
- Perspectiva:** Esperamos ter um ambiente político volátil e pressão para aumentar a arrecadação de impostos. Acreditamos que o setor de Energia Elétrica & Saneamento Básico está bem posicionado para ser menos impactado por esses riscos, uma vez que a maior parte dos resultados das empresas já está definida. Para as Distribuidoras, as revisões tarifárias extremamente positivas aprovadas em 2023 e o maior consumo de energia, resultante do El Niño, sustentarão os resultados. Para as Geradoras, esperamos um alívio adicional na pressão descendente dos preços da energia, uma vez que o El Niño deverá continuar a melhorar o balanço energético. Para as Transmissoras, no entanto, esperamos um ano mais turbulento que a média, com importantes decisões regulatórias a serem tomadas pela ANEEL.
- Temas para monitorar:** (i) Impacto do El Niño na hidrologia, no consumo de energia e nos preços da energia; (ii) privatização da Sabesp e federalização da Cemig; (iii) reforma ; (iv) evolução do *turnaround* da Eletrobras; (v) revisões tarifárias de transmissão; (vi) atualização da metodologia regulatória de Opex; (vii) atualização dos recebíveis da RBSE; (viii) novos leilões de saneamento; (ix) revisão dos níveis mínimos *spot*; e (x) atualização do marco regulatório do setor.
- Top Picks.** Sabesp (*valuation*, privatização and *turnaround*). Eletrobras (*valuation*, cortes de custos, venda de ativos, gestão de passivos e potencial revisão altista nos preços da energia).

Empresas Mencionadas

Companies Mentioned				
Company	Ticker	Rating	Current price (Local Currency)	Target Price (Local Currency)
Banco ABC	ABCB4	NA	23.00	NA
Ambev	ABEV3	Outperform	14.23	18.50
Aeris	AERI3	Outperform	0.83	2.70
Allos	ALOS3	Neutral	25.20	27.50
Anima Educação	ANIM3	Outperform	4.25	6.70
Arezzo	ARZZ3	Outperform	64.90	90.00
Assai	ASAI3	Outperform	12.07	18.00
B3	B3SA3	Neutral	13.85	17.00
Banco do Brasil	BBAS3	Outperform	52.50	85.00
Bradesco	BBDC4	Neutral	16.25	20.00
BB Seguridade	BBSE3	Neutral	31.21	39.00
BTG Pactual	BPAC11	Outperform	34.36	42.00
Bradespar	BRAP4	NA	24.25	NA
Braskem	BRKM5	Neutral	16.77	22.50
C&A	CEAB3	Neutral	8.57	6.50
Cielo	CIEL3	Outperform	4.39	7.50
Cemig	CMIG4	Neutral	10.98	11.87
CSN Mineração	CMIN3	Neutral	7.09	5.00
Cogna	COGN3	Neutral	3.23	3.20
Carrefour Brasil	CRFB3	Outperform	11.33	15.00
Cruzeiro do Sul	CSED3	Outperform	4.88	7.00
Cury	CURY3	Outperform	16.64	25.00
Cyrela	CYRE3	Outperform	22.43	28.00
Direcional	DIRR3	Outperform	20.04	31.00
Eletrobras	ELET6	Outperform	44.98	59.49
Enauta	ENAT3	Neutral	14.57	19.00
Equatorial	EQTL3	Outperform	34.09	37.17
Embraer*	ERJ US	Outperform	19.24	37.00
Fras_le	FRAS3	Outperform	16.07	20.00

Companies Mentioned				
Company	Ticker	Rating	Current price (Local Currency)	Target Price (Local Currency)
Hapvida	HAPV3	Outperform	4.15	5.35
Iguatemi	IGTI11	Outperform	23.41	31.00
Intelbras	INTB3	Outperform	22.20	31.00
Inter	INTR US	Neutral	4.95	4.50
Itausa	ITSA4	Outperform	9.72	12.00
Itau Unibanco	ITUB4	Outperform	31.64	38.00
JBS	JBSS3	Neutral	23.60	25.00
Klabin	KLBN11	Outperform	20.85	31.00
Lavvi	LAVV3	NA	8.10	NA
Metal Leve	LEVE3	NA	32.89	NA
Log CP	LOGG3	Neutral	22.85	22.00
Lojas Renner	LREN3	Outperform	16.19	20.00
Locaweb	LWSA3	Neutral	5.99	6.50
M. Dias Branco	MDIA3	Outperform	37.10	57.00
Moura Dubeux Engenharia	MDNE3	Outperform	12.14	16.50
Mercado Livre*	MELI US	Outperform	1616.92	1,500.00
Multiplan	MULT3	Outperform	27.58	33.00
lochpe-Maxion	MYPK3	Neutral	12.40	14.00
Nubank*	NU US	Underperform	8.20	6.00
Odontoprev	ODPV3	Outperform	11.17	15.40
Oncoclinicas	ONCO3	Outperform	11.24	15.50
PagSeguro*	PAGS US	Neutral	10.48	11.00
Patria*	PAX US	Outperform	14.38	20.00
Petrobras	PETR3	Outperform	35.99	52.00
Plano e Plano	PLPL3	Outperform	11.82	13.50
Marcopolo	POMO4	Outperform	6.65	6.40
Petro Rio	PRIO3	Outperform	43.80	87.00
RD	RADL3	Neutral	28.45	33.00
Rumo	RAIL3	Outperform	22.33	34.00

Fontes: Bloomberg e Estimativas Santander.

Baseado nos preços de 12 de dezembro de 2023.

*em dólares.

Todos os preços-alvo são de 2023E, exceto para as empresas em **negrito**.

Empresas Mencionadas

Companies Mentioned				
Company	Ticker	Rating	Current price (Local Currency)	Target Price (Local Currency)
Randon	RAPT4	Neutral	12.49	13.50
Rede D'Or	RDOR3	Outperform	26.74	40.00
Petroreconcavo	RECV3	Outperform	19.94	38.00
Localiza	RENT3	Outperform	60.52	86.00
Sanepar	SAPR11	NA	28.45	NA
Sabesp	SBSP3	Outperform	69.23	83.75
Ser Educação	SEER3	Neutral	7.35	7.20
Smart Fit	SMFT3	Outperform	24.92	30.00
Santos Brasil	STBP3	Outperform	8.73	12.70
Stone*	STNE US	Neutral	15.91	12.50
Suzano	SUZB3	Outperform	50.96	75.00
Taesa	TAEE11	Neutral	35.89	34.72
Tegma	TGMA3	Neutral	26.96	25.00
Tim Brasil	TIMS3	Outperform	17.84	17.00
Totvs	TOTS3	Outperform	32.55	35.00
3 Tentos	TTEN3	NA	10.68	NA
Tupy	TUPY3	Outperform	25.38	36.00
Ultrapar	UGPA3	Outperform	25.44	27.00
Vale	VALE3	Outperform	72.99	88.00
Vibra	VBBR3	Outperform	21.49	28.00
Vivara	VIVA3	Outperform	31.23	42.00
Telefonica Brasil	VIVT3	Outperform	53.36	55.00
Valid	VLID3	NA	21.00	NA
VITRU*	VTRU US	Outperform	13.55	22.00
Weg	WEGE3	Neutral	35.03	43.00
XP*	XP US	Outperform	22.44	36.00
Yduqs	YDUQ3	Outperform	20.93	31.00

Fontes: Bloomberg e Estimativas Santander.

Baseado nos preços de 12 de dezembro de 2023.

*em dólares.

Todos os preços-alvo são de 2023E, exceto para as empresas em **negrito**.

Comunicado Importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários).

Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão, veracidade das informações aqui contidas.

Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos.

As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equívocas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fosse.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem nosso ver na data de sua emissão e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório.

O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 20").

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

A fim de atender à exigência regulatória prevista na Resolução CVM 20, segue declaração do analista:

Nós, **Aline de Souza Cardoso**, **Luane Fontes** e **Guilherme Bellizzi Motta**, analistas de valor mobiliário credenciados nos termos da Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritores e responsáveis por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaramos que as recomendações refletem única e exclusivamente a nossa opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estamos vinculados, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaramos o que segue:

- (i) O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
- (ii) As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança do analista, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;
- (iii) O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório;

O Banco Santander (Brasil) S.A, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declaram, nos termos da Resolução CVM 20, que:

- Têm interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.
- Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.
- Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) objeto do presente relatório de análise.
- Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.
- Prestaram, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander.

Este relatório foi preparado pelo analista responsável do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso.

Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro.

Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.