

2019

# **PERSPECTIVAS E ESTRATÉGIAS**

---

ANÁLISE DE INVESTIMENTOS

**Conteúdo**

Panorama do mercado de ações.....	4
Cenário Macroeconômico .....	8
Agronegócio/Sucroalcooleiro/Alimentos.....	13
Concessões Rodoviárias .....	21
Consumo e Varejo .....	23
Construção Civil.....	25
Educação .....	28
Energia Elétrica.....	35
Material de Transporte (Veículos e Autopeças).....	39
Instituições Financeiras.....	41
Meios de Pagamento .....	46
Mineração .....	48
Papel e Celulose .....	50
Petróleo e Petroquímica .....	54
Saneamento Básico .....	57
Saúde Complementar.....	60
Seguros e Previdência .....	62
Shopping Centers .....	64
Siderurgia .....	66
Telecomunicações.....	68

**Lista de figuras**

Tabela 1 - Resumo do mercado de ações em 2018 .....	7
Tabela 2 - Projeções de Curto Prazo 2018-2019 .....	11
Tabela 3 - Resumo Macroeconômico.....	12
Tabela 4 - Indicadores Financeiros – Agronegócio/Açúcar e Álcool/Alimentos .....	20
Tabela 5 - Indicadores Financeiros Concessões Rodoviárias .....	22
Tabela 6 - Indicadores Financeiros – Comércio e Varejo .....	25
Tabela 7 - Indicadores Financeiros – Construção Civil .....	27
Tabela 8 - Indicadores Financeiros - Educação .....	35
Tabela 9 - Indicadores Financeiros – Energia Elétrica .....	39
Tabela 10 - Indicadores Financeiros – Material de Transporte.....	41
Tabela 11 - Indicadores Financeiros – Instituições Financeiras .....	45
Tabela 12 - Indicadores Financeiros – Meios de Pagamento.....	48
Tabela 13 - Indicadores Financeiros – Mineração.....	49
Tabela 14 - Indicadores Financeiros – Papel e Celulose.....	53
Tabela 15 - Indicadores Financeiros - Petróleo .....	57
Tabela 16 - Indicadores Financeiros – Saneamento Básico .....	60
Tabela 17 - Indicadores Financeiros – Saúde Complementar .....	62
Tabela 19 - Indicadores Financeiros – Seguros e Previdência.....	64
Tabela 20 - Indicadores Financeiros – Siderurgia .....	68
Tabela 21 - Indicadores Financeiros – Telecomunicações .....	70
Tabela 22 - Carteira Planner Recomendada para 2019 .....	71
Tabela 23 - Carteira Planner de Dividendos 2019.....	71

## Panorama do mercado de ações

O ano de 2017 encerrou com a Reforma da Previdência sendo empurrada para votação no mês de fevereiro de 2018 e, chegamos ao final de 2018 com o mesmo sentimento de dificuldades para aprovação da reforma, considerada – junto com o ajuste fiscal - fundamental para o reequilíbrio das contas do governo no longo prazo e, também um dos primeiros testes para a capacidade de negociação do governo Bolsonaro.

Este foi apenas um dos registros importantes no ano de 2018, que indicava desde o seu início chances remotas de vermos algum avanço marcante no campo da política. Se já não bastassem as recorrentes investigações e julgamentos de envolvidos em operações realizadas pela Polícia Federal, outros eventos desviaram o foco dos brasileiros por um tempo. Impacto relevante também provocado pela greve de caminhoneiros no começo de maio, provocando queda de 10,9% no Ibovespa no mês. Na sequência tivemos a Copa do Mundo de futebol em junho e julho e logo em seguida o início da corrida para as eleições com atenção para a presidencial.

A corrida presidencial teve um peso fundamental no comportamento da bolsa, com incertezas até o impedimento da candidatura de Lula à presidência e um pouco à frente até os resultados do 1º turno das eleições. Definida a corrida do 2º turno, os investidores domésticos levaram o Ibovespa para cima, com os estrangeiros saindo do mercado. Do lado externo, as preocupações não foram muito diferentes. As muitas manifestações e decisões políticas e econômicas tomadas pelo presidente americano Donald Trump provocaram por vezes instabilidade nas bolsas mundiais e, também no mercado de petróleo, principalmente na segunda metade do ano.

O comportamento das principais commodities (minério de ferro e petróleo) e as discussões sobre os rumos da produção destas matérias primas, principalmente o petróleo, chegaram ao final do ano sem uma clareza para onde vai este mercado. O preço do petróleo (Brent) atingiu o pico de US\$ 85,14/barril em 13/out/18 e chegou ao final do ano pressionado pelas negociações entre os grandes players mundiais na

administração da oferta e dos estoques, com a cotação em US\$ 53,80 no dia 31/12.

O Ibovespa encerrou 2018 com valorização de 15,0% aos 87.877 pontos, próximo de nossa projeção de 87.400 pontos mantida durante o ano. A bolsa brasileira superou as principais bolsas mundiais com a perspectiva de retomada do crescimento na economia, enquanto do lado externo predominaram os problemas acima mencionados.

## Perspectivas para 2019

O ano de 2019 inicia carregando os mesmos problemas políticos e econômicos do mercado internacional, mas com grande expectativa de mudança nos caminhos do Brasil com a posse do governo de Jair Bolsonaro.

Do lado externo, os problemas políticos (*Brexit*, disputa comercial China x Estados Unidos, crise financeira na Itália), assuntos que ocuparam parte do noticiário, sobretudo na segunda metade de 2018, seguirão incomodando os mercados. Os embates entre o Presidente Donald Trump e o congresso americano para a definição do orçamento de 2019 nessa reta de final de ano e as dificuldades para selar um acordo comercial entre as duas potências, deixam claro que a resistência ao governo Trump poderá continuar travando decisões importantes para o país, com reflexo nas economias de mercados emergentes, pesando sobre o Brasil.

Além disso, a disputa no mercado de petróleo e as negociações entre os grandes *players* para segurar a cotação da *commodity* devem seguir impactando mercados como o Brasil. Outro fator de peso é a política de juros americanos, que nesta reta de final de ano, teve uma sinalização do Federal Reserve do que será feito em 2019. Estão previstos três reajustes ao longo do ano, num momento em que ganha espaço entre economistas internacionais a percepção de que as economias, chinesa e americana, começam a perder força. Se configurada uma desaceleração no crescimento dos dois países, as bolsas internacionais reagirão de maneira bastante sensível e nosso mercado

também será afetado, considerando a dependência do Brasil ao comércio internacional com as duas potências.

E importante destacar que especialistas estrangeiros, incluindo economistas e gestores de grandes fundos, já não vêm a economia americana e as bolsas de NY com o mesmo vigor de trimestres anteriores, mesmo sustentando as projeções de crescimento ainda firme para a economia americana em 2019. Na visão de alguns especialistas estrangeiros, dependendo da solução para os problemas anteriormente mencionados, o longo ciclo de valorização das bolsas de NY pode não se sustentar neste ano.

Do lado doméstico, as atenções seguem voltadas para os primeiros atos do governo de Jair Bolsonaro, que inicia com uma carga forte de desafios, com a Câmara dos Deputados e o Congresso Nacional em recesso até o dia 01 de fevereiro. O desafio inicial de mostrar um amplo leque de propostas para mudanças estruturais em diversos segmentos, será testado logo neste primeiro trimestre.

Este período de início de mandato será determinante também para o resgate da confiança na capacidade de realização do governo e para a definição das estratégias de investimentos no setor produtivo o que

**Cenário 1: Alguns fatores considerados como ameaças/riscos para o Ibovespa:**

- Permanência da disputa comercial entre China Estados Unidos, com reflexo nas duas economias e nas exportações do Brasil, para estes mercados;
- Confirmação de um processo de desaceleração no crescimento destas economias, conforme indicações de projeções macroeconômicas, imprimindo um menor ritmo para a economia global;
- Do lado doméstico, dificuldades de o governo de Jair Bolsonaro em aprovar medidas fundamentais na Câmara de Deputados e no Congresso e Nacional;
- Elevação de impostos para cobrir o rombo das contas do governo;

poderá trazer de volta a esperança numa retomada, ainda que lenta, no mercado de trabalho.

Uma melhora na economia deverá também trazer novas empresas para a B3. Atualmente existem mais de 10 processos em avaliação para abertura de capital na CVM e outras empresas já manifestaram a intenção de iniciar o processo. Atenção também para as promessas do novo governo de acelerar o processo de venda de participações em estatais e o fechamento de empresas ineficientes criadas nos governos passados. Um amplo programa de privatizações parece estar a caminho, podendo trazer fluxo e novas alternativas para o mercado de bolsa.

Ainda neste contexto, outra proposta sinalizada pelo governo e de suma importância é a redução da carga tributária sobre as empresas. Se efetivada, esta medida deverá provocar uma revisão geral nos números das empresas e na avaliação de seus preços.

O discurso de posse do presidente Jair Bolsonaro, passou uma mensagem de esperança para a população brasileira, cuja avaliação será percebida neste primeiro semestre de 2019.

**Neste contexto, enxergamos dois cenários mais prováveis para o mercado de ações em 2019:**

- Elevação dos juros americanos, colocando pressão sobre os juros domésticos e levantando a possibilidade de evasão de recursos estrangeiros para uma economia estável e com juro real atrativo;
- Num cenário de incertezas, a retomada dos investimentos e do emprego tendem a demorar para acontecer.

**Cenário 2: Fatores que poderão potencializar a B3 em 2019:**

- Solução para os impasses do lado externo, sobretudo aqueles envolvendo o governo americano;
- Avanço das propostas de novo governo nos primeiros meses e aumento da confiança na economia e indústria;

- Indicadores macroeconômicos mostrando estabilidade da economia e retomada de investimentos no setor produtivo;
- Aprovação de redução na carga tributária das empresas;
- Atratividade para o capital estrangeiro no setor produtivo;
- Avanços em medidas que visem a melhora no mercado de trabalho e da renda das famílias;

- Retomada do programa de privatizações e novas empresas vindo para a bolsa;

- Melhora nos resultados das empresas, com ambiente de juros baixos e a economia retomando o crescimento.

A nossa projeção para o Ibovespa em 2019 assume o segundo cenário, mesmo considerando que a primeira metade do ano ainda deverá ser influenciada negativamente pelos assuntos herdados de 2018. Projetamos uma valorização de 20,6% para o IBOVESPA em 2019 chegando a 106.000 pontos.

**Tabela 1 - Resumo do mercado de ações em 2018**

Período	Variação Ibovespa	Destques do Período
Janeiro	11,14%	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Melhor desempenho do Ibovespa para o mês de janeiro em 12 anos, com atuação de investidores estrangeiros (entrada líquida de R\$ 9,5 bilhões).</li> <li>✓ Derrota do recurso do processo contra o ex-presidente Lula no Tribunal Regional Federal da 4ª Região (TRF-4) por 3x0, distanciou a chance de o "ex-presidente concorrer ao cargo novamente.</li> <li>✓ Rali das ações da Petrobras e Eletrobras, antes penalizadas pelo risco político.</li> </ul>
Fevereiro	0,52%	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Ibovespa sustenta alta mesmo com forte reversão do saldo de estrangeiros de R\$ 9,5 bilhões positivos em janeiro para uma saída líquida de R\$ 2,7 bilhões.</li> <li>✓ Melhora nos indicadores macroeconômicos ajuda a sustentar o bom humor dos investidores mesmo com dois rebaixamentos da nota de crédito do Brasil.</li> <li>✓ Proposta de Reforma da Previdência é retirada da pauta de votação no Congresso, ficando para após as eleições e troca de comando no Federal Reserve, sai Janet Yelle, entra Jerome Powell.</li> <li>✓ Governo Trump taxa em 25% produtos siderúrgicos importados e 10% sobre o alumínio. Ações de siderúrgicas despencam.</li> </ul>
Março	0,01%	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Queda de 18,7% no preço do minério de ferro e volatilidade no petróleo.</li> <li>✓ Taxa Selic em queda de 7,00% para 6,75% ao ano e aprovação da primeira elevação dos juros nos EUA pelo Fed para uma faixa de 1,50% a 1,75% ao ano.</li> <li>✓ Operação Trapaça da Polícia Federal chega na BRF em 05/03 e o papel cai 19,75% no dia.</li> <li>✓ Rebaixamento das notas de crédito dos bancos: Bradesco, Brasil e Itaú.</li> </ul>
Abril	0,88%	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Retorno do capital estrangeiro (R\$ 4,3 bilhões) sustenta mercado em alta puxando as <i>blue chips</i>.</li> <li>✓ Dólar dispara com valorização de 6,1% frente ao real, mas não pesa na bolsa.</li> <li>✓ Preocupações em relação à disputa comercial (China x EUA) incomodavam os mercados.</li> </ul>
Maio	-10,87%	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Investidores viram a mão e retiram R\$ 6,46 bilhões da bolsa, com cenário doméstico carregado de incertezas e aumento das preocupações no mercado internacional.</li> <li>✓ Greve dos caminhoneiros (paralisação de 10 dias), sacude o país. Crise no abastecimento de combustíveis impactando a cadeia de suprimentos quase que em geral.</li> <li>✓ Governo Federal acata as reivindicações dos representantes dos caminhoneiros, conseguindo uma trégua mediante concessões na parte dos tributos sobre combustíveis.</li> </ul>
Junho	-5,20%	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Mais um mês de fluxo estrangeiro negativo (R\$ 6,2 bilhões).</li> <li>✓ Pedro Parente deixa o comando da Petrobras, substituído por Ivan Monteiro, que ocupava o cargo de diretor financeiro. Petrobras sofre multa aplicada pelo Tribunal Superior do Trabalho (TST) à empresa no valor de R\$ 17 bilhões.</li> <li>✓ Disputa comercial entre EUA x China, com imposições tarifárias dos dois lados.</li> <li>✓ Encontro do presidente Donald Trump com o líder da Coreia do Norte, Kim Jong-un.</li> <li>✓ Início do processo eleitoral, carregado de incertezas.</li> </ul>
Julho	8,88%	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Duas quedas consecutivas abriram espaço novamente para compras na bolsa e os investidores estrangeiros voltaram firme com saldo de R\$ 4,2 bilhões no período.</li> <li>✓ Preços de petróleo e minério de ferro em alta ajudaram as ações da Petrobras e Vale.</li> <li>✓ Mais discussões em torno da guerra comercial (China x Estados Unidos), envolvendo também outros países como Canadá e México e o desempenho da economia global chamando atenção.</li> </ul>
Agosto	-3,21%	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Noticiário negativo do lado doméstico e internacional volta a pressionar a bolsa.</li> <li>✓ Processo eleitoral, escalada do dólar, imposição de tarifas comerciais entre EUA e China e a volta das discussões sobre o <i>Brexit</i>, foram determinantes para pressionar a bolsa novamente.</li> <li>✓ Corrida presidencial começa a ser definida com o resultado de 6x1 no julgamento de Lula, impedindo a sua candidatura ao governo. Em seguida houve a indicação de Fernando Haddad como seu substituto.</li> </ul>
Setembro	3,48%	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Disputa fica polarizada entre Jair Bolsonaro (PSL) e Fernando Haddad (PT) e no final do mês confirmou-se a passagem dos dois candidatos para o segundo turno.</li> <li>✓ Do lado externo: a) sinalização de continuidade de alta nos juros americanos; b) fragilidade do sistema financeiro italiano; c) retorno das negociações em torno do <i>Brexit</i>; d) incessante disputa comercial entre Estados Unidos e China e, e) discussões em torno da oferta de petróleo pelos grandes <i>players</i> mundiais.</li> </ul>
Outubro	10,19%	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Problemas do lado externo não foram suficientes para influenciar nosso mercado. Alta forte no mês com o efeito eleições, com a votação do 1º turno no dia 06 e a do 2º turno em 28/10.</li> <li>✓ Definição do 1º turno dos dois candidatos Jair Bolsonaro (PSL) com 46,3% dos votos e Fernando Haddad (PT) com 28,9%, passando para o 2º turno.</li> </ul>
Novembro	5,78%	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Bolsa sobe com atuação de investidores domésticos, com otimismo em relação ao novo governo e com estrangeiros saindo do mercado.</li> <li>✓ Queda nas cotações do petróleo e do minério de ferro e a votação da sessão onerosa sobre os excedentes da Petrobras.</li> <li>✓ Disputa comercial entre China e Estados Unidos, <i>Brexit</i> e expectativa de desaceleração da economia global, mexeram com o humor dos investidores, mas não o suficiente para derrubar o mercado.</li> </ul>
Dezembro	-1,81%	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ No último mês do ano os investidores já estão olhando o ano seguinte.</li> <li>✓ Investidores estrangeiros seguem retirando recursos da bolsa.</li> <li>✓ Questões externas seguem sem solução e expectativas em relação ao governo Bolsonaro.</li> </ul>

Fonte: Planner Corretora

## Cenário Macroeconômico

### Economia Brasileira

**Ambiente Político** - Mesmo considerando alguns avanços alcançados pelo governo de Michel Temer após herdar o país numa condição política e econômica bastante fragilizada, o presidente eleito Jair Messias Bolsonaro assume o comando do país diante de uma forte cobrança para uma mudança nos rumos do Brasil, que teve seus problemas agravados pela crise de moralidade instalada nos últimos anos.

Com grandes desafios sendo arrastados desde o começo de 2018, o novo governo assume numa condição em que as expectativas de transformação profunda nos caminhos da nação são bastante amplas. Em manifestações recentes, o novo governo deixa claro que a pauta de propostas de mudanças em diversas áreas, será extensa e as cobranças para resultados de curto prazo deverão ser um marco em 2019.

Os primeiros meses de governo consideram o chamado “período de graça”, que na condição atual, não deverá se alongar. Sabe-se que há uma urgência de adoção de medidas efetivas no sentido de resgatar não somente a condição moral, mas também a criação de condições para a busca do equilíbrio das contas do governo. As primeiras semanas de governo serão importantes para se conhecer o direcionamento a ser dado ao país, considerando que a Câmara de Deputados e o Congresso Nacional se encontram em recesso até o dia 01 de fevereiro.

A partir de 1º de janeiro o Congresso Nacional (Câmara dos Deputados e Senado) inicia a jornada com grandes mudanças. O Senado, composto por 81 parlamentares terá uma composição bastante fragmentada com 21 legendas diferentes, 5 a mais do que nas eleições anteriores. O PSL terá 4 representantes no Senado. Na Câmara dos Deputados o PT seguirá com a maior bancada, 56 deputados, mesmo tendo perdido espaço em relação à legislatura anterior. A segunda maior bancada ficou com o PSL (partido do presidente Bolsonaro), com 52 representantes. A fragmentação na composição das duas casas exigirá do novo governo grande capacidade de negociação para o avanço de propostas importantes a serem colocadas na mesa.

Acreditamos que os primeiros resultados junto à Câmara e ao Senado serão fundamentais para o novo governo estabelecer suas metas de longo prazo e resgatar a confiança no país.

Os primeiros passos deverão contemplar a proposta para a Previdência Social, que mesmo fatiada, como vem sendo sinalizada, precisa ter um avanço neste ano. Embora o assunto seja complexo e, portanto, não deva ser concluído no curto prazo, a importância maior estará na sua condução e votação. O segundo ponto visto como de maior relevância é a questão do ajuste fiscal, que deverá resultar em proposta de cortes pesados na estrutura de governo e outros segmentos, para o qual o governo terá que criar condições favoráveis e de aceitação pelos parlamentares, para o cumprimento das metas de superávit a favor do retorno do tripé macroeconômico.

**Principais Indicadores macroeconômicos:** Se por um lado alguns indicadores macroeconômicos mostram que a economia brasileira vem em recuperação e com ambiente favorável para sustentar uma trajetória de crescimento do PIB, por outro lado, as contas do governo exigirão uma atuação efetiva do novo governo junto à Câmara de Deputados e Congresso Nacional, para a aprovação de medidas que permitam resgatar a capacidade de pagamento do governo.

A despeito dos entraves políticos, em ano de eleições onde outros interesses predominaram por um bom tempo sobre as necessidades do país, a economia teve um comportamento positivo.

Para 2019, embora com muita cautela e ainda com grandes desafios, o cenário mostra condições favoráveis para a continuidade da trajetória de recuperação da economia brasileira. Mesmo com um ritmo ainda lento na atividade econômica e o desemprego em dois dígitos, os índices de confiança ensaiam melhoras e o risco país arrefece.

**Inflação:** A inflação medida pelo IPCA se mostrou sob controle, encerrando o ano abaixo da meta (4,5%), a despeito dos diversos choques ocorridos nesse



período, como a desvalorização cambial, a greve dos caminhoneiros e o aumento de preços administrados. No entanto, a boa safra agrícola e a demanda fraca acabaram por impedir o repasse para os preços. Desse modo, a taxa em 12 meses do IPCA, terminará 2018 próxima de 3,7%, número previsto pelos analistas Top Five do Focus um ano atrás. Para o IPCA de 2019 projetamos uma variação de 4,06%, indicando juro real de 3,07%. Acreditamos que o ambiente atual permanece favorável para a sustentação dos preços aos consumidores em níveis que não trazem preocupações ou que venham exigir uma alteração significativa na política de juros do Banco Central.

**Taxa de Juros (Selic):** A taxa básica de juros permanece estável em 6.50% ao ano desde março/18 e, pelas condições de estabilidade na economia neste começo de ano, não acreditamos que o Banco Central decida pela sua alteração na primeira metade do ano. Nossa visão é que além do momento não exigir, qualquer sinalização neste sentido pode ter efeitos “colaterais” sobre o novo governo. Nossa expectativa é que os fundamentos da economia deverão levar a uma alta da Selic para 7,25% ao final de 2019.

**PIB –** A análise dos números do PIB segue trajetória ascendente, porém, o que de fato importa é como será a qualidade dessa recuperação, visto que, a aceitação de um crescimento mais baixo, porém, constante e

### Economia Internacional:

No cenário internacional o ponto central tem sido a disputa entre os presidentes Donald Trump (EUA) e Xi Jinping (China), que continuam a protagonizar uma incessante discussão a respeito das transações comerciais, gerando receios diversos e fomentando, inclusive, os prognósticos de desaceleração do crescimento mundial. Reiteramos nossas avaliações de que se trata exclusivamente de um rebalanceamento dos atuais termos comerciais dos EUA com principais “players”. Basta ver os ajustes já realizados no NAFTA, mas o multilateralismo prevalecerá.

**Nos Estados Unidos, chamam atenção os seguintes pontos:**

equilibrado trará maiores benefícios. Para 2018, a expectativa é de um PIB positivo em 1,35% e para 2019, acreditamos que o cenário de recuperação da economia deverá se confirmar, com a taxa subindo para 2,65%. Os dados da pesquisa Focus do Banco Central (21/dez) apontam para um crescimento de 1,30% para 2018 e de 2,53% para 2019 e o Fundo Monetário Internacional (FMI) projeta evolução de 1,4% e 2,4%, respectivamente. As projeções de mercado mostram otimismo para a economia brasileira em 2019.

**Mercado de trabalho:** A taxa de desemprego na PNAD encerrou novembro em 11,6%. O CAGED, por sua vez, acelerou, gerando 58.664 empregos formais em novembro, com destaque para o aumento dos saldos nos setores de comércio e serviços. Para 2019, tendo em vista os movimentos de crescimento do PIB, esperamos para o mercado de trabalho (PME-IBGE) uma taxa de desemprego em 11,08% e um rendimento médio real de R\$ 2.195.

- A incessante guerra comercial com a China, que desde o final de 2017 vem ocupando espaço no noticiário mundial e influenciando os mercados. A imposição de tarifas de importação pelos dois países parecia caminhar para um desfecho na última reunião do G-20 realizada na Argentina, mas isto não aconteceu. As consequências recaem sobre países emergentes como o Brasil, que tem nestas duas economias seu maior canal de distribuição de produtos exportados;
- O recente impasse entre o presidente Donald Trump e o Congresso americano para a aprovação do orçamento para 2019. Mesmo que venha ser aprovado no começo de janeiro, é mais um

desgaste numa queda de braço negativa não só para a economia americana como para o mercado internacional, já que tem um componente psicológico negativo para outros mercados.

- O posicionamento do presidente Donald Trump contrário à política de juros sinalizada pelo Federal Reserve, que prevê até três aumentos para 2019, segue trazendo ruídos aos mercados. Este ponto é bastante sensível porque pode alterar significativamente o fluxo de capitais para o país, se de fato os juros americanos se tornarem atrativos em termos reais.
- Mesmo com a economia americana ainda mostrando vigor, com crescimento de 2,9% projetado para 2018 e 3,0% para 2019, especialistas já vêm algum sinal de redução no ritmo de expansão do país.

**China:** A China vem passando por uma transformação nos últimos anos em diversos segmentos da economia e na sua política de comércio internacional, com o governo intensificando a intervenção na liquidez da economia e colocando em marcha uma forte regulação para tentar conter riscos crescentes no mercado financeiro.

O grande poder de barganha do país segue mexendo com grandes economias, como os Estados Unidos. Porém, também neste caso, a expectativa é de uma redução no ritmo de crescimento da economia neste ano, com o PIB projetado passando de 6,4% em 2018 para 6,2% em 2019.

**Zona do Euro:** Na Europa o desfecho do Brexit continua uma incógnita e os conflitos geopolíticos, em especial entre Rússia e Ucrânia, oferecem verdadeiramente a possibilidade de uma crise importante na região. Um desarranjo na Europa contaminaria fortemente o resto do mundo. Isso sem contar os problemas envolvendo a crise orçamentária na Itália, que segue em batalha com a União Europeia por conta de sua lei orçamentária para 2019. O país vem sendo criticado pelo bloco por conta do aumento deliberado de seu déficit fiscal. Atualmente a dívida pública do país gira em torno de 132% do PIB.

Neste ambiente geral, para o Brasil, felizmente os cenários parecem desanuviar no horizonte. Se dermos cabo de nossos deveres, contando com um ambiente minimamente estável no próximo ano, poderemos, enfim, ter uma chance de crescer de maneira sustentável. A esperança e o otimismo estão de volta!

Tabela 2 - Projeções de Curto Prazo 2018-2019

	2016	2017	2018E	2019E
<b>Crescimento Econômico</b>				
PIB ( % real anual)	-3,3	1,0	1,1	2,8
Produção Industrial (% anual)	-6,4	2,5	1,5	3,0
<b>Inflação</b>				
IPCA (% anual)	6,29	2,95	3,80	4,00
IGP-M (% anual)	7,17	-0,50	7,73	4,54
<b>Política Monetária</b>				
Taxa Selic ( final do ano)	13,75	7,00	6,50	7,75
<b>Política Fiscal</b>				
Resultado Primário (%PIB)	-2,49	-1,68	-1,67	-1,23
Dívida Bruta (% PIB)	69,95	74,00	76,00	77,10
<b>Política Cambial</b>				
Balança Comercial (US\$ bi)	45,04	64,03	57,07	56,11
Taxa de Câmbio (final do ano)	3,26	3,31	3,80	3,70

Fonte: Bloomberg

Tabela 3 - Resumo Macroeconômico

INDICADORES	2014	2015	2016	2017	2018 (Prob./Base)	2019 (Prob./Base)
<b>Crescimento Econômico</b>						
Crescimento do PIB	0,10	-3,80	-3,60	1,00	1,35	2,65
Taxa de investimentos	19,87	17,84	16,12	15,63	17,01	17,92
<b>Mercado de Trabalho (PME-IBGE)</b>						
Taxa de desemprego Média Anual	4,8	7,5	11,5	12,8	12,37	11,08
Rendimento Médio Real (PNAD a partir 2014)	2,144	2,146	2,097	2,146	2,166	2,195
<b>Câmbio, Juro e Inflação</b>						
Taxa de Câmbio - (Dezembro)	2,64	3,90	3,26	3,31	3,63	3,13
Inflação (IPCA)	6,41	10,67	6,30	2,95	4,20	4,06
Juro Nominal (Selic) - (Dezembro)	11,75	14,25	13,75	7,00	6,50	7,25
Juro Real (Selic/IPCA)	5,02	3,23	7,01	3,94	2,21	3,07
CDS Brasil 5 anos - (Fim de Ano)	201	495	285	161	217	134
<b>Balanço de Pagamentos</b>						
Exportações	225,1	194,4	185,0	217,7	246,3	263,5
Importações	229,0	175,6	137,0	150,7	186,2	204,9
Balança Comercial	-3,9	18,8	48,0	67,0	60,0	58,6
Transações Correntes	-103,9	-59,0	-23,5	-9,8	-10,4	-21,1
Transações Correntes	-4,3	-3,3	-1,3	-0,5	-0,57	-1,17
<b>Finanças Públicas</b>						
Resultado Primário	-0,6	-1,9	-2,5	-1,7	-1,97	-1,75
Resultado Nominal	-6,0	-10,2	-8,9	-7,8	-6,8	-6,6
Dívida Líquida	32,6	35,6	46,2	51,6	53,0	56,7
Dívida Bruta (metodologia nova a partir 2014)	56,3	65,5	70,0	74,0	77,4	77,9
<b>Economia Mundial e Americana</b>						
Crescimento do PIB Mundial	3,3	3,5	3,0	3,3	3,27	3,38
Crescimento do PIB EUA	2,4	2,6	1,9	2,7	2,9	3,0
CPI	0,7	0,5	2,1	2,1	2,3	2,5
Juro Nominal (Fed Funds) - MP	0,13	0,30	0,75	1,50	2,50	3,50

Elaboração: Planner Redwood Asset Management

Projeções em vermelho

## Perspectivas Setoriais para 2019

### Agronegócio/Sucroalcooleiro/Alimentos

**Agronegócio:** Na Safra 2017/18 a produção brasileira de grãos alcançou 228,3 milhões de toneladas, equivalente a uma queda de 3,9% em relação à safra 2016/17, notadamente em função da redução nas precipitações pluviométricas, que impactaram o potencial produtivo do milho segunda safra, lembrando, entretanto, que foi a segunda maior safra da série histórica.

A área plantada de 61,7 milhões de hectares representou um crescimento de 1,4% quando comparada à safra anterior, e confirma a maior área semeada no país, e só não foi maior porque houve redução na área de milho primeira e segunda safra.

Na cultura de Algodão, o expressivo aumento de área (+25,1%), aliado ao ganho de produtividade de 4,7%, resultou numa produção de 2 milhões de toneladas de pluma. Em Mato Grosso, maior estado produtor, 78% da área já foi colhida e na Bahia, segundo maior produtor, já passa dos 85%.

No Milho primeira safra, após colheita finalizada no Nordeste, a produção está estimada em 26,8 milhões de toneladas, 12% inferior à safra passada, influenciada, principalmente, pela redução na área semeada. No Milho segunda safra, a redução na área cultivada aliada ao forte estresse hídrico resultou em perdas de produtividade, derivando numa produção de 54,5 milhões de toneladas, 19,1% inferior à safra passada e 1,5% inferior ao levantamento anterior.

A produção da Soja alcançou o recorde de 119,3 milhões de toneladas, 4,6% superior à safra passada.

Para a Safra Atual (2018/19), de acordo com os dados da Conab (base 11/dez/18), a estimativa da produção de grãos é de 238,4 milhões de toneladas, equivalente a um crescimento de 4,6% ou 10,6 milhões de toneladas acima da safra anterior. A área plantada está prevista em 62,48 milhões de hectares, 1,2% superior frente à Safra 2017/18, que equivale a um incremento de 756,3 mil hectares, explicado pelos aumentos na área de algodão e soja.

Para a safra de algodão, com a concentração do plantio em janeiro, estima-se crescimento superior a 23% na área e 18,1% na produção. O bom desempenho das cotações da pluma tanto no mercado interno quanto no externo estimulou os produtores nacionais a investirem fortemente na lavoura, sendo esperado incremento recorde na área plantada. Os fatores como: taxa de câmbio, níveis de estoques internacionais, evolução dos preços nas principais praças produtoras e o bom ritmo das exportações contribuirão para que esse quadro se consolide. Além disso, a cultura passa, na maioria dos estados, por uma adequação do período de plantio, aproveitando as chuvas necessárias ao desenvolvimento da planta e, na época da colheita, a coincidência com o clima seco, ideal para a obtenção da pluma de boa qualidade.

No milho primeira safra, está previsto um aumento de 0,8% na área a ser cultivada e uma produção de 27,4 milhões de toneladas. Acrescentando a segunda safra de milho, a produção total poderá atingir 91,1 milhões de toneladas, 12,8% superior à obtida em 2017/18.

O milho plantado na primeira safra apresenta produção bastante pontual para atendimento a demandas internas, a exemplo da ração animal para confinamento e nas áreas próximas as granjas de aves e suínos, uma vez que o foco do produtor neste momento do plantio é a soja.

Na cultura da soja, projeção de crescimento de 1,8% na área de plantio e de 0,7% na produção, atingindo 120,1 milhões de toneladas. Na Região Norte-Nordeste, o plantio da oleaginosa iniciou com a chegada das primeiras chuvas e o comportamento da safra passada, com um quadro climático favorável, serviu de estímulo ao produtor local, que ampliou a área plantada.

Na região do Matopiba, os bons resultados, tanto financeiros quanto de produtividade na temporada que encerrou, motivaram os agricultores à abertura de novas áreas, além do uso para a renovação de pastagens degradadas. Em Mato Grosso, maior produtor da oleaginosa, o excelente regime de chuvas

favoreceu o ritmo de plantio e houve antecipação significativa dos trabalhos, fato que deverá culminar na antecipação da colheita em âmbito estadual.

Em termos de produtividade, o 3º levantamento realizado pela Conab, registra as excelentes condições climáticas em todas as regiões produtoras de grãos, prenúncio de que sejam alcançados bons níveis de produtividade nessa temporada.

No segmento, destaque para os papéis da SLC Agrícola (SLCE3).

**Sucroalcooleiro:** Segundo dados da Conab, os números finais da safra 2017/18 apontam para uma área colhida de 8.729,5 mil hectares de cana-de-açúcar, com queda de 3,5% em relação à safra anterior. Esta redução de 319,7 mil hectares, apesar de pequena, ocorreu em todas as regiões e tem relação com parte da área sendo destinada à produção de outras culturas, sobretudo grãos. Muitas dessas áreas são de fornecedores distantes das unidades de produção ou que não são aptas à mecanização. Essa mudança do cultivo nessas áreas tem relação com a rentabilidade de outros produtos, frente à cana-de-açúcar.

A produtividade para safra 2017/18 alcançou 72.543 kg/ha. Apesar da recuperação das lavouras na Região Norte-Nordeste (2,8%) nessa safra, frente às condições climáticas mais favoráveis, as produtividades na Região Centro-Oeste e Sudeste foram semelhantes à safra 2016/17, resultado do envelhecimento das lavouras de cana-de-açúcar, as quais não tiveram índices de renovação nas últimas safras que reduzisse a idade média. A Região Sul foi a única que teve forte redução na produtividade, não só pelo resultado dos impactos dos fatores climáticos, mas também pelo envelhecimento das lavouras.

A produção de cana-de-açúcar, na safra 2017/18, foi de 633,26 milhões de toneladas, uma redução de 3,6% em relação à safra anterior.

A produção de açúcar atingiu 37,87 milhões de toneladas, com retração de 2,1% em relação ao volume produzido na safra 2016/17, devido ao direcionamento para a produção de etanol, principalmente o hidratado. Já a produção de Etanol somou 27,76 bilhões de litros,

com redução de apenas 0,2% em razão da menor disponibilidade de cana-de-açúcar nessa safra.

A produção de Etanol anidro, utilizada na mistura com a gasolina, teve aumento de 0,1% para 11,09 bilhões de litros, influenciada pela manutenção do consumo de gasolina em detrimento ao etanol hidratado. O total produzido de Etanol hidratado foi de 16,67 bilhões de litros, com redução de 0,4% ou 60,85 milhões de litros.

Safra 2018/19. A área de cana-de-açúcar a ser colhida no Brasil, destinada à atividade sucroenergética na safra 2018/19, deverá atingir 8.661,4 mil hectares representando uma redução de 0,8% em relação ao ocorrido na safra passada. Se confirmada, será a segunda queda consecutiva na área a ser colhida. Nas Regiões Centro-Oeste, Sudeste e Sul, deverão ocorrer redução de 0,6% e nas Regiões Norte e Nordeste, a previsão é de queda de 2,1% de área a ser colhida em relação à safra passada.

A produtividade média estimada para a temporada 2018/19 é de 73.373 kg/ha, valor 1,1% maior do que os 72.543 kg/ha obtidos na safra 2017/18. O envelhecimento das lavouras, a baixa taxa de renovação, a falta de investimento em algumas regiões e a redução do pacote tecnológico têm mantido as médias brasileiras inferiores a 80.000 kg/ha. A introdução da colheita mecanizada também exerceu influência na redução da produtividade nas últimas safras, principalmente porque as lavouras não estavam sistematizadas para esse tipo de colheita, gerando pisoteio e outros danos.

Estimativas iniciais da Conab para a Safra 2018/19 apontam para uma produção de cana-de-açúcar de 635,51 milhões de toneladas, com aumento de 0,4% em relação à safra anterior. A área colhida está estimada em 8,66 milhões de hectares, com queda de 0,8% se comparada com a safra 2017/18.

A produção de açúcar deverá atingir 34,25 milhões de toneladas, com retração de 9,6% em relação ao produzido na safra 2017/18. A produção de Etanol deve ser de 30,41 bilhões de litros, incremento de 11,6% em relação à safra passada.

A produção de etanol anidro, utilizada na mistura com a gasolina, deverá ter aumento de 2,2%, alcançando 11,24 bilhões de litros. A produção de Etanol hidratado deverá ser de 19,17 bilhões de litros, com aumento de 18% ou 2,9 bilhões de litros.

No setor, destaque para os papéis da São Martinho (SMT03).

**Alimentos:** Com um cenário internacional amplamente favorável, a demanda mundial por proteína animal deve crescer 70% até 2050, saindo hoje de uma população de pouco mais de sete bilhões de pessoas e consumo per capita de R\$ 39 Kg/ano para 9,6 bilhões de habitantes, e crescimento de 85% no consumo de carnes para mais de 50 Kg/ano. Dentro dos principais desafios que se colocam, ressalte-se o aumento de produtividade e aplicação de tecnologia, que segundo a FAO, será responsável por 70% do aumento de produção de alimentos, até 2050.

Em adição, em média, no mundo todo, a produtividade dos animais encontra-se 30% a 40% abaixo do seu potencial genético, por conta de condições inadequadas de saúde. De todas as regiões do planeta a América do Sul é a que possui as condições naturais mais favoráveis para produzir proteína animal com qualidade, baixo custo e de forma sustentável, demonstrando reais vantagens comparativas em termos mundiais.

Em 2018 os eventos políticos e setoriais alteraram o cenário competitivo e trouxeram um ambiente desafiador e volátil, porém abriu oportunidades de crescimento, notadamente nas operações na América do Sul, em cuja região se apresentam excelentes oportunidades (i) por maior disponibilidade de animais para abate, devido ao ciclo positivo do gado na região; (ii) pelo contínuo desequilíbrio entre a oferta e demanda de carne em regiões importantes, como o Extremo Oriente e o Oriente Médio; (iii) pela efetiva abertura de novos mercados, cujos efeitos deverão ser plenamente colhidos nos próximos anos; e (iv) pela recente retomada dos mercados internos nos países que temos distribuição na América do Sul.

Assim, a América do Sul possui todas as vantagens competitivas para se transformar na principal

plataforma mundial de produção de carne bovina, seja pela estrutura de custos de produção, seja pelas vantagens naturais que a região oferece. Por isso, esperamos nos próximos anos, um expressivo crescimento da participação desta região no mercado mundial.

No Brasil a polícia federal deflagrou no final do 1T18 nova fase da Operação Carne Fraca (Operação Trapaça) com foco nas questões sanitárias. Dentre as consequências, a suspensão pelo Ministério da Agricultura das exportações de frigoríficos investigados para 11 países e a União Europeia. Houve então um trabalho conjunto do Ministério junto com a Abiec e a ABPA na busca de estratégias, que mitigaram os efeitos e riscos ao longo desse ano. Lembrando que as vendas de carnes têm importante peso na economia nacional, respondendo por 7,0% das exportações brasileiras, equivalentes a 0,8% do PIB.

Nesse ambiente, os frigoríficos especializados na produção de carne bovina registraram um desempenho melhor do que aqueles especializados em aves e suínos. O preço médio da carne bovina manteve-se em alta, com um melhor *mix* de produtos e aumento da demanda.

Em termos de fornecimento de gado, até a metade do 1T18, o abate seguiu em ritmo acelerado, com a boa oferta de animais e a demanda forte tanto nas exportações quanto no mercado doméstico. Porém, a partir da segunda metade de fevereiro o ritmo da demanda interna diminuiu, em linha com a sazonalidade do período. Houve também grande oferta das proteínas substitutas (frango e suíno) no mercado doméstico, potencializando a substituição do consumo da proteína bovina. Em contrapartida, as exportações apresentaram forte desempenho no primeiro trimestre do ano, impulsionadas principalmente pela demanda de China e Hong Kong.

No 2T18 as atividades de abate foram contingenciadas a partir da greve dos caminhoneiros, com impacto direto nos volumes. No entanto, o cenário para fornecimento de animais seguiu positivo, resultado do período do fluxo de animais proveniente da retenção de matrizes iniciada em 2013/2014. Nesse contexto, as exportações também sofreram forte impacto. Dado

que o dólar registrou forte valorização (16%), os *players* com maior flexibilidade comercial, com capilaridade tanto para o mercado doméstico quanto para o mercado externo, direcionaram grande parte de suas vendas para a exportação.

O início do segundo semestre é caracterizado por apresentar uma redução na oferta de animais a pasto, devido ao período de entressafra, enquanto eleva-se a oferta de animais provenientes de confinamento e, conseqüentemente, observam-se menores níveis de abate. Entretanto, a soma da forte desvalorização do real frente ao dólar e a maior demanda do mercado internacional (especialmente dos países asiáticos), permaneceu impulsionando as exportações.

O consumo do mercado doméstico durante o 3T18 permaneceu estável. No entanto, com a forte demanda das exportações e maior direcionamento da produção para o mercado externo, os preços do mercado local se mantiveram firmes, refletindo a redução da disponibilidade interna dessa proteína. Com relação ao consumo de carne bovina no mercado interno em 2018, observam-se sinais de retomada de crescimento, efeito da redução da inflação, da taxa de juros e do desemprego, lembrando que sazonalmente, o quarto trimestre tende a ser o mais forte em termos de consumo interno no ano.

O resultado positivo desse ano também consolida que a carne brasileira continua com sua imagem, competitividade e garantia de qualidade reconhecida no Brasil e no exterior. De janeiro a novembro de 2018 as vendas foram de 1,49 milhão de toneladas e faturamento de US\$ 5,99 bilhões, com crescimento de 10,7% e 8,3%, respectivamente, ante o mesmo período do ano passado, com destaque para as vendas no segundo semestre do ano.

Segundo a Abiec, Hong Kong e China são os principais destinos da carne bovina brasileira. Em volume, Hong Kong foi o principal destino, representando 24,3% do total embarcado pelo Brasil, somando quase 362 mil toneladas. Já a China foi o principal destino considerando o faturamento, representando 22,68% do total, com US\$ 1,36 bilhão. Outros mercados que merecem destaque são: Egito, União Europeia e Chile, com aumento tanto em volume quanto em

faturamento no 11M18 comparado ao mesmo período de 2017.

Seguindo a tendência de alta dos últimos anos, as exportações de carne bovina devem fechar 2018 com 1,6 milhão de toneladas (+10%) e receitas de US\$ 6,54 bilhões, 7,4% superiores a 2017. Se confirmada essa projeção, será o maior volume já exportado pelo Brasil, dando seqüência à tendência de alta das vendas brasileiras, que nos últimos dois anos vêm evoluindo numa média de 10% ao ano em volume e faturamento.

As perspectivas para 2019 permanecem positivas, em volume e em receita. De acordo com as projeções elaboradas pelo Departamento de Agricultura dos Estados Unidos (USDA), a produção mundial de carne bovina deve seguir em crescimento em 2019 e novamente alcançar patamar recorde, de 63,62 milhões de toneladas, um aumento de 1,2% em relação à produção de 62,87 milhões de toneladas em 2017, cujo crescimento havia sido de 2,0% em relação as 61,62 milhões de toneladas em 2016.

Dentre os principais produtores mundiais, tanto os Estados Unidos como o Brasil, devem apresentar aumento de produção de carne bovina. A projeção é que os Estados Unidos produzam o equivalente a 12,72 milhões de toneladas, um crescimento de 3,5% frente a 2018 (esperado em 12,28 milhões de toneladas). No Brasil a expectativa é que a produção supere pela primeira vez na história a marca de 10,0 milhões e encerre 2019 com produção total de 10,2 milhões de toneladas. Em 2018 a produção brasileira deve ficar em 9,9 milhões de toneladas.

A China, Índia e Argentina devem apresentar pequenos aumentos na produção de carne bovina, com expectativa de que alcance 7,4, 4,3 e 3,0 milhões de toneladas, respectivamente. Por outro lado, UE e Austrália devem produzir menos carne bovina em 2019, com produção estimada em 7,8 e 2,18 milhões de toneladas, nessa ordem.

É esperado que o consumo mundial de carne bovina, a exemplo da produção, também aumente em 2019 e alcance 61,73 milhões de toneladas, um crescimento de cerca de 1,0 milhão frente a 2018. O maior aumento de consumo, em termos absolutos, é esperado nos



Estados Unidos, maior produtor e consumidor mundial. O consumo nos Estados Unidos deve chegar em 12,64 milhões de toneladas, crescimento de 3,6% em relação a 2018 (12,20 milhões de toneladas).

A China, segundo maior consumidor mundial em termos absolutos também deve apresentar crescimento, com consumo estimado em 8,70 milhões de toneladas em 2019. O Brasil pode superar o consumo da UE em 2019, já que por aqui o consumo é crescente e na UE a tendência é de queda.

Tomando por base as exportações de carne bovina, o mercado mundial deve apresentar relativa estabilidade frente a 2018 (10,55 milhões de toneladas). A expectativa é que em 2019 a exportação de carne bovina some 10,57 milhões de toneladas.

Do ponto de vista brasileiro as perspectivas são melhores. As estimativas da Abiec apontam para um crescimento de 10,7% no volume para 1,8 milhão de toneladas e 11,0% em faturamento das exportações para 2019, equivalente a US\$ 7,26 bilhões. Os resultados esperados para 2019 devem ser favorecidos pelos seguintes fatores: a) retomada das exportações para Rússia, que em 2017 compraram mais de 130 mil toneladas, totalizando mais de US\$ 452 milhões em receita; b) expectativa de retorno ao mercado norte-americano; c) crescimento da China.

No setor, destaque para a Minerva (BEEF3).

**Carne de frango e suínos.** Em 2018 o Brasil deverá encerrar o ano com produção de aves e de suínos mais ajustada, de acordo com as estimativas da Associação Brasileira de Proteína Animal (ABPA). Segundo levantamento, a produção de carne de frango deverá totalizar 12,82 milhões de toneladas, volume 1,7% inferior as 13,05 milhões de toneladas produzidas no ano passado. As exportações do segmento encerrarão 2018 com um total de 4,1 milhões de toneladas, volume 5,1% menor em relação as 4,32 milhões de toneladas exportadas em 2017. Com uma oferta interna de 8,73 milhões de toneladas, o consumo per capita de carne de frango tende a crescer 0,63%, chegando a 41,8 quilos em 2018.

A produção de carne suína deve apresentar retração de 3,2%, alcançando 3,63 milhões de toneladas. Em 2017, foram produzidas 3,75 milhões de toneladas. Os embarques do segmento deverão totalizar 640 mil toneladas, volume 8% inferior as 697 mil toneladas exportadas em 2017. Considerando uma oferta interna de 3,07 milhões de unidades, o consumo per capita de carne suína deverá ser de 14,35 quilos neste ano, 2,6% menor que o consumo registrado em 2017.

Levantamento da ABPA mostra que as exportações brasileiras de carne de frango (considerando todos os produtos, entre in natura e processados) totalizaram 3,748 milhões de toneladas no 11M18, volume 6,3% menor que as 3,999 milhões de toneladas embarcadas no mesmo período do ano passado. Já o saldo em receita somou US\$ 5,991 bilhões, com queda de 10,8% em relação a US\$ 6,712 bilhões obtidos entre janeiro e novembro de 2017.

As exportações de carne suína (considerando apenas produtos in natura) nos 11M18 foram de 501,2 mil toneladas, desempenho 8,7% inferior em relação as 548,7 mil toneladas embarcadas entre janeiro e novembro de 2017. As vendas no período geraram receita de US\$ 1,02 bilhão, saldo 25,1% inferior em relação ao resultado do 11M17, com US\$ 1,363 bilhão. A demanda chinesa seguiu sólida. Ao mesmo tempo, a retomada dos embarques para a Rússia cujo mercado foi reaberto em outubro, sinalizam para uma demanda imediata por esse produto, beneficiando as exportações futuras.

De acordo com a ABPA, dentre os fatores positivos ocorridos ao longo de 2018, estão à habilitação de 26 novas plantas para exportações de carne de frango para o México, a viabilização do mercado cambojano para o setor avícola brasileiro e a abertura dos mercados da Coreia do Sul e da Índia para a carne suína. A Rússia, após 11 meses de negociação, também reabriu seu mercado para o setor de suínos.

Outro ponto relevante de 2018 é a crise sanitária corrente na China, dado que a mortalidade histórica de animais no maior produtor de carne suína do mundo deverá incrementar a demanda de carnes provenientes de países que hoje fornecem ao mercado chinês. Ainda sobre China, está em fase final a

negociação entre chineses e brasileiros para a construção de acordo de *Price Undertaking* (PU) para as exportações brasileiras de carne de frango, o que deverá suspender as sobretaxas provisórias de direito *antidumping* aplicadas pelo país. Ressalte-se que, mesmo com a aplicação de tarifas, as exportações de carne de frango para a China devem encerrar o ano 10% superiores às realizadas em 2017.

Somem-se em 2018 a suspensão de 20 plantas (sendo que oito continuaram exportando carne de frango in natura sem sal adicionado) pela União Europeia e a alteração dos critérios relativos ao abate para a importação de carne de aves pela Arábia Saudita. Destaque também para os 10 dias de paralisação nas estradas brasileiras com a greve dos caminhoneiros, que resultaram na morte de milhões de aves naquele período, com impacto superior a R\$ 3,1 bilhões, sendo R\$ 1,5 bilhão irrecuperável. Além dos prejuízos, a greve trouxe à pauta o tabelamento do frete, com uma elevação média de 35%, chegando próximo de 80% em algumas modalidades, como o transporte de ração.

Em relação aos custos de produção, os preços do milho e o farelo de soja, que representam até 70% dos custos produtivos, foram os principais fatores de influência. Comparativamente a 2017, o preço do milho chegou a ficar até 50% maior, e o do farelo de soja, até 40%. As previsões de oferta de produtos apontam em 2019 um ano com menor custo de produção em relação ao ano anterior. Vale destacar que o câmbio foi favorável às exportações brasileiras, especialmente ao longo do segundo semestre.

**Expectativas para 2019.** Novamente tomando como base os dados da ABPA, em relação à carne de frango, o alojamento de matrizes em 2018 indica uma oferta moderada de carne de frango em 2019. A expectativa é que o ritmo de produção de 2019 será 1,39% superior, alcançando produção de 13,2 milhões de toneladas.

Para a carne suína, o mercado será influenciado pela expectativa de elevação da demanda internacional pelo produto, especialmente da China (com a redução dos plantéis, diante dos focos de peste suína africana) e da Rússia (recentemente reaberta para o Brasil).

Há também uma grande expectativa com relação ao novo governo. No fim de novembro, a ABPA apresentou ao Grupo de Transição da futura Presidência da República um documento com demandas da avicultura e da suinocultura. Entre os pontos abordados no documento, a desburocratização no processo de habilitação de plantas frigoríficas, o fim do estabelecimento do frete mínimo; a melhoria da infraestrutura logística, o fortalecimento da segurança nas estradas contra o roubo de cargas e a realização de acordos internacionais. O correto endereçamento dessa pauta de reivindicações deve fortalecer a atuação das companhias tanto no mercado interno quanto as exportações, com incremento de volumes.

**No setor, destaque para a JBS (JBSS3).**

Tomando por base os setores do Agronegócio/Sucroalcooleiro/Alimentos, destacamos as companhias: SLC Agrícola (SLCE3) no agronegócio, São Martinho (SMT03) no segmento sucroalcooleiro, Minerva (BEEF3) e JBS (JBSS3) no segmento de alimentos/frigoríficos, e os papéis da M Dias Branco (MDIA3) no setor de alimentos/consumo.

**SLC Agrícola S.A. (SLCE3):** Claramente a companhia possui um modelo de negócio competitivo e rentável e que ainda apresenta potencial de crescimento. A empresa vem buscando um equilíbrio entre crescimento (através de arrendamentos e das Joint Ventures atuais), geração de caixa e redução da alavancagem, com foco na melhoria de produtividade agrícola, maior eficiência operacional e escala de produção, que no conjunto, passam por redução dos custos e utilização de tecnologia.

A SLC registrou no 9M18 um lucro líquido de R\$ 373 milhões, com crescimento de 60% em relação ao 9M17, enquanto o EBITDA ajustado, na mesma base de comparação, elevou-se 27% totalizando R\$ 397,6 milhões, em nível recorde. Ao final de set/18 o valor líquido dos ativos (NAV) da companhia era de R\$ 4,21 bilhões, equivalente a R\$ 44,20/ação, em linha com o valor atual das ações da companhia.

Ao longo do 3T18 a companhia finalizou a colheita do algodão e do milho da safra 2017/18. A colheita da soja já havia sido encerrada no 2T18. Destaque para a

produtividade alcançada acima da média brasileira, segundo dados da Conab, sendo de 6% acima no algodão, 10% acima na soja e 19% no milho, que, contudo, apresentou queda em relação ao esperado, devido ao corte prematuro devido a chuvas em algumas regiões, o que impactou a segunda safra de milho do Brasil como um todo.

De acordo com a companhia, “o plantio da safra 2018/19 foi iniciado na segunda quinzena de setembro com a semeadura da soja que, até a data de 09 de novembro, já estava 80% concluída. Houve ótima distribuição e intensidade de chuvas em todas as regiões, permitindo a boa implantação das lavouras. A estimativa é de atingir uma área total plantada de 457 mil hectares nessa nova safra, aumento de 13% em relação à safra 2017/18”.

**São Martinho (SMT03):** Com base numa estrutura de gestão agrícola diferenciada, a companhia possui um dos menores custos de produção de açúcar e etanol do mercado, que a posiciona como *benchmark* no setor. Dentre os seus pilares de geração de valor destacam-se: a valorização das pessoas; sua excelência operacional; tecnologia/ inovação; importante diferencial de Logística/Comercial e adequada alocação de capital.

No 6M19 (Safra 2018/19) a companhia registrou um lucro líquido de R\$ 162,5 milhões, com queda de 4,3% em relação ao 6M18 (Safra 2017/18) refletindo a piora do resultado operacional. A receita líquida caiu 11,8% para R\$ 1,4 bilhão e o EBITDA ajustado recuou 17,2% somando R\$ 717,6 milhões, reflexo da redução do volume de vendas de açúcar no período como resultado da alteração de *mix* da safra para etanol combinado com a estratégia de carregar estoques de açúcar para liquidação nas telas de outubro/18 e março/19.

Apesar da queda no volume de cana processada, o ATR médio apresentou crescimento de 3,1%, (142,1 kg/ton) de forma que o total de ATR produzido no semestre foi 1,8% superior ao mesmo período da safra passada. Ao final do trimestre sua dívida líquida era de R\$ 3,1 bilhões, equivalente a 1,7x o EBITDA. A Safra 2018/19 já foi moída, mas ainda teremos os dois próximos trimestres do ano safra, com a continuidade das

operações relativas à comercialização dos produtos da companhia.

**JBS (JBSS3):** Sobre a companhia, destacamos sua liderança de mercado e escala, aliado à distribuição geográfica. Como estratégia, a redução de custos e maior eficiência operacional, o controle de qualidade de seus produtos e a busca por maior transparência. A JBS registrou um prejuízo líquido de R\$ 538,1 milhões no 9M18, que se compara ao lucro de R\$ 339,8 milhões no 9M17, explicado principalmente por conta do pior resultado financeiro entre os períodos comparáveis. A receita líquida cresceu 11,2% para R\$ 134,0 bilhões e o EBITDA elevou-se 12,1% somando R\$ 11,5 bilhões. Na média, 73% das vendas globais da companhia foram realizadas nos mercados domésticos em que atua e 27% por meio de exportações.

Ao final de set/18 a dívida líquida da JBS era de R\$ 49,5 bilhões (3,4x o EBITDA) levemente abaixo de R\$ 50,4 bilhões do 2T18 (3,5x o EBITDA). Ao final do trimestre sua liquidez total era de R\$ 20,0 bilhões, sete vezes superiores ao endividamento de curto prazo. Na mesma base de comparação 5% das dívidas eram de curto prazo, sendo 57% desse percentual são referentes a linhas lastreadas às exportações (*trade finance*) das unidades brasileiras.

Atentar que o BNDES deve vender parte de sua posição de 21,3% na JBS em 2019, aguardando melhor momento do mercado. Já o plano da JBS de abrir o capital da JBS Foods Internacional nos EUA, descartado em 2018, pode ser retomado ao longo de 2019, ensejando uma melhor precificação para a companhia, como um todo.

**Minerva S.A. (BEEF3):** A Minerva registrou no 9M18 um prejuízo líquido de R\$ 1,2 bilhão que se compara ao lucro de R\$ 33 milhões do 9M17. Nesta base de comparação a Receita Líquida cresceu 42% para R\$ 11,6 bilhões, com incremento de 58% no EBITDA ajustado para R\$ 1,1 bilhão. A margem EBITDA ajustada subiu de 8,4% para 9,4%.

Ao final do 3T18 sua dívida era de R\$ 7,2 bilhões, equivalente a 5,0x o EBITDA ajustado e se compara a 4,2x em set/17. Sua posição de caixa era de R\$ 4,2 bilhões, suficiente para amortizar dívidas até 2026. A

Minerva lançou, no início de novembro de 2018, uma oferta de recompra antecipada de títulos perpétuos, com taxa de juros de 8,75%.

Os recursos provenientes do aumento de capital privado de R\$ 965 milhões com a emissão de 150,3 milhões de ações ao preço de R\$ 6,42/ação, serão utilizados para essa recompra. Como vantagem adicional, foram atribuídos Bônus de Subscrição de 3 anos aos subscritores das ações objeto do aumento de capital. A operação tem como principal objetivo acelerar o processo de desalavancagem da companhia.

O Departamento de Agricultura Norte-Americano (USDA) aprovou a retomada das importações de carne bovina in natura da Argentina, a partir de 27/nov/18. Com essa aprovação, a Minerva passa a acessar o mercado norte-americano através de suas operações no Uruguai e na Argentina.

Esperamos que 2019 deva ser um ano de crescimento da participação da América do Sul (onde estão os ativos da companhia) no mercado mundial, com base nas vantagens competitivas da região na produção de carne bovina. Olhando o consumo no Brasil, observam-se sinais de retomada de crescimento, tendo como pano de fundo a melhora da atividade econômica, inflação baixa e queda dos juros e do desemprego.

A abertura de capital, na bolsa de Santiago (Chile), da Athena Foods, subsidiária da Minerva que reúne os negócios da companhia fora do Brasil, deverá ocorrer em 2019, num dos melhores momentos para a indústria de carne bovina da América do Sul.

**M Dias Branco (MDIA3):** A companhia registrou no 9M18 um lucro líquido de R\$ 584 milhões, com queda de 9% em relação ao 9M17, explicado pela piora do resultado operacional que refletiu a alta do preço do trigo, seu principal insumo e a desvalorização do Real. A tendência para o 4T18 é de relativa melhora, com queda do dólar, mas com pressão residual no custo do trigo.

Em linha com a estratégia da companhia, a representatividade do conjunto das regiões além do Nordeste passou de 36% no 2T18 para 39% no 3T18, notadamente pela aquisição da Piraquê. Some-se a isso o crescimento acelerado das demais marcas da região Nordeste. Sua capacidade de produção cresceu 12,1% no trimestre e 9,3% em 12 meses, refletindo a continuidade do plano de investimentos objetivando a verticalização e crescimento nos seus mercados de atuação, notadamente no Sul e Sudeste.

Ao final de set/18 a dívida líquida da companhia somava R\$ 684,7 milhões, representando 0,7x o EBITDA, patamar reduzido, mesmo após a aquisição da Piraquê. Para 2019 com a redução efetiva dos custos, maior ocupação de sua capacidade e captura dos ganhos de sinergia com a aquisição da Piraquê, deve resultar em crescimento do resultado operacional e recomposição das margens.

**Tabela 4 - Indicadores Financeiros – Agronegócio/Açúcar e Álcool/Alimentos**

Empresa	Código	Preço Justo (R\$)	Preço Atual(*) (R\$)	Potencial (%)	P/L (x)	EV/EBITDA (x)	P/VP (x)	Dividend Yield (%)
					2019	2019	2019	2019
JBS	JBSS3	14,00	11,59	20,8	6,9	5,20	1,20	14,6
Minerva	BEEF3	7,00	4,99	40,3	4,7	5,40	neg.	5,3
M. Dias Branco	MDIA3	56,00	42,80	30,8	14,5	11,90	2,6	1,7
São Martinho	SMT03	25,00	18,19	37,4	11,6	5,30	2,0	2,2
SLC Agrícola	SLCE3	54,00	41,86	29,0	10,8	6,80	1,6	9,3

(\*) Cotação de Fechamento: 28/12/2018

## Concessões Rodoviárias

**Desempenho do setor em 2018** - O ano de 2018 não foi bom para as concessionárias. A alta nos preços dos combustíveis, a greve dos caminhoneiros e as principais empresas do setor sendo citadas na Operação Lava Jato, impactaram negativamente os resultados e as ações do setor.

A indexação dos preços internos dos derivados aos do exterior, num momento de alta do petróleo, levou a uma forte elevação dos combustíveis no mercado interno no início do ano, o que limitou a expansão do tráfego. Ao final de maio, tivemos a greve dos caminhoneiros, que determinou perdas estimadas em 4% do tráfego anual para as concessionárias. Para o encerramento da greve, o governo tomou medidas que prejudicaram ainda mais as concessionárias, como a isenção de pagamento do eixo suspenso dos caminhões. Com tudo isso, o Índice ABCR (divulgado pela Associação Brasileira de Concessionárias de Rodovias) acumulado até novembro mostrou uma redução 1,7% do tráfego nas rodovias pedagiadas.

Em 2018, as concessionárias listadas na B3 foram investigadas pela Operação Lava Jato (Operação Integração), o que levou a buscas nos escritórios e prisões de executivos. Este fato levou até a revisões para baixo de suas notas de crédito, considerando que as companhias teriam custos maiores com o refinanciamento de suas dívidas após as investigações, além de dificuldades na execução do planejamento. Este fato teve forte impacto nas ações do setor.

**Perspectivas para 2019** – Destacamos a seguir alguns pontos que poderão impulsionar as atividades das concessionárias:

- A redução nos preços do petróleo e dos combustíveis no mercado interno no 4T18, deve impactar positivamente o tráfego já início do ano;
- O crescimento mais expressivo do PIB, esperado para 2019, terá influência positiva no tráfego

de veículos pesados, mais lucrativos para as concessionárias de rodovias;

- Um ambiente macroeconômico de inflação e juros baixos, pode também influenciar positivamente o tráfego nas rodovias e o uso dos aeroportos;
- Esperamos que as questões levantadas pela Operação Lava Jato sejam superadas com acordos de leniência, como o que foi feito pela CCR em novembro/2018;

Os maiores riscos para as concessionárias estão na deterioração do ambiente econômico e a dificuldade na solução dos conflitos com os poderes concedentes. Neste último item, a eleição de governadores interessados na ampliação dos programas de concessões nos maiores estados do país, pode ajudar mitigar o risco.

**Ecorodovias (ECOR3):** A empresa teve grandes dificuldades em 2018, descritas na avaliação do setor, mas apesar disso obteve bons resultados. Nos primeiros nove meses do ano o tráfego consolidado diminuiu 1,7%, mas a receita cresceu 1,4%, com ganhos de margem que levaram expansões de 1,7% no EBITDA e 6,4% do lucro líquido. Isso foi decorrente dos aumentos das tarifas de pedágio e da contenção de custos, que vem sendo efetuada pela Ecorodovias desde 2017.

Nossas expectativas para a Ecorodovias em 2019 são as seguintes:

- O ambiente macroeconômico esperado para 2019 deve beneficiar o tráfego nas rodovias administradas pela empresa, que atendem aos principais portos do país;
- As duas aquisições feitas no ano passado (Rodoanel Norte e BR-050), vão contribuir para elevar a receita e a lucratividade;

- A extensão do prazo conseguida na concessão mais lucrativa em 2018 (Ecovias - rodovias Anchieta-Imigrantes), foi muito positiva para os resultados dos próximos anos;
- A Ecorodovias deve continuar pagando bons dividendos aos seus acionistas, com uma taxa de distribuição acima dos 80% do lucro anual.

**CCR (CCRO3):** O ambiente setorial foi difícil e os resultados da empresa foram fracos em 2018. Nos três primeiros trimestres, o tráfego caiu 2,6%, principalmente devido as isenções constituídas após a greve dos caminhoneiros. Sem considerar as isenções, a queda seria de apenas 0,6%. Porém, o aumento das tarifas de pedágio e o forte crescimento das receitas nas concessões de aeroportos e mobilidade urbana, permitiu um aumento de 7,4% na receita acumulada pró-forma. No entanto, aumentos de custos e despesas fizeram com que o EBITDA ajustado caísse 8,5% e o lucro líquido em 25,8%.

A CCR também sofreu investigações da Operação Lava Jato e isso prejudicou muito o desempenho de suas ações durante o ano.

Nossas expectativas para a CCR em 2019 são as seguintes:

- Esperamos que o ambiente macroeconômico para 2019, com inflação inferior à meta, juros baixos e taxa de câmbio pouco volátil, possa impactar positivamente os resultados da empresa;

Nossa recomendação para ECOR3 é de COMPRA com Preço Justo de R\$ 12,00 por ação, que com base na cotação de fechamento de dez/18 representa uma valorização potencial de 28%.

- As aquisições da CCR realizadas em 2018 (conjunto de rodovias no Rio Grande do Sul e em mobilidade urbana) vão contribuir para o aumento da receita e rentabilidade;
- Esperamos que o recente acordo com o Ministério Público de São Paulo, possa ser acompanhado de outros que removam os riscos de novas investigações sobre a atuação da empresa.

Nossa recomendação para CCRO3 é de COMPRA com Preço Justo de R\$ 13,00 por ação, com potencial de valorização de 15% em relação à última cotação de 2018.

**Tabela 5 - Indicadores Financeiros Concessões Rodoviárias**

Empresa	Código	Preço Justo (R\$)	Preço Atual(*) (R\$)	Potencial (%)	P/L (x)		EV/EBITDA (x)		P/VPA (x)		Dividend Yield (%)	
					2019	2019	2019	2019	2019	2019		
Ecorodovias	ECOR3	12,00	9,38	27,9	9,0	5,5	4,5	6,7				
CCR	CCRO3	13,00	11,20	16,1	11,8	6,5	2,4	6,3				

(\*) Cotação de Fechamento: 28/12/2018

## Consumo e Varejo

Nos últimos anos, segundo dados do IBGE, o setor de varejo teve duas quedas expressivas nas vendas, 4,3% em 2015 e 6,2% em 2016, esta última um recorde desde o início da série em 2001. Este desempenho refletiu o aprofundamento da crise econômica com anos de recessão, alta taxa de desemprego penalizando a capacidade de consumo de parte da população brasileira. Em 2017, o comércio varejista mostrou recuperação com crescimento de 2,1% sobre 2016 e o varejo ampliado expandiu 4,0% no país.

Em 2018, a estabilidade nos índices de inflação e a redução nas taxas de juros, além de uma pequena recuperação nos níveis de emprego, já foram suficientes para uma melhora nas expectativas do setor. Mesmo assim, o ritmo de crescimento é ainda baixo, explicado pelos eventos registrados no ano com impacto considerável em diversos segmentos da economia. Destaque para a greve de caminhoneiros no começo de maio com forte influência na cadeia de suprimentos e consumo, seguida pela copa do mundo que ajudou apenas alguns segmentos de consumo e pela corrida presidencial, com muitas incertezas.

Com revisões de crescimento do PIB para baixo e dificuldades para a retomada da economia, o setor varejista, que é altamente sensível à renda do consumidor, também teve que se ajustar aos desafios impostos pela redução de consumo. A maior concorrência e as exigências cada vez maiores dos consumidores levaram grandes empresas do setor a uma aceleração da digitalização de processos operacionais através do e-commerce e marketplace, melhoria nos procedimentos de distribuição e entrega rápida, etc.

A crise prolongada provocou também a necessidade de redução de custos, despesas operacionais e financeiras. As empresas mais ágeis na implantação do processo de transformação digital ganharam espaço no mercado no momento da recuperação e se fortaleceram para um cenário de crescimento firme nos próximos anos.

Os dados de outubro divulgados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) mostraram que o varejo cresceu 1,9% em comparação com 2017,

ficando ainda abaixo das expectativas para o período de 2,5%. No acumulado do ano, as vendas do setor cresceram 2,2% e 2,7% no período de 12 meses, (base: outubro). É importante ressaltar que no acumulado do ano, (10 meses) os segmentos do varejo com as melhores taxas de crescimento foram: alimentação e bebidas (Hipermercados e supermercados) (+4,1%) e artigos farmacêuticos, perfumarias, etc, (+5,5%).

Outro ponto de destaque é o efeito da Black Friday, que já virou Black Week, ocorrida no mês de novembro, cuja expectativa em relação ao evento tem levado os consumidores a postergarem as decisões de compra nos meses de outubro na busca de promoções na realização do evento. Assim, os números de novembro deverão ser um melhor parâmetro para as projeções do setor, considerando que terá como base a Black Friday do ano passado.

**Perspectivas para 2019** - A forte transformação digital que vem sendo implementada no setor, tomando como base as companhias listadas em bolsa, permite enxergar uma concorrência mais acirrada em 2019, mas também maior eficiência nos serviços e atendimento aos consumidores. O discurso das empresas está centrado no uso de suas plataformas digitais conectando vendas aos canais de distribuição, provendo mais crédito e a busca da fidelização de clientes.

Acreditamos que este movimento acelerado de digitalização de processos e foco no consumidor, terá reflexo positivo nos números das companhias mais ágeis e com maior penetração no mercado nacional. Estamos vendo todas as grandes empresas se movendo no mesmo sentido, mas enxergamos algumas destas empresas um passo à frente de outras que demoraram a deslanchar este processo.

**Lojas Renner (LREN3):** Perspectivas otimistas para a maior empresa de comércio varejista do Brasil. A gestão da Lojas Renner foi fiel a uma estratégia de longo prazo, alcançando liderança em produtividade, eficiente gestão de estoques e agilidade no lançamento de coleções. Estes são alguns diferenciais que vêm

permitindo a companhia sustentar um histórico de bons resultados ao longo dos anos.

Nos 9M18, a empresa registrou um lucro líquido de R\$ 580,4 milhões, crescimento de 44,8% sobre os 9M17. O EBITDA da operação de varejo somou R\$ 759,9 milhões no período e o ROIC marcou 22,7%. Houve ganhos de margem mesmo em período.

Ao contrário das outras empresas do setor que se retraíram na crise, a Renner seguiu com a expansão da rede de lojas somando 340 da marca Renner em operação em set/18, mais 170 da marca Camicado e 90 lojas Youcom. O programa para 2019 deverá mostrar a continuidade da abertura de novos estabelecimentos. O comércio online ainda é tímido, mas existe um potencial enorme e a empresa já sinalizou que está no caminho da digitalização. A fim de expandir, também começaram a testar o *pickup store*.

No varejo, 80% dos custos são fixos, por isso é tão importante estar com a estrutura muito enxuta. A companhia evoluiu em pontos cruciais como a percepção de valor e variedade de peças e estilos, aumentando o fluxo dos clientes e a compra de novos produtos nas lojas, crescendo também a fidelização do cliente. Outra aposta foi investir em lojas especializadas, moda jovem, com a Youcom, e a moda maior com a Ashua.

A empresa tem o histórico consistente, mas é importante acompanhar a troca do CEO, que após 27 anos de uma excelente gestão, onde simplificou processos e propôs o modelo de agilidade nas coleções, deixará o cargo. Em um processo de transição suave, pois vem acontecendo há anos, a cultura da empresa segue consolidada.

Projetamos para a empresa, crescimento nas principais contas de resultado com o lucro líquido ultrapassando de R\$ 1 bilhão e um EBITDA de R\$ 1,5 bilhão e resultados sólidos para os anos seguintes, reflexo do crescimento orgânico e da captura de ganhos importantes com a digitalização do sistema de vendas, uso de aplicativo, etc.

**Magazine Luiza (MGLU3):** A Companhia deixou de ser uma varejista tradicional para ser uma plataforma

digital. Quando abriu seu capital em 2011 não tinha nenhuma vantagem competitiva no comércio eletrônico e hoje tem uma posição de destaque no setor. A empresa vem de uma sequência de crescimento em mais de 30 meses consecutivos em todas as categorias, registrando sua Black Friday da história.

A empresa encerrou 2018 com 100 lojas inauguradas, novos Cds e crescimento de *sellers*, com a entrega expressa já representando 30% das vendas, evolução do NPS (Net Promoter Score - uma métrica que tem como objetivo medir a satisfação e lealdade dos clientes com as empresas) e redução no índice de reclamações.

Nos 9M18, o Magazine Luiza registrou números bastante positivos com crescimento de 24% no faturamento líquido e a geração de caixa (EBITDA) aumentou 31%. As vendas no e-commerce aumentaram 48% e o ROIC foi de 27%. As vendas mesmas lojas tiveram aumento de 20%, com evolução do *market share* e crescimento em todas as categorias e regiões.

Mesmo a ação estando bem precificada em relação às projeções de mercado, estamos otimistas com a companhia que tem como objetivo ser referência de varejo no Brasil. Nossa avaliação leva em conta a incansável busca por ganho de fatia do mercado, pesados investimentos em tecnologia, excelência no atendimento ao cliente e pós-venda, além dos investimentos em automatização dos CDs e estratégia de logística. Neste sentido enxergamos ainda ganhos importantes à frente para a empresa. O Magazine Luiza segue na ponta do setor quando se fala e uso de e-commerce, *marketplace*, etc. A empresa promete novas ferramentas e processos para o ano de 2019, que esperam agregar ainda maior eficiência à cadeia de vendas e distribuição de produtos.

A ação é destaque de valorização na B3 pelo terceiro ano consecutivo mesmo com múltiplos elevados. Este é um caso específico onde os investidores abandonaram a decisão de investimento por múltiplos, dando valor a um projeto de longo prazo em uma economia ainda em recuperação.



**Arezzo (ARZZ3):** A Arezzo é uma gestora de marcas de sucesso, com um modelo de negócios centrado no desenvolvimento de produtos, uma cadeia de suprimentos integrada e um forte foco na demanda do consumidor. Os próximos passos da empresa são a expansão no canal de atacado, abertura de lojas próprias e fortalecimento da operação de e-commerce. Na frente internacional, a companhia vem destacando as oportunidades no mercado dos EUA (5x o tamanho do mercado brasileiro), mas também com alta concorrência de gigantes mundiais. Em 2018, a Arezzo nomeou um novo executivo para suas operações internacionais e já vem firmando base nos Estados de Nova Iorque e Flórida, inicialmente.

Em 2019, a Arezzo planeja abrir 50-55 lojas, mantendo as margens de venda constantes em seu mercado local. Hoje a companhia opera com uma ampla linha de calçados com as marcas: Arezzo, Alexandre Birmann, Schulz, Anacapri, Fever e Owme, esta última lançada no começo de 2018. Comercializa também linhas de bolsas e seus produtos são voltados para mulheres de todas as faixas de idade.

A Arezzo continua fortemente concentrada na execução de seus canais, tentando aumentar a proximidade entre a pesquisa de novas coleções e as

preferências do consumidor. Alguns de seus diferenciais são a agilidade em perceber a demanda do consumidor e responder rapidamente no processo de desenvolvimento do produto.

Apesar de ainda representar menos de 10% das vendas no mercado local, a Arezzo registrou forte crescimento em sua operação de e-commerce nos últimos trimestres. Assim, além de seguir a tendência multicanal, o comércio eletrônico também é uma ferramenta poderosa para aumentar o sucesso das coleções.

Acreditamos muito no potencial da empresa para este ano. Embora seus produtos tenham um ticket superior ao de outras varejistas, suas marcas alcançam várias faixas etárias do público feminino, minimizando os efeitos da crise. Outro ponto positivo é a internacionalização de seus negócios, anteriormente mencionada.

Com base nos nossos números a ação ARZZ3 encontra-se bem precificada no momento. No entanto, a intensificação na abertura de novas lojas principalmente no mercado internacional deverá impulsionar os resultados dos próximos anos, o que não estava integralmente contemplado em nossas projeções anteriores.

**Tabela 6 - Indicadores Financeiros – Comércio e Varejo**

Empresa	Código	Preço Justo (R\$)	Preço Atual(*) (R\$)	Potencial (%)	P/L (x)	EV/EBITDA (x)	P/VP (x)	Dividend Yield (%)
					2019	2019	2019	2019
Arezzo	ARZZ3	49,00	55,06	-11,0	21,5	15,80	7,0	0,9
Lojas Renner	LREN3	37,00	42,40	-12,7	28,1	17,00	84,3	0,7
Magazine Luiza	MGLU3	159,00	181,07	-12,2	44,9	22,20	14,8	0,5

(\*) Cotação de Fechamento: 28/12/2018

## Construção Civil

O setor imobiliário encerrou mais um período diante dos mesmos desafios que marcaram a construção civil nos últimos anos. Se por um lado, os dados de financiamentos imobiliários com recursos das cadernetas do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) mostram crescimento em relação a

2017, a realidade das empresas listadas em bolsa ainda não reflete tendência de reversão no cenário negativo que tonou conta do setor.

O mês de outubro marcou o segundo melhor resultado do ano dos financiamentos imobiliários com recursos do SBPE, somando R\$ 5,66 bilhões, aumento de 15,2%

sobre setembro e 53,3% sobre out/17. No acumulado do ano até outubro, foram financiados R\$ 46,5 bilhões, montante 27,9% superior ao observado em igual período de 2017.

Em termos de unidades, nos 10 meses de 2018, foram financiadas aquisições e construções de 185,2 mil imóveis, alta de 25,5% em relação a igual período de 2017, quando 147,6 mil unidades foram objeto de financiamento bancário.

Estes números, ainda que positivos são apenas uma sinalização inicial de que o pior da crise terá ficado para trás. No entanto, o ciclo do setor é longo - aproximadamente cinco anos - e, portanto, uma trajetória de recuperação precisará mostrar consistência de forma conjunta, ou seja, abrangendo todos os fatores que ditaram a queda do setor em anos anteriores.

**Nos últimos anos os problemas que marcaram o setor foram:**

- Juros elevados e condições predatórias em contratos de vendas para imóveis fora da faixa de incentivo do Minha Casa Minha Vida;
- Elevada taxa de desemprego nacional em 11,6% na última divulgação em dezembro.
- Redução drástica nas vendas de imóveis e distratos acumulados;
- Elevação do endividamento de empresas para conduzir as construções de empreendimento já lançados em cenário de mercado em retração;
- Diminuição acentuada no volume de lançamentos e queda no faturamento das empresas e margens pressionadas e algumas indo para a recuperação judicial.

Este cenário de vendas baixas, poucos lançamentos, elevado volume de distratos e dificuldades para o repasse de clientes aos bancos, levou as incorporadoras a focarem na realização dos estoques de imóveis concluídos e naqueles resultantes de distratos. Contudo, a nosso ver, a reversão do setor

não acontecerá na velocidade que algumas companhias vêm sinalizando para o mercado. Sabe-se que a velocidade de realização dos estoques depende fundamentalmente da recuperação do mercado de trabalho, confiança do consumidor, melhora nas condições e aprovação do crédito e renda das famílias.

**Cenário para 2019:** O ano de 2019 inicia com um novo governo que traz uma perspectiva positiva de mudança em diversos segmentos da sociedade, abrangendo a economia e a confiança numa melhora da qualidade de vida dos brasileiros. No entanto, são grandes os desafios neste primeiro semestre, diante da urgência de implantação de medidas concretas. Acreditamos que os pontos fundamentais para a recuperação do setor deverão fazer parte de um contexto maior no campo da economia e que seus efeitos deverão ser percebidos num prazo mais dilatado. Ou seja, não acreditamos numa rápida retomada do crescimento do setor.

Algumas das principais incorporadoras listadas na B3 vêm anunciando novos empreendimentos para 2019, mas suas intenções de lançamentos, ainda dependem de capacidade de absorção do mercado consumidor. Vale ressaltar ainda que as margens do setor foram penalizadas nos últimos anos e portanto, a qualidade dos resultados não será a mesma observada em anos anteriores. Na realidade muitas destas companhias precisaram encolher para voltar a crescer.

**Cyrela (CYRE3):** A companhia passou o ano de 2018 carregando os mesmos desafios de 2017, quando registrou um prejuízo líquido de R\$ 95 milhões. A luta maior da empresa continuou sendo o elevado volume de distratos e a busca de sua realização, um problema estrutural do setor que continuou sendo sua maior vulnerabilidade.

Já em 2018, no acumulado de 9 meses, a empresa comemora um crescimento no volume de lançamentos e vendas, mas ainda com resultados ruins, acumulando prejuízo líquido de R\$ 147,9 milhões. Mesmo considerando alguns pontos positivos como a melhora na geração de caixa, redução da alavancagem e tendência positiva para alguns indicadores importantes, como: velocidade de venda, repasses, etc, ainda vemos a ação pressionada pelos fracos

resultados e com expectativa de recuperação lenta neste ano.

**Eztec (EZTC3):** Mesmo a Eztec, que conseguia se descolar das empresas do setor pelo diferencial de sua gestão e modelo operacional sustentado ao longo dos anos, passou por dificuldades no último ano. As margens elevadas que a empresa praticava não se consegue mais, embora ainda permaneçam em níveis satisfatórios.

Os números da empresa mostraram que o fantasma dos distratos não poupou nenhuma das grandes incorporadoras e o reflexo foi direto nos seus resultados. O EBITDA chegou a ficar negativo nos dois primeiros trimestres de 2018, e os dados acumulados em 9 meses, (Ebitda e resultado líquido) ficaram muito distante do que a empresa já conseguiu em períodos passados. Um ponto forte da Eztec é sua posição confortável de caixa líquido + recebíveis performados que no final de set/18 somava R\$ 886 milhões.

A companhia já anunciou a retomada de lançamentos para 2019, estimando R\$ 1,5 bilhão, que deverá incluir empreendimentos no segmento de Minha Casa Minha Vida em lançamentos urbanos.

**MRV Engenharia (MRVE3):** Mesmo com as dificuldades enfrentadas pelo setor e a certeza de que a reversão não acontecerá no médio prazo, seguimos com visão positiva para a empresa. Nos 9M18, a receita líquida cresceu 15,1% sobre o mesmo período de 2017,

somando R\$ 4,0 bilhões e o EBITDA chegou a R\$ 716 milhões, aumento de 14,9%. O lucro líquido atingiu R\$ 500 milhões, evolução de 5,6% sobre os 9M17. A empresa tem sustentado bons resultados operacionais e financeiros. Vemos a ação penalizada neste momento, mas com cenário positivo, podendo ser o destaque do setor em 2019, entre as maiores incorporadoras.

A MRV é a única incorporadora e construtora residencial, com atuação nacional, com presença em todas as regiões do Brasil (22 Estados e 157 cidades). Atende famílias com renda entre R\$ 1.800/mês até R\$ 9.000/mês, com imóveis que podem custar entre R\$ 120 mil até R\$ 350 mil. Nos últimos anos a empresa registrou crescimento recorrente no volume de unidades lançadas e vendidas, rumo ao nosso projeto de 50 mil unidades lançadas por ano (MRV 100%).

Desde 2013, a MRV registrou resultados consistentes de lucro líquido e geração de caixa contribuindo para o aumento da distribuição de dividendos e recompra de ações.

No dia 29 de outubro de 2018 a Companhia divulgou Fato Relevante a respeito da reorganização societária que envolve a Companhia e sua controlada em conjunto Log. A reorganização compreende a cisão parcial da Companhia cuja conclusão aconteceu no final de dezembro com o início das operações da Log na B3 em 21/12.

**Tabela 7 - Indicadores Financeiros – Construção Civil**

Empresa	Código	Preço Justo (R\$)	Preço Atual(*) (R\$)	Potencial (%)	P/L (x)		EV/EBITDA (x)		P/VP (x)		Dividend Yield (%)	
					2019	2019	2019	2019	2019	2019		
Cyrela	CYRE3	17,00	15,47	9,9	12,0	10,73	1,03	2,1				
Eztec	EZTC3	26,00	25,02	3,9	20,6	33,03	1,50	1,2				
MRV Engenharia	MRVE3	16,55	12,36	33,9	9,2	8,97	0,84	2,7				

(\*) Cotação de Fechamento: 28/12/2018

## Educação

O ano de 2018 se mostrou desafiador para as empresas do segmento de educação no Brasil. A incipiente recuperação da economia doméstica e a crise orçamentária atravancaram os investimentos na pasta, restringindo ainda mais as disponibilidades de vagas para financiamento estudantil por parte do governo. Essas vagas no ensino superior, que já vinham arrefecendo desde o final de 2014, após a implementação das Portarias Normativas (PN) 21 e 23, acentuaram a queda com os imbróglis políticos e econômicos até então presenciados. Isso levou as companhias a sofrerem forte queda na base de alunos oriundos deste segmento, ocasionando mudanças na forma de oferecer estes produtos. Com isso, as companhias passaram a oferecer formas de financiamentos próprios para minimizar esses impactos e reter alunos, mesmo assim sofreram com o aumento da evasão e conseqüente diminuição de sua base de alunos.

Em 2018 o Fies passou a ter 2 modalidades: i) vagas com juros zero para os estudantes de renda per capita mensal familiar de até três salários mínimos e ii) O P-Fies, destinado aos estudantes com renda per capita mensal familiar de até cinco salários mínimos, funcionando com recursos dos Fundos Constitucionais e de Desenvolvimento e ainda, com os recursos dos Bancos privados participantes.

Com a implementação do novo marco regulatório para o credenciamento de instituições e oferta de cursos de educação a distância superior (EAD) em 2017, houve certo alívio e melhores condições para a abertura de cursos e vagas. Esta portaria possibilitou às instituições de ensino superior o credenciamento para a oferta de novos cursos sem a necessidade de credenciamento na modalidade presencial, abrindo oportunidade para o credenciamento exclusivo de EAD de acordo com o conceito obtido. Conforme a portaria, o MEC permitiu as instituições já credenciadas para EAD criarem polos por ato próprio, desde que, respeitando os limites fixados de acordo com o conceito institucional. Aquelas com classificação 3 podem criar até 50 polos EAD por ano, enquanto as com nota 4 podem abrir até 150 unidades e as com conceito 5 até 250. Esta medida foi

bem aceita pelas instituições de ensino superior, no entanto, ocasionou certa “canibalização” em relação ao presencial.

Outro segmento que tem ganhado destaque é o de educação básica, o qual tem recebido grandes investimentos por parte das instituições privadas. O sistema de educação básica está dividido em três ciclos de ensino: ensino infantil, ensino fundamental e ensino médio. O segmento é incipiente e possui bastante potencial de crescimento.

De acordo com dados do Censo da Educação do MEC/INEP, em 2017, o Brasil apresentou um total de 48,6 milhões de matrículas na Educação Básica, sendo 39,7 milhões na rede pública e 8,9 milhões na rede privada.

Enxergamos 4 alavancas de crescimento para o setor:

- o Crescimento do Ensino a Distância (EAD);
- o Programas de acesso alternativo ao ensino superior (Fies e PROUNI);
- o Aumento do segmento de trabalhadores que cursam o ensino superior;
- o Oportunidades de crescimento por fusões e aquisições.

**Ensino a Distância:** O EAD é uma boa opção de aumento de penetração do ensino superior no Brasil em virtude de sua mensalidade mais acessível, permitindo pessoas com menor poder aquisitivo a frequentar esse segmento. Em 2016, a modalidade a distância registrou crescimento de 7,2% frente ao ano anterior, com sua participação sobre o total de matrículas em cursos de graduação passando de 4,2% em 2006 para 18,6% em 2016.

Programas de acesso alternativo ao ensino superior: O maior número de alternativas de financiamento, combinado com o crescimento do número de instituições e cursos de educação superior, destinados à população das classes média e baixa, podem ser

vistos como oportunidades para o crescimento do número de matrículas do ensino superior no Brasil.

Por meio desses financiamentos, a população das classes média e baixa, que historicamente era excluída do acesso ao ensino superior, foi a maior responsável pelo aumento no número de alunos matriculados. A maior parcela do número de alunos se deu por adultos trabalhadores, objetivando melhores salários e oportunidades de emprego.

Programa Universidade para Todos – ProUni: Criado em 2005, beneficia IES com a isenção de alguns tributos federais para as receitas geradas por cursos oferecidos, as quais concedem bolsas de estudo a alunos de baixa renda.

Programa de Financiamento Estudantil – FIES: Criado em 1999, oferece financiamento de até 100% das mensalidades junto às instituições de ensino superior privadas, que receberam uma boa classificação junto ao MEC.

Em 2017, o setor de educação ainda sofreu os resquícios da regulamentação ocorrida no final de 2014 e que foi intensificado com o agravamento da crise política e econômica vivenciada até o início deste ano.

Contextualizando, antes de 2015, o setor educacional registrava consecutivas e expressivas taxas de crescimento anual, porém, foi impactado principalmente com a instituição de duas Portarias Normativas (PN): A PN 21 e a PN 23 estabelecidas no final de 2014.

A PN 21 limitou a solicitação de benefícios por estudante, de forma que, o beneficiário não poderia optar pelo Fies e pelo Programa Universidade para Todos (PROUNI) simultaneamente. Adicionalmente houve a exigência do MEC de pontuação mínima de 450 pontos na prova do ENEM, somada a condição de não zerar em sua redação.

Já a PN 23 estabeleceu a mudança no prazo de repasse do pagamento do Fies às instituições de ensino, passando de 30 para 40 dias. Porém, em 2016 houve o retorno à metodologia de repasse anterior, minimizando o efeito negativo sobre as empresas.

Em continuidade, o Governo Federal emitiu outras PN's e comunicados, que estabeleceram limites aos novos adquirentes do Fies, além de critérios que priorizaram a alocação de novos contratos às instituições de ensino com cursos que possuíssem notas 4 e 5 nos conceitos estabelecidos pelo MEC. Além disso, foram priorizadas as Regiões Norte, Nordeste e Centro Oeste e os cursos nas áreas de licenciatura, saúde e educação.

As novas regras também estabeleceram critérios, no qual alunos com renda familiar de até 2,5 salários mínimos permaneceriam com financiamento integral e aqueles acima dessas faixas passaram a ter financiamento parcial. Houve também a elevação da taxa de juros dos novos contratos, que passaram de 3,4% (0,28% a.m.) para 6,5% ao ano (0,53% a.m.).

Como resultado, o número de novos contratos do FIES caiu de 750 mil em 2014 para 315 mil em 2015 e 2016. Já no primeiro semestre de 2018, o número de novos contratos fixados foi 40% inferior ao registrado no mesmo período de 2016. Além disso, houve redução do limite máximo para o valor dos financiamentos, saindo dos R\$ 7 mil por mês anteriormente para os atuais R\$ 5 mil por mês, excluindo cursos que possuem mensalidades superiores.

Atualmente o Fies passou por novas mudanças, visando sempre a sustentabilidade do programa, porém, um fator que tem agravado o número de novas matrículas é o elevado nível de desemprego no país.

**O novo Fies, sancionado para 2018:** Mais inclusão por meio da transferência do risco às faculdades e bancos, visando a sustentabilidade do programa.

As novas regras do Fies para 2018 não agradaram muito as instituições privadas de ensino superior. Em grande parte, pela transferência do risco às faculdades e bancos, tendo como objetivo aumentar a sustentabilidade do programa, que atualmente convive com alta taxa de inadimplência (51,4%).

Outro questionamento se dá pela regionalização na distribuição das novas vagas. Das 310 mil vagas disponibilizadas em 2018, 150 mil seriam destinadas para as regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste, o que é incompatível com a maior parcela da formação do

ensino médio, mais concentrada no Sul e Sudeste do país. Além disso, se beneficiarão do programa empresas que possuem maior penetração nas regiões contempladas.

Mas o que de fato mudou?

**Como foi 2017:** Neste ano o programa conta com 225 mil vagas disponíveis, por meio de um modelo único, o qual se restringe a uma renda per capita familiar máxima de até três salários mínimos. O programa conta com uma carência, ou seja, o tempo efetivamente inicial para o pagamento das parcelas pendentes, de 18 meses, porém, existem pagamentos trimestrais de até R\$ 150 durante o curso. Os juros cobrados equivalem a 6,5% ao ano e a amortização da dívida se dá em até 12 anos. O percentual de cada mensalidade destinado ao FGEDUC (Fundo para cobrir a inadimplência do programa) é de 6,25%.

**Como foi em 2018:** O programa disponibilizou 310 mil vagas, sendo 38% superior ao valor disponibilizado em 2017. No entanto, houve uma fragmentação do antigo modelo único, passando para: Fies 1, Fies 2 e Fies 3.

Para o Fies 1, a renda máxima per capita familiar para a aquisição permanecerá em até três salários mínimos, já os demais dar-se-ão em até 5 salários mínimos. A carência também muda, para o Fies 1 ela é flexível, segue atrelada a um emprego ou a qualquer fonte de renda, para os demais ainda segue indefinida. A amortização, que ainda não está completamente definida, terá para o Fies 1 o comprometimento de no máximo 10% da renda mensal. As fontes de recursos também foram fragmentadas, de modo que, para o Fies 1 originará do Tesouro, Fies 2 de fundos constitucionais regionais e Fies 3 partirá de fundos constitucionais regionais e BNDES. O percentual de cada mensalidade destinado ao FGEDUC passará de 6,25% para 13%.

Outros pontos importantes e que merecem destaque são: O novo marco regulatório para o EAD e a reforma do ensino médio. Este último não passa de uma reforma estrutural do sistema atual, propondo a flexibilização da grade curricular do aluno. Ou seja, com a mudança, o novo modelo permitirá que o estudante escolha a área de conhecimento para seguir. Essa nova

estrutura contará com uma parte comum e obrigatória a todas as escolas (Base Nacional Comum Curricular) e outra parte flexível. Com isso, o ensino médio aproximará a escola da realidade dos estudantes à luz das novas demandas profissionais do mercado de trabalho.

Já o novo marco regulatório do EAD representa um grande avanço por parte do MEC, pois desburocratiza o processo de abertura de novos polos, permitindo que instituições menores e de qualidade, ampliem o escopo de suas operações. Resumindo, novo marco permite que IES se credencie para ofertar cursos de EAD sem a necessidade de credenciamento para a modalidade presencial.

Além disso, o MEC passou a permitir que as instituições já credenciadas para EAD criem polos, respeitando os limites quantitativos fixados. Desse modo, instituições com classificação 3 podem criar até 50 polos EAD por ano, enquanto as com nota 4 podem abrir até 150 unidades e as com conceito 5 até 250.

Acreditamos que o setor de educação recomeça a ganhar atenção do mercado, não só em função do contexto já mencionado, mas também pela necessidade de digitalização que já vem ganhando bastante força. Além disso, a recuperação da economia doméstica, junto a diminuição da taxa de desemprego tende a aumentar a procura, principalmente por ensino superior.

**Kroton (KROT3)** - A Kroton Educacional é uma das maiores organizações educacionais privadas do mundo, prestando serviços no Ensino Básico e no Ensino Superior. Atualmente a companhia conta com:

- Alunos de ensino superior: 910 mil;
- Alunos educação básica: 227 mil;
- Escolas associadas: 687 em todo território, além de escolas próprias com as marcas Pitágoras, Leonardo da Vinci e Lato Sensu;
- Número de polos: 1.310 credenciados e localizados em todos os estados do Brasil;

- Número de Campi: 143 (em 20 estados e 101 cidades do Brasil);
- Alunos cursos preparatórios (LFG): 28 mil;
- Alunos cursos livres: 53 mil.

Comprometida com as boas práticas de governança corporativa possui suas ações listadas no Novo Mercado da B3 (KROT3) e também no mercado de balcão (OTCQX) em Nova Iorque, sob o código KROTY.

O ano de 2018 se mostrou bastante desafiador para Kroton, mas estes resultados não tão animadores já eram previstos e foram anunciados no *guidance* fornecido pela companhia, que historicamente tem se realizado. O desempenho operacional se mostrou impactado pelo maior volume de formaturas da base Fies e pelo cenário macroeconômico ainda pressionado, ocasionando altos níveis de desemprego e maior competitividade.

Guidance 2018 – Kroton – O ano da Kroton se destacou também pelos investimentos realizados. A companhia informou a criação da Saber e a aquisição da Somos Educação, ambas direcionadas para o segmento de Educação Básica.

Saber: A empresa é resultado de reorganização interna dos negócios atuais de Educação Básica da Kroton, que engloba sistemas de ensino e operação de escolas próprias e de contratos, além dos negócios que a companhia vier a realizar neste segmento, incluindo aquisições de ativos e sua subsequente expansão por meio de novas unidades.

Somos Educação: Por meio da Saber, que abriu seu capital em junho/18 (Categoria B conforme a Inst. CVM 480), o controle da Somos foi adquirido por R\$ 4,5 milhões (R\$ 23,75/ação – por 73,35% do capital), sem restrições do Cade. A Somos ocupa posição de destaque em todos os segmentos da Educação Básica, por meio de Escolas, Soluções e SETS (Conteúdos de ensino superior, ensino técnico e cursos preparatórios). As sinergias a serem capturadas giram em torno de R\$ 300 milhões (no Kroton Day administração informou que as sinergias a serem capturadas são 20% maiores que as previamente anunciadas).

Para 2019, enxergamos a companhia intensificando as aquisições e estabilizando suas margens, além da diminuição nos investimentos (capex).

Na graduação, a companhia espera crescimento da receita com manutenção de margens, porém esta estabilidade dar-se-á apenas na maturidade. Os desafios para o ano seguem em função do cenário macroeconômico, com destaque para o desemprego. Porém, destacamos a maior concorrência em EAD e também a redução do Fies.

Os pontos positivos estão mais concentrados na educação básica, com as sinergias a serem capturadas pela aquisição da Somos, na perspectiva de crescimento de margens e a maior geração de caixa operacional, além das oportunidades de crescimento orgânico e inorgânico. Outro ponto de destaque tem sido o processo de transformação digital que a companhia vem realizando, no intuito de criação de uma plataforma de serviços físicos, que aumentaria o PMR (10 dias de melhora na PMR equivale a 100 milhões/ano) e ajudaria na sustentação das margens do presencial e do EAD.

No acumulado dos 9 meses de 2018 a receita líquida da Kroton registrou queda de 1,6% (a/a), recuo no resultado operacional (-3,9% a/a) e queda de 6,5% no EBITDA ajustado, com redução nas principais margens. Com isso, o lucro líquido ajustado acumulado foi de R\$ 1,5 bilhão (R\$ 0,94/ação), 12,4% menor que o do 9M17.

Em 2018 a ação da Kroton (KROT3) registrou desvalorização de 50,1%, após alta de 41,8% em 2017.

**Estácio Participações (ESTC3):** A Estácio é uma das maiores organizações privadas no setor de ensino superior no Brasil, contando com 531,1 mil alunos matriculados nas modalidades presencial e à distância, em cursos de graduação e pós-graduação.

Sua rede é formada por uma universidade, 10 centros universitários, 49 faculdades e 506 polos de EAD, com uma capilaridade nacional representada por 92 campi, em 23 estados brasileiros e no Distrito Federal, com público alvo de trabalhadores das classes média e média-baixa.

A companhia oferece 123 cursos de graduação nas áreas de Ciências Exatas, Ciências Biológicas e Ciências Humanas, em graduação tradicional e tecnológica. Na pós-graduação lato sensu, cursos de mestrado e de doutorado além de diversos cursos de extensão.

Ao longo de 2018, a Estácio manteve sua estratégia de ganhos de eficiência iniciados em 2017, com destaque para: i) reestruturação organizacional e revisão do modelo de ensino; ii) revisão do footprint e iii) inauguração de novos campi mais médicos. Além disso, visando o crescimento sustentável da base de alunos, lançou a campanha Diluição Solidária (DIS) ofertando ao estudante pagamento de R\$ 49 durante os meses de captação e diluindo a diferença para o valor integral destas mensalidades para ser paga ao longo do curso.

A companhia também apresentou avanços operacionais, destacando a redução de custos e despesas operacionais, permitindo significativos avanços de margens.

Em meio ao cenário macroeconômico com incertezas e também em função das diminuições de vagas do Fies, a companhia conseguiu se destacar, em termos de eficiência, no segmento de ensino a distância, que contribuiu de forma significativa para o aumento da geração de caixa operacional. E, contando com uma plataforma 100% online, a Estácio se mostrou capaz de ampliar sua rede de polos credenciados.

Dando continuidade às iniciativas que visam progressos operacionais, a companhia destacou as estratégias de: i) Strategic Sourcing, ii) Pricing; Fidelidade e iii) Inteligência de Cobranças.

Por fim, enxergamos a Estácio como a melhor opção de investimento no setor no momento, destacando-a como um forte *player* no segmento de EAD, que tem apresentado melhora em seu indicador de rentabilidade, dada a resiliência do ticket médio. Além disso, com a melhora das condições macroeconômicas e operacionais, esperamos que a companhia inicie um bom ciclo de captação no 1S19. Enxergamos vetores de crescimento tanto no presencial, quanto no EAD. No primeiro destacamos as ofertas de cursos nas áreas de saúde, cujos tickets médios são maiores. No segundo,

as mais de 5 mil novas ofertas de cursos, impulsionarão o segmento, ainda mais com a inclusão de cursos flex.

No 3T18, a Estácio registrou crescimento nas principais linhas de resultado e avanço nas margens. O reflexo deste resultado se deu pela estabilidade na base de alunos, que excluindo a base de alunos Fies - cujo programa vem sofrendo forte restrição – mostrou crescimento de 6,9%. Houve melhora no indicador de rentabilidade (medido pelo ticket médio) e bom controle de custos, levando a companhia a reportar lucro líquido de R\$ 194 milhões (R\$ 0,63/ação) no 3T18, aumento de 30% sobre o registrado no mesmo período do ano anterior.

No acumulado de 2018 a ação da Estácio (ESTC3) registrou desvalorização de 22,4% após alta de 111,3% em 2017.

**Ser Educacional (SEER3):** O Grupo Ser Educacional foi constituído em 1993, com a fundação do Complexo Educacional Bureau jurídico, liderado por José Janguê Diniz, em Recife (PE). Atualmente, a Ser possui aproximadamente 160 mil alunos, se destacando com uma das maiores organizações de ensino superior do Brasil, nas modalidades presencial e à distância, com forte posicionamento nas regiões Norte, Nordeste e Sudeste do país.

No 3T18, sua plataforma era composta por 60 unidades presenciais em todo o país, com destaque para Pernambuco e Ceará. Além disso, possui 209 polos de EAD.

Da base total de alunos no 3T18, 93,0% eram alunos de Graduação, 6,2% da base de pós-graduação e o restante distribuído em cursos técnicos. A base de alunos subsidiados pelo Fies no período foi de 39.619 alunos, representando 32,1% da base de estudantes de graduação.

No começo do ano de 2018 a companhia vinha embalada na execução do ciclo de crescimento orgânico iniciado em 2017, voltado para a abertura de novas unidades presenciais, expansão da rede de polos de EAD e combinado com uma estratégia de realizar aquisições. Porém, assim como as demais empresas do setor de educação, a Ser sofreu com o agravamento



das condições macroeconômicas e principalmente pelos imbrólios causados pelos atrasos e restrições de vagas ofertadas pelo Fies, dada a forte exposição da companhia na modalidade. Isso prejudicou mercados relevantes de atuação e impactou fortemente a ação da companhia, dado o aumento dos custos e despesas, levando a Ser a implementar um plano de ação visando retomar sua eficiência operacional e financeira baseado em 3 pilares:

- readequar sua estrutura operacional visando ajustar as operações da empresa para a atual base de alunos;
- reordenação da abertura das unidades recém credenciadas, para diluir o impacto e o tempo esperado de maturação;
- redução do ritmo de novos credenciamentos de unidades e cursos presenciais.

Com essa reordenação, a companhia seguiu com o *guidance* de reversão desse quadro negativo para o segundo semestre, com plano de ação para otimizar custos e despesas operacionais, visando a melhoria dos índices de rentabilidade. Já no 3T18, a Ser conseguiu apresentar ligeira melhoria em alguns indicadores, a exemplo do avanço da margem EBITDA ajustada, dada a melhor geração de caixa e a redução do prazo médio de contas a receber.

Portanto, pelo menos no curto prazo, ainda vemos a companhia com significativa pressão dos custos e despesas em função do malsucedido plano de expansão, fazendo com que a Ser se readeque à sua nova estrutura. Por isso, não enxergamos a Ser como boa opção de investimento no curto prazo, dada sua exposição ao Fies que sofre em função das restrições orçamentárias devido à ainda lenta recuperação econômica e elevada taxa de desemprego.

No 3T18, a Ser reportou resultados menores em suas principais linhas, comparado àqueles observados no mesmo período de 2017. Houve queda na base total de alunos, principalmente na graduação presencial, dada as dificuldades enfrentadas nas regiões de maior atuação da companhia (Norte e Nordeste), aumento da taxa de evasão, tanto no segmento de graduação

presencial quanto o do Ensino a Distância (EAD). Além disso, houve redução na captação de graduação, com destaque negativo para o recuo de 7,6% na captação de graduação presencial.

Estes fatores levaram a companhia a reportar queda de 3,4% (A/A) na receita líquida, aumento nos custos e serviços prestados, redução de margens e queda de 3,7% no lucro líquido ajustado, para R\$ 49,8 milhões, no 3T18. No acumulado do ano o lucro líquido somou R\$ 199,0 milhões, 1,2% menor que no 9M17.

Em 2018 a ação da Ser Educacional (SEER3) registrou desvalorização de 49,0% após alta de 71,0% em 2017.

**Anima (ANIM3):** A Anima está entre as maiores organizações educacionais privadas de ensino superior do país, tanto em termos de receita como em número de estudantes, possuindo mais de 14 anos de experiência no setor de ensino superior no Brasil.

A companhia conta com mais de 102 mil estudantes matriculados nos cursos presenciais (majoritariamente) e EAD de graduação, pós-graduação e ensino técnico, em 28 campi localizados nos Estados de Minas Gerais, Paraná, Santa Catarina, São Paulo e Goiás. O portfólio da companhia conta ainda com a HSM, instituição de educação corporativa no Brasil.

A companhia encerrou o 3T18 com 5,2 mil alunos matriculados na pós-graduação, aumento de 16,4% frente ao 3T17. 0,9 mil alunos (-16,7% a/a) matriculados no ensino básico e técnico e 1,1 mil alunos matriculados no EAD, entre cursos de graduação, pós-graduação e técnico, queda de 59,3% (a/a). A evasão da graduação do 3T18 foi de 8,9%, frente a 8,2% no 3T17. A base de alunos com financiamento estudantil representou 26,0% da base total, dividida em 18,2% Fies e 7,8% financiamento privado.

No começo de 2018, a Anima visava a consolidação das conquistas obtidas ao longo do ano anterior e mesmo com o cenário macro adverso, registrou aumentos consecutivos no processo de captação de alunos e via seu plano de expansão orgânica proporcionando taxas de retorno atrativas. Além disso, no período houve o processo de implementação novo modelo acadêmico,

chamando de Ecosistema Anima de Aprendizagem (E2A), sendo um dos principais pilares de seu plano estratégico.

Mesmo assim, a companhia sofreu com recuo de margens e de EBITDA, dado o aumento de investimentos em marketing e comunicação, principalmente devido ao lançamento das novas unidades. Soma-se a isso, o aumento das despesas corporativas, dado os movimentos de centralização de algumas áreas, como o investimento em novas competências.

No decorrer de 2018, a companhia intensificou a importância do crescimento de seus resultados, para isso, a retomada do crescimento orgânico tem sido o foco principal. Com isso, a Ânima acelerou o plano de redução de despesas gerais e administrativas, que de acordo com a companhia trará benefícios anualizados de aproximadamente R\$ 35 milhões. Somou-se a isso, o desafio de garantir os benefícios relacionados às integrações das aquisições obtivas a partir de 2016, que obtiveram recuo de margens, operando num patamar de baixa eficiência. A melhoria nestes ponto, somada ao aumento da produtividade esperada com a maturação do novo modelo acadêmico contribuirá para margens mais saudáveis. O processo de captação do 3T18 registrou aumento de 13,7% (a/a), permitindo a companhia atingir a base de 102,3 mil alunos, majoritariamente pagantes, não financiados.

Vale destacar o viés positivo que a reunião anual da Ânima nos proporcionou para os planos de ação que a companhia já vêm implementando desde o Ânima Day de 2017 com o intuito de recomposição de margens, a partir de evolução da qualidade acadêmica, crescimento orgânico e inorgânico e melhoria da qualidade de serviço. Destacamos:

- Recomposição de margens nos próximos 2-4 anos
- G&A: ganhos de R\$ 35 milhões/ano – até outubro/18 foram concluídos R\$ 33 milhões;
- Projeto Censo: A redução da folha total administrativa, apoio com encargos e plano de saúde e previdência;

- SG&A: Redução das despesas corporativas de R\$ 26,6 milhões no 2T18 para R\$ 22,7 milhões no 3T18;

Expansão:

- Q2A (Projeto de Expansão Orgânica): Plano de abertura de novas unidades;
- Novas unidades tiveram captação acima do previsto no plano de negócios;
- Resultados financeiros melhores do que o plano de negócios e amadurecimento dos processos internos para abertura de unidades.
- M&A: Papel central na estratégia de expansão da Anima, impulsionado pelo Projeto Q2A;

Por fim, a transformação digital pela qual a companhia vem passando, que visa: i) monitoramento da jornada do aluno; ii) Melhorias nas formas de rematrículas; iii) Implantação do sistema mobile e iv) Eficiência na aplicação de descontos comerciais no curto, médio e longo prazo.

Com isso, não enxergamos a companhia como uma boa opção de investimento no curto prazo, sobretudo em função dos desafios interno a serem superados, aliados às adversidades macroeconômicas existentes.

No acumulado dos 9M18 a Ânima registrou crescimento de 4,1% (a/a) na receita líquida, para R\$ 798,3 milhões, o avanço de 3,3% (a/a) do lucro bruto só foi possível em função da maior receita, pois seus custos ainda se mostram pressionados. Do mesmo modo, os resultados ainda altos do SG&A comprimiram o EBITDA ajustado, que somou R\$ 141,6 milhões (-6,0% a/a), com margem de 17,7% ante 19,8% no 9M17. O resultado líquido ajustado da Ânima arrefeceu 19,8% (a/a) no 9M18, para R\$ 63,3 milhões.

No acumulado de 2018 a ação da Anima (ANIM3) registrou desvalorização de 39,2% após alta de 108,6% em 2017.

**Tabela 8 - Indicadores Financeiros - Educação**

Empresa	Código	Preço Justo (R\$)	Preço Atual(*) (R\$)	Potencial (%)	P/L (x)	EV/EBITDA (x)	P/VP (x)	Dividend Yield (%)
					2019	2019	2019	2019
Ânima	ANIM3	24,00	17,00	41,2	21,7	9,23	1,94	1,2
Estácio	ESTC3	33,00	23,76	38,9	9,4	6,78	2,46	2,7
Kroton	KROT3	12,00	8,87	35,3	8,0	5,58	0,90	3,1
Ser Educacional	SEER3	24,80	15,55	59,49	9,4	4,94	1,29	2,7

(\*) Cotação de Fechamento: 28/12/2018

## Energia Elétrica

O setor elétrico finalizou 2017 com dois leilões realizados pela Aneel em dezembro. O Leilão de Transmissão nº 2/2017 negociou os 11 lotes ofertados, que representaram R\$ 8,7 bilhões de investimentos em transmissão. O deságio médio foi de 40,46% o que contribuiu para a modicidade tarifária.

O segundo leilão de nº 04/2017, no segmento de Geração, movimentou R\$ 108 bilhões em contratos. O preço médio final foi de R\$ 189,45/MWh com deságio de 38,7% em relação aos preços-tetos estabelecidos, reflexo do grande interesse dos investidores. Ao final, foram contratados 63 empreendimentos de geração, sendo 49 usinas eólicas, seis Pequenas Centrais Hidrelétricas – PCHs, seis térmicas movidas à biomassa e duas térmicas a gás natural. As usinas deverão iniciar o fornecimento de energia elétrica a partir de 1º de janeiro de 2023.

Em seu Planejamento Estratégico 2018-2021 a Aneel destacou dois objetivos fundamentais: promover um ambiente regulatório favorável ao desenvolvimento e assegurar a prestação de serviços de qualidade. Além disso, listou alguns desafios a serem enfrentados. Dentre eles, o Plano de Resultados das distribuidoras, a gestão dos contratos da geração/transmissão e a gestão de riscos estratégicos.

Dentro dos desafios futuros: atenção à questão orçamentária, melhora do ambiente de negócios e redução da judicialização. O setor passa por um momento de transformação, com o esgotamento do modelo antigo (estatizado).

Após tímida recuperação do consumo de energia elétrica em 2017, iniciamos 2018 com uma perspectiva

mais favorável, norteada por um cenário macroeconômico melhor e retomada da atividade econômica. O desemprego parou de crescer, a inflação se mostrou contida, contribuindo para a melhora do poder aquisitivo das famílias e criando um ambiente favorável para a retomada mais vigorosa da economia.

No início do ano as projeções de crescimento para o período de 2018-2022 apontavam um consumo de energia evoluindo à taxa de 3,8% anuais em comparação ao crescimento do PIB de 2,8% ao ano no mesmo período. Porém o ano de 2018 mostrou-se ainda desafiador com uma retomada mais lenta da economia como um todo e refletindo no consumo de energia elétrica, em particular. Nesse cenário, o consumo de energia ainda cresceu, de maneira mais uniforme, atingindo o segmento industrial após anos de decréscimo. O crescimento setorial mostrou-se alinhado com o incremento do PIB.

Do ponto de vista regulatório o ambiente seguiu favorável. O interesse dos investidores e os leilões realizados com amplo sucesso corroboraram com esta afirmação, e não vimos surpresas de modo a afetar fortemente a rentabilidade do setor. Como prioridades, do ponto de vista das empresas e do mercado, o equacionamento do GSF (risco hidrológico); a inadimplência no mercado de energia; o aprimoramento da metodologia de cálculo do preço; e o aprimoramento do MRE.

**Perspectivas:** Para 2019 temos alguns desafios à vista, com a chegada do novo governo. Destacamos certa fragilidade econômica olhando a questão fiscal, com déficit elevado e uma relação dívida/PIB crescente. O crescimento econômico moderado em 2018 ainda não

foi suficiente para endereçar a questão do desemprego. A inflação segue controlada e os juros devem permanecer em patamar baixo por um bom período. Esses desafios exigem ações que passam pelo corte de gastos, pela reforma fiscal, acompanhados de reforma da previdência, como forma de garantir o retorno da estabilidade e do crescimento no longo prazo.

O novo governo tem prometido uma política liberal para o setor elétrico, apesar de não estar totalmente comprometido com a privatização da Eletrobras, cuja desestatização envolveria a oferta de novas ações e a diluição parcial da fatia do governo na companhia. De acordo com declarações do presidente eleito, Jair Bolsonaro, “haverá um incentivo para tornar a região Nordeste à base de uma nova matriz energética limpa, renovável e democrática”. Segundo sinalizado, “pretende-se ainda expandir toda a cadeia produtiva relacionada às fontes de energia renováveis, fazer parcerias com universidades locais para o desenvolvimento de tecnologias e atrair a instalação de outras indústrias intensivas no uso de energia”.

O plano de governo também indica que a geração de energia por meio de termelétricas a gás natural será expandida de forma integrada às fontes de energia fotovoltaica e eólica. Sinalizou que “vai rediscutir os tributos federais, inclusive dos combustíveis, com o objetivo de não sobrecarregar o consumidor de energia. Ao mesmo tempo, Bolsonaro também prometeu que o licenciamento de PCHs (Pequenas Centrais Hidrelétricas) será avaliado dentro do primeiro trimestre do governo”. Assim, as propostas sinalizam uma linha de abertura do mercado, racionalidade econômica e fim dos subsídios.

A expectativa é a de que mudanças no modelo atual são inevitáveis, independentemente da tendência ideológica do futuro governo, dentre as quais, as alterações no planejamento de expansão do sistema e de reestruturação do atual modelo do setor elétrico. Somem-se a isto os aspectos relacionados à inadimplência, privatização, explosão tarifária no mercado regulado, e o desenvolvimento de uma política voltada para a expansão da oferta de energia elétrica de forma realista no país.

Do ponto de vista de hidrologia a evolução continua merecendo atenção. Não estamos nos patamares da crise hídrica, mas os reservatórios carecem de mais chuva para se aproximarem dos níveis médios históricos. Ainda não é possível uma previsão confiável sobre os níveis de afluência dos próximos meses do período chuvoso. Nesse contexto acreditamos que os aspectos, regulatório e de conjuntura se sobreponham ao fator hídrico. Mesmo assim, olhando sob o ponto de vista financeiro, o setor ainda precisa retomar sua normalidade, com um menor patamar de alavancagem.

Para acompanhar, o MME abriu uma consulta pública por meio da Portaria MME nº 254/2017, de 05 de julho de 2017 cujo resultado foi incorporado ao Projeto de Lei 1917/2015, que trata da portabilidade da conta de luz. Destaque para (i) a proposta de ampliação do Mercado Livre, reduzindo gradualmente a carga mínima de acesso de consumidores, e que deve entrar em vigor a partir de 2020, o que potencialmente poderá trazer maior acessibilidade a diferentes tipos de consumidores e aumentar o mercado de comercialização para as geradoras de energia; e (ii) uma solução ao GSF. Passou na Câmara, porém foi vetado no Senado. As companhias afetadas negociam em paralelo com a Aneel, mas um eventual acordo passa pela adequada regulamentação da decisão.

O MME também abriu consulta pública por meio da Portaria MME nº 446/2017, de 11 de novembro de 2017, para discussão de preço horário no mercado de curto prazo, com implementação prevista para janeiro de 2020. O preço horário de energia, sendo base das negociações e comercialização, poderá criar diversas oportunidades de novos negócios, produtos e serviços, em especial para os geradores.

Destacamos o forte interesse por empresas estrangeiras que querem aumentar a exposição no setor, gerando um movimento de reprecificação dos ativos como um todo. Com a perspectiva de melhora dos resultados, combinando maior geração de caixa, alongamento de prazo e redução do custo de dívida, deve resultar na redução da alavancagem financeira, abrindo espaço para uma maior lucratividade e melhor remuneração dos acionistas via proventos. Destaque

para os preços indexados aos índices de inflação, notadamente no segmento de transmissão.

Atentar ainda para o fato de que algumas empresas ainda estão sob o controle estatal, o que em tese, traz aumento do risco político na visão do mercado; e as questões ambientais, como prováveis limitantes ao desenvolvimento de novos negócios e projetos.

Considerando os aspectos acima abordados, preferimos as empresas do setor que permanecem com seus fluxos de caixa preservados e que devem destinar aos seus acionistas boa parte dos lucros gerados. No nosso radar temos a Taesa (100% transmissora), com características defensivas, boa geradora de caixa e pagadora de proventos. A ENGIE Brasil Energia, geradora com baixa alavancagem financeira e excelente histórico de entrega de resultados. Ainda no setor de geração destacamos a AES Tiete (TIET11), a Copel Energia (CPLE6) e a Cemig (CMIG4).

**AES Tiete (TIET11):** A companhia registrou no 9M18 um lucro líquido de R\$ 183 milhões com queda de 28% ante o 9M17, explicado notadamente por aumento da despesa relacionada à atualização monetária do valor provisionado referente liminar vigente da discussão judicial relacionada ao rebaixamento (GSF). Já o EBITDA evoluiu 17% totalizando R\$ 632 milhões, nesta mesma base de comparação.

Ao final de setembro de 2018 a dívida líquida da companhia era de R\$ 2,87 bilhões, equivalente a 3,0x o EBITDA. Até meados de 2019 a alavancagem deve ultrapassar 3,5x, mas abaixo do covenants de 3,85x para depois começar a cair em função da entrada em operação de 100% dos projetos de geração eólica e solar. A companhia prevê investir aproximadamente R\$ 934,6 milhões no período de 2018 até 2022, dos quais R\$ 717,4 milhões ou 76,8% do total em 2018/19. Mesmo assim, a política de distribuição de proventos está mantida, ou seja, 100% do lucro líquido ajustado.

Sua estratégia segue norteada por (i) Retorno adequado; (ii) PPA de longo prazo e (iii) Foco em geração renovável de energia. Nesse contexto a companhia segue em busca de bons projetos, notadamente em M&A, e em geração solar e eólica,

como forma de mitigar o risco da geração hídrica, através da aquisição de ativos em operação ou em fase final de desenvolvimento, com baixo risco de construção. A meta é compor 50% do EBITDA com fontes de energia não hidráulicas e contratos regulados de longo prazo, sendo que até meados de 2019, esse percentual será de 20%. Em adição, a preferência é por ativos que possibilitem sinergias operacionais e com o seu acionista controlador AES Corporation e que permitam otimização de sua estrutura de capital, e tragam retornos financeiros adequados ao risco do ativo.

**Cemig (CMIG4):** Em nossa visão trata-se de um case de privatização, com melhora de lucratividade. Dia 9/novembro a Fitch Ratings elevou o rating de crédito da Cemig, bem como de suas subsidiárias integrais Cemig Distribuição e Cemig Geração e Transmissão, de B para B+, na escala global, e de BBB-(bra) para A-(bra), na escala nacional. A perspectiva passou de estável para positiva.

A agência destacou a melhora da qualidade de crédito e da liquidez da companhia, conseguida através da alienação de ativos e do refinanciamento de dívidas. Ressalte-se a maior eficiência operacional e o aumento de EBITDA. Nesse contexto a companhia vem desenvolvendo uma série de medidas de desinvestimento para redução de sua alavancagem financeira.

A prioridade permanece na redução da dívida aliado ao crescimento da geração operacional. Ao final do 3T18 a dívida líquida consolidada da companhia era de R\$ 13,3 bilhões, em linha com o trimestre anterior (R\$ 13,4 bilhões), com alavancagem de 3,7x o EBITDA (ante 3,6x o EBITDA no 2T18). O prazo médio foi alongado para 4,2 anos e o custo da dívida reduzido, sendo, ao final de set/18, de 9,33% (Nominal) e 4,65% (Real).

**Copel Energia (CPLE6):** Em termos de resultado, a Copel Energia registrou um lucro líquido de R\$ 1,05 bilhão no 9M18, com crescimento de 6,9% em relação ao lucro do 9M17. Nesta base de comparação a receita cresceu 11,4% para R\$ 11,3 bilhões. O EBITDA cresceu 1,5% somando R\$ 2,4 bilhões. Sua dívida líquida cresceu de R\$ 8,2 bilhões no 2T18 para R\$ 8,8 bilhões

no 3T18, com proporcional incremento da alavancagem de 3,1x para 3,2x, em base trimestral.

As perspectivas seguem favoráveis para a companhia. A Fitch reafirmou o rating nacional da Copel em 'AA-(bra)' com perspectiva estável. No final de 2018 e início de 2019, teremos o início da operação das usinas (UHE Colíder, UHE Baixo Iguaçu e Copel Brisa Potiguar), que em conjunto, agregarão 718 MW, com crescimento de 13% da sua capacidade instalada.

Atentar que estes três grandes projetos resultaram em investimentos de R\$ 1,0 bilhão e que não serão mais necessários, reduzindo proporcionalmente a necessidade de capex para 2019 (definido em R\$ 1,97 bilhão e abaixo dos R\$ 2,63 bi em 2018), favorecendo sua estrutura de capital e a redução do endividamento. É a companhia que possui os menores múltiplos do setor.

**ENGIE Brasil Energia S.A. (EGIE3):** A ENGIE é a maior produtora independente de energia no Brasil, mantendo altos níveis de contratação no longo prazo, reduzindo sua exposição às oscilações do mercado de curto prazo. Possui um portfólio de vendas balanceado, entre clientes livres, e regulados, nos mais diversos setores.

Com a vitória no Leilão de Transmissão 02/2017, ingressou no segmento de transmissão de energia, uma nova linha de negócios, complementar à de geração e comercialização de energia. Possui 89% da capacidade instalada no País proveniente de fontes limpas, renováveis e com baixas emissões de gases de efeito estufa, posição que tem sido reforçada pela construção de novas eólicas no Nordeste do País.

O lucro líquido da companhia somou R\$ 1,55 bilhão no 9M18, valor 31% acima do alcançado no 9M17, reflexo da forte melhora da geração operacional de caixa parcialmente compensada por maior despesa financeira líquida, por aumento da dívida. Nesta base de comparação a receita cresceu 31% para R\$ 6,5 bilhões e o EBITDA de R\$ 3,3 bilhões cresceu 34% com +1,0pp na margem ebitda para 50,6%.

Ao final de setembro de 2018 sua dívida líquida era de R\$ 6,57 bilhões, com aumento de 6% em base

trimestral, equivalente a 1,6x o seu EBITDA. A companhia é excelente pagadora de dividendos e desde o dia 12 de dezembro suas ações estão sendo negociadas na condição ex-bonificação de 25%.

**Taesa (TAEE11):** A Taesa apresenta um desempenho operacional consistente ao longo dos anos. A taxa de disponibilidade das suas linhas de transmissão para o acumulado de 2018 foi de 99,92%, o que reforça o compromisso da companhia em manter a qualidade na operação e manutenção dos seus ativos. Nos 9M18, a companhia registrou lucro líquido (IFRS) de R\$ 744 milhões e que se compara ao lucro de R\$ 371 milhões do 9M17 reflexo do aumento dos índices de inflação que impactam diretamente a receita da companhia, sendo o principal fator a influenciar positivamente o crescimento do lucro no trimestre.

Ao final do 3T18 sua dívida líquida era de R\$ 2,2 bilhões, equivalente a 1,5x o EBITDA, pouco acima de 1,4x de junho/18, demonstrando um sólido perfil financeiro e indicando que a companhia continua preparada para as oportunidades de crescimento em transmissão, via fusões/aquisições ou mesmo Greenfield.

Em julho a Taesa realizou a 5ª emissão de debêntures no montante de R\$ 525,8 milhões, a IPCA+5,95%, com vencimento em 7 anos e recursos destinados aos projetos Aimorés, Paraguaçu, Janaúba e um reforço na Novatrans. Em 17/dez/18 a companhia realizou a aquisição de (i) 100% das ações da São João Transmissora de Energia S.A. e da São Pedro Transmissora de Energia S.A. (SPT); e de 51% das ações da Triangulo Mineiro Transmissora de Energia S.A. e da Vale do São Bartolomeu Transmissora de Energia S.A., pelo valor de R\$ 942,5 milhões (data base: 31/dez/18).

Tabela 9 - Indicadores Financeiros – Energia Elétrica

Empresa	Código	Preço Justo	Preço Atual	Potencial	P/L (x)	VE/Ebitda (x)	PVPA (x)	Yield (%)
		R\$	R\$	(%)	2019	2019	2019	2019
AES Tiete E	TIET11	13,00	10,02	29,7	8,1	5,2	2,6	8,0
Cemig	CMIG4	16,00	13,86	15,4	10,4	7,7	1,4	2,4
Copel	CPLE6	40,00	30,55	30,9	5,8	5,0	0,5	6,2
Engie Brasil	EGIE3	39,00	33,02	18,1	10,8	6,6	4,1	7,7
Taesá	TAAE11	27,00	23,60	14,4	8,6	8,8	1,8	9,3

(\*) Cotação de fechamento: 28/12/2018

### Material de Transporte (Veículos e Autopeças)

A indústria automobilística brasileira continuou em 2018 sua recuperação da grave crise por qual passou entre 2014 e 2016, quando a produção caiu 41,9%. Entre janeiro e novembro de 2018, o volume total de veículos produzidos cresceu 8,8%, atingindo 2,7 milhões de unidades, segundo os dados da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores - Anfavea. As vendas de veículos nacionais neste período aumentaram 15,0%.

A produção não cresceu mais em função da redução das exportações (5,2% de queda na receita), por conta, principalmente, da menor demanda da Argentina, para onde já foram destinadas 75% das nossas exportações, caindo ao final do ano para 50%. A redução na demanda do México também impactou as exportações.

Assim como no ano passado, as melhores taxas de crescimento da produção em 2018 foram nos segmentos de caminhões e ônibus, que mais sofreram durante a crise. Até novembro, a produção de caminhões tinha crescido 29,7% e ônibus em 42,0%. Isso é muito positivo para aquelas indústrias de autopeças focadas nestes veículos (Randon e Tupy) e também a Marcopolo, que é a maior fabricante nacional de ônibus.

**Perspectivas para 2019** - As previsões são de um crescimento expressivo na produção de veículos em 2019.

- A Anfavea prevê uma elevação em torno dos 10% na produção;

- As vendas no mercado interno devem crescer entre 10% e 14%, mas as exportações cairão por conta da persistência da crise na Argentina. Segundo o presidente da Fiat Chrysler para a América Latina, o mercado brasileiro de veículos deve crescer entre 8% e 11% em 2019;

A persistência dos juros baixos e a queda da inadimplência, melhoram o suprimento de crédito para o setor, o que é fundamental para o crescimento das vendas;

A aprovação do programa Rota 2030, no final de 2018, também é positiva para o setor, podendo impactá-lo já em 2019. Este programa prevê isenções fiscais para a aquisição de veículos híbridos e elétricos, novas metas de eficiência energética e um cronograma para a inclusão de novos equipamentos de segurança para os carros;

Os preços do aço, componente importante para esta indústria, devem subir acima dos 20%.

**Tupy (TUPY3):** A empresa conseguiu bons resultados em 2018, em função do aquecimento da indústria automobilística no Brasil e nos Estados Unidos, e foi ajudada ainda pela desvalorização do real. O resultado de nove meses da Tupy em setembro/2018, mostrou aumento nas vendas físicas para o setor de transportes (2,8%) e também no segmento hidráulico (9,2%). Como a maioria das vendas da Tupy é realizada no exterior (81%), a empresa se beneficiou da desvalorização da moeda brasileira. Com isso, a receita

líquida em nove meses aumentou 31,2%, comparado ao mesmo período de 2017. O aumento da receita e o controle de custos e despesas, permitiram um salto de 35,2% no EBITDA ajustado e 39,0% no lucro líquido.

Nossas expectativas para a Tupy em 2019 são as seguintes:

- A produção de veículos na América do Norte, onde a Tupy concentra suas vendas, deve ficar estável em relação a 2018;
- No Brasil, as expectativas são muito positivas para o ritmo de produção da indústria automobilística;
- A forte alta esperada para o aço no início do ano será uma pressão de custos importante;
- A guerra comercial entre Estados Unidos e China pode beneficiar a Tupy ao incentivar as empresas americanas a comprar ainda mais das unidades instaladas no México;
- O pagamento de proventos é um ponto forte da empresa. A nossa expectativa é que a Tupy pague proventos no total de R\$ 1,25 por ação relativos aos resultados de 2019, com retorno de 6% tomando como base cotação de fechamento de 2018.

Nossa recomendação para TUPY3 é de COMPRA com Preço Justo de R\$ 26,50.

**Marcopolo (POMO4):** Em 2018, a empresa teve uma forte recuperação de vendas e rentabilidade, após anos muito difíceis. Neste período, ao lado dos caminhões, as vendas de ônibus foram as que mais sofreram. O volume vendido de ônibus (dados Anfavea) no Brasil caiu 64,3% entre 2013 e 2017. Até setembro/2018, as vendas acumuladas da Marcopolo cresceram 49,7%, com destaque para o aumento de 69,2% no mercado interno, mas redução de 16,9% nas unidades no exterior. Com isso, a receita líquida cresceu 45,5%, o que somado a custos e despesas controlados, levou a um aumento de 294,9% no EBITDA e 165,0% no lucro líquido.

Nossas expectativas para a Marcopolo em 2019 são as seguintes:

- As vendas de ônibus no Brasil continuam em processo de forte recuperação e isso deve persistir durante todo o ano de 2019;
- A aquisição Neobus, no final de 2015, permitiu à Marcopolo integrar fábricas e sistemas, reduzindo o custo de ambas empresas. Em 2018, a Neobus conseguiu voltar ao lucro, que deve crescer em 2019;
- Entre as unidades da Marcopolo no exterior, as que vêm crescendo mais estão na China, México, Colômbia, Índia e Austrália. Os mercados mais difíceis no momento são a África do Sul e Argentina;
- A Marcopolo detém 10,8% do capital da New Flyer, que é a maior fabricante de ônibus da América do Norte, um mercado que deve continuar crescendo;
- A empresa está fazendo várias mudanças em suas fábricas no Brasil, visando o aumento da produtividade e a redução dos custos. Os resultados destas mudanças devem aparecer em 2019.

Nossa recomendação para POMO4 é de COMPRA com Preço Justo de R\$ 4,60 por ação.

**Randon (RAPT4):** A Randon e suas controladas são fabricantes de implementos rodoviários, autopeças e vagões, segmentos que sofreram muito durante a recente crise. A empresa passou por ajustes e agora está se beneficiando da recuperação da economia. Em 2018, a Randon registrou um forte aumento de vendas e nos resultados. Os números consolidados de nove meses, mostraram um salto no volume vendido de todos os produtos, com destaque em Semirreboques (+64,1%), Eixos e Suspensões (+60,0%) e Materiais de Fricção (+43,8%). Com vendas e preços melhores, a receita acumulada em nove meses deu um salto de 46,4%, permitindo ainda ganhos de margem, mesmo com a elevação dos custos das matérias-primas. Assim,



o EBITDA consolidado cresceu 89,3% e o lucro líquido em 169,6%.

Nossas expectativas para a Randon em 2019 são as seguintes:

- A recuperação da indústria automobilística vai continuar beneficiando as vendas da Randon em 2019, tanto de implementos rodoviários quanto de autopeças;
- O bom momento do mercado tem permitido a Randon elevar bastante a ocupação das fábricas e manter cheia a carteira de pedidos, renunciando bons resultados;
- A demanda aquecida abre espaço para a recuperação nos preços, que é fundamental no ambiente atual de elevação dos custos;

- A Randon aproveitou os anos de crise e investiu bastante no crescimento de suas operações, tendo adquirido quatro empresas, constituído 4 joint ventures e inaugurado uma nova fábrica no Brasil;
- Compras de ativos ainda são um alvo para a Randon. Para 2019, a empresa deve fazer alguma captação expressiva, que lhe permita financiar uma ou duas aquisições.

Nossa recomendação para Randon é de COMPRA com Preço Justo de R\$ 10,80 por ação.

**Tabela 10 - Indicadores Financeiros – Material de Transporte**

Empresa	Código	Preço Justo (R\$)	Preço Atual(*) (R\$)	Potencial (%)	P/L (x)		EV/EBITDA (x)		P/VPA (x)		Dividend Yield (%)	
					2019	2019	2019	2019	2019	2019		
Tupy	TUPY3	26,50	20,15	31,5	10,3	4,6	1,3	6,2				
Marcopolo	POMO4	4,60	4,08	12,7	18,7	14,7	1,7	1,9				
Randon	RAPT4	10,80	9,26	16,6	20,2	7,5	2,0	1,7				

(\*) Cotação de Fechamento: 28/12/2018

## Instituições Financeiras

O cenário em 2018 mostrou-se dificuldade para o setor, mas os bancos, em sua maioria, registraram crescimento de lucros e incremento de lucratividade. Após leve redução de 0,6% do saldo das operações de crédito do SFN em 2017 para R\$ 3.105,5 bilhões, equivalente a 47,1% do PIB, o Banco Central do Brasil iniciou o ano de 2018, com uma expectativa de alta de 3,0%, alinhada ao comportamento do PIB (2,70%) e uma Selic de 6,75%. A Selic terminou o ano em 6,50%, próxima da inicialmente prevista e um cenário de crédito com alta de 4,4% (base nov/18) equivalente a 46,8% do PIB, também não muito diferente das projeções do início do exercício.

Mesmo assim a realidade se mostrou desafiadora, com um nível de atividade aquém do desejado e que só não foi pior pelo protagonismo do apetite por crédito das famílias, que compensou a redução das operações com as empresas, que se valeram do mercado de capitais como *funding* alternativo ao crédito tradicional.

Para as famílias, destaque do incremento das operações nas modalidades de cartão de crédito à vista, cheque especial, consignado e veículos (no crédito livre). Já o crédito direcionado cresceu em virtude das expansões no crédito rural e imobiliário. Os empréstimos para empresas, olhando de forma consolidada registraram queda principalmente nas

operações com recursos direcionados, com destaque para as operações com recursos do BNDES.

A inadimplência tem se mostrado controlada. Em novembro de 2018 estava em 3,0% no consolidado, sendo de 4,0% nos empréstimos com recursos livres e de 1,8% nos direcionados. Os juros e os spreads, ainda em patamar alto, sinalizam tendência de queda em base de 12 meses. Os indicadores de crédito têm melhorado de forma consistente, mas a retomada segue de forma mais lenta, principalmente nas empresas. O BC espera a continuidade gradual da recuperação da economia, com expansão do PIB estimada em 1,3% para 2018 e de 2,4% em 2019.

Nesse ambiente, os bancos têm construído seus resultados, principalmente focados na expansão das outras receitas (serviços, seguros e cartões), na redução das despesas com PDD e na evolução contida das Despesas Operacionais, em linha com a inflação. Assim, o Sistema Financeiro Nacional (SFN) segue capitalizado e adequadamente provisionado, com os padrões de concessão, ajustados e à espera da retomada do crédito de forma mais sustentável a partir deste ano.

De acordo com a autoridade monetária brasileira, “em relação à economia internacional, o ano de 2018 apontou alguns riscos aos emergentes, refletindo o processo de normalização das taxas de juros em algumas economias avançadas, e as incertezas referentes ao comércio global. Em linha com a normalização da política monetária nos EUA, a realocação de portfólio pelos investidores globais produziu depreciação nas taxas de câmbio e aumentou os prêmios de riscos. Nesse contexto, os mercados financeiros apresentaram grande volatilidade, refletindo menor apetite ao risco em relação às economias emergentes. Esse processo provocou um choque de natureza global, mas afetou cada economia de acordo com suas características particulares e seus fundamentos econômicos. Mais recentemente, embora o cenário ainda permaneça com algumas incertezas para os países emergentes, o apetite ao risco em relação a ativos dessas economias apresentou relativa estabilidade. Entretanto, essa estabilização se deu em

níveis aquém dos vigentes no início do ano, o que implica prêmios de risco mais elevados”.

Do ponto de vista do Banco Central do Brasil “no ambiente doméstico, o ano de 2018 foi caracterizado pelo gerenciamento de momentos de volatilidade nos mercados financeiros, gerados tanto por fatores externos quanto por fatores internos. A atuação do BCB nos momentos de maior volatilidade ao longo do ano foi fundamental para a manutenção da funcionalidade dos mercados, (i) consolidando a inflação em torno da meta e a ancoragem das expectativas de inflação; (ii) trazendo as taxas de juros em níveis historicamente baixos; e (iii) sustentando o processo gradual de recuperação da economia”.

A redução da inflação, a ancoragem das expectativas, e a queda nas taxas de juros têm propiciado a retomada do crescimento. Após dois anos de recessão, quando o PIB recuou em termos acumulados por volta de 7,5%, a economia brasileira voltou a crescer em 2017, e essa recuperação continua em 2018. Indicadores recentes da atividade econômica continuam evidenciando recuperação gradual da economia brasileira. No terceiro trimestre o PIB ajustado sazonalmente cresceu 0,8% em comparação com o trimestre anterior. Esta foi a sétima variação positiva consecutiva, um comportamento não observado desde 2011.

As expectativas para o crescimento do PIB em 2018 e 2019 encontram-se em torno de 1,3% e 2,4%, respectivamente, de acordo com as estimativas apresentadas no último Relatório Trimestral de Inflação, divulgado em dezembro.

De maneira consistente com o processo de retomada da economia, a taxa de desemprego segue trajetória gradual de queda. A taxa dessazonalizada de desemprego medida pela PNAD Contínua alcançou 11,6% no trimestre encerrado em novembro, após ter atingido o pico de 13,2% em março de 2017. Assim, na visão da autoridade monetária, o Brasil precisa continuar no caminho de ajustes e reformas, em especial as medidas de ajuste fiscal e a reforma da previdência, para manter a inflação baixa, a queda da taxa de juros estrutural e a recuperação sustentável da economia.

Expectativas para 2019 prometem ser melhores, alinhadas com uma atividade econômica mais dinâmica e crescente. Para este ano o crescimento das operações de crédito deve situar-se como múltiplo do PIB (de duas a três vezes), tanto nas operações com as famílias quanto nas operações com as empresas. Esperamos um PIB na casa de 2,65% compatível com a recuperação gradual da economia brasileira, que segue operando com alto nível de ociosidade dos fatores de produção, refletido nos baixos índices de utilização da capacidade da indústria e, principalmente, na taxa de desemprego.

De acordo com a Pesquisa de Economia Bancária e Expectativas é elaborada pela área de Economia da Febraban e coleta junto algumas instituições financeiras, os dados do BC seguem mostrando recuperação moderada das concessões de crédito e recuo da inadimplência, especialmente no segmento do crédito livre. Para 2019, caso o próximo governo prossiga com a agenda de ajuste fiscal, o potencial de crescimento da carteira de crédito é moderado, na medida em que o processo de desalavancagem das famílias e/ou empresas ainda não terminou.

Projeções para Saldo de Crédito e Inadimplência. De acordo com a média das instituições ouvidas, a Carteira Total do SFN deve crescer 5,2% em 2019, sendo +7,5% nos recursos livres e +2,7% nos direcionados. Nos recursos livres as operações com as famílias devem crescer 9,4% e nas empresas o crescimento esperado é de 6,3%. Nos empréstimos às pessoas físicas o destaque fica com o segmento de veículos com alta de 9,4% seguido do crédito pessoal com crescimento de 8,6%. A taxa de inadimplência eleva-se dos atuais 3,0% para 4,0% explicado pelo natural incremento das operações.

Pontos Positivos. Destaque para (i) Basileia adequada no âmbito da nova regulamentação (Basileia III), potencializada pela capitalização dos lucros e baixo crescimento do crédito nos últimos anos; (ii) diversificado perfil de captação dos bancos, com alongamento de prazo, através das LFs que conta com isenção de compulsório, LCAs e LCIs, com isenção de IR e foco nas pessoas físicas; (iii) Estratégica focada na diversificação das receitas (incluso serviços, seguros,

previdência e cartões), e redução dos custos/despesas administrativas, tem se mostrado vencedora; e (iv) Provisões para Devedores Duvidosos (PDD) e inadimplência em queda, liquidez em alta, fornece as melhores condições de alavancagem para os próximos exercícios.

Fatores de Risco. Ressalte-se (i) a retomada mais lenta da atividade econômica limita o volume de crédito tomado pelas empresas; (ii) Redução ainda gradual do desemprego também afeta o crédito às famílias; (iii) À luz da concorrência, pouco espaço para reprecificação dos produtos e, portanto, limitado crescimento das receitas de tarifas e serviços; e (iv) o Mercado de Capitais aquecido oferece crédito concorrente às operações de empréstimos dos bancos.

Nesse cenário, preferimos o posicionamento no Bradesco (BBDC4), Banco do Brasil (BBAS3) e Itaú Unibanco (ITUB4). Nos médios nossa preferência é para o Banco ABC Brasil (ABCB4). Destacamos também o Banrisul (BRSR6) e a Itaúsa (ITSA4) – uma forma de comprar Itaú Unibanco, com um *yield* maior.

**Bradesco (BBDC4):** O banco registrou um lucro líquido recorrente de R\$ 15,7 bilhões no 9M18 com crescimento de 11% em relação ao 9M17, em linha o esperado. A carteira de crédito expandida cresceu 7,5% em 12 meses somando R\$ 523,4 bilhões, e segue adequadamente provisionada, cujo Índice de Cobertura Efetivo subiu de 300% no 2T18 para 342% no 3T18.

A inadimplência da carteira caiu de 3,9% no trimestre anterior para 3,6% no 3T18 (sendo de 4,7% em PF, de 4,5% em PME e de 1,5% em Grandes Empresas) e permanece controlada, constituindo um fator positivo para a potencial alavancagem do banco. O Retorno sobre o patrimônio líquido médio recorrente (ROAE) subiu de 18,1% no 9M17 para 18,7% no 9M18, sendo esperado melhora nesse indicador para os próximos trimestres. As Receitas de Serviços cresceram 5,6% no acumulado do ano, e as Despesas Administrativas/Pessoal, apenas 0,9%.

O Bradesco segue confiante na consecução de suas estimativas para este ano e nas perspectivas para 2019. O crédito começa a dar sinais de um maior crescimento notadamente nas carteiras massificadas, nas linhas de

consignado, veículos e imobiliário. No segmento *corporate* e de grandes empresas a retomada acontece ainda em ritmo lento. A inadimplência segue controlada, sendo esperada uma maior redução do NPL das empresas para o ano vindouro. Nesse contexto, reconhecemos os bons fundamentos do banco e os seus adequados indicadores de risco, com destaque para a liquidez e qualidade do capital que possibilitam melhores perspectivas para 2019.

**Banco do Brasil (BBAS3):** O BB registrou no 9M18 um lucro líquido ajustado de R\$ 9,7 bilhões, com crescimento de 23% frente o 9M17, com ROAE de 13,4% (+1,1pp). Esse resultado foi impactado positivamente pelo incremento da margem financeira líquida, potencializada pela expressiva redução da PDD, aliado a evolução das despesas administrativas abaixo da inflação (+0,8%) e incremento de 5,3% das Receitas de Tarifas.

Margem Financeira Bruta (MFB) do 9M18 registrou piora em base de 12 meses, sensibilizada pelo baixo crescimento da carteira de crédito, notadamente no segmento PJ. O resultado de tesouraria foi impactado negativamente pela mudança no mix da carteira de títulos e positivamente pelo resultado do posicionamento estrutural de hedge.

As Despesas com Provisão para Devedores Duvidosos (PDD) permanecem em trajetória de queda, contribuindo de maneira decisiva para o crescimento da Margem Financeira Líquida. Este decréscimo de PDD aliado ao crescimento das receitas de serviços, e o sólido controle das despesas administrativas, explicam boa parte do incremento do lucro líquido. O foco para 2019 permanece no crescimento do ROE se aproximando dos principais players.

**Itaú Unibanco (ITUB4):** O banco registrou no 9M18 um lucro líquido recorrente de R\$ 19,3 bilhões (ROAE de 21,7%), 3,5% acima dos R\$ 18,6 bilhões do 9M17 (ROAE de 21,7%) reflexo do incremento de margem líquida por um lado, e por outro do crescimento das despesas não decorrentes de juros em percentual acima da inflação, reflexo do reforço das equipes comerciais, em especial na rede de agências, em seguros e aquisição. Houve também, o impacto sazonal do

acordo coletivo além do efeito da variação cambial no período nas despesas na América Latina.

Destaques positivos para (i) a redução do custo do crédito, notadamente de PDD e para a Margem Financeira com Clientes, que compensou a queda da Margem com o Mercado. O resultado de seguros e as receitas de serviços permanecem contribuindo positivamente para a formação do lucro do banco.

Em 2019 o banco deve entregar resultados crescentes, norteado pelas estimativas previstas, uma melhor dinâmica de crescimento das operações de crédito, incremento de margem com clientes, queda do custo do crédito, crescimento das receitas de serviços, e o comportamento das despesas não decorrentes de juros em linha com a inflação.

**Itaúsa (ITSA4):** A Itaúsa registrou no 9M18 um lucro líquido recorrente de R\$ 6,7 bilhões, com crescimento de 1,2% em relação ao 9M17. Nesta base de comparação o ROAE caiu 0,8pp para 17,4%. Um resultado em linha que refletiu o bom resultado do Itaú Unibanco e das companhias investidas não financeiras.

A Itaúsa é uma empresa Holding que controla o Itaú Unibanco e as companhias não financeiras, Alpargatas, Duratex, NTS e a Itautec. O seu resultado é composto do Resultado de Equivalência Patrimonial (REP), apurado a partir destas controladas. No 9M18 o REP recorrente foi de R\$ 7,3 bilhões, sendo que o resultado proveniente do setor financeiro (leia-se Itaú Unibanco) alcançou R\$ 7,0 bilhões (96,2% do total). Desta forma, comprar ITSA4 é uma forma de comprar ITUB4.

Todo dividendo e/ou JCP recebidos do Itaú Unibanco são 100% distribuídos pela Itaúsa aos acionistas. Assim, como ITSA4 é negociada com desconto em relação à soma das partes de suas companhias investidas, o *yield* via Holding é proporcionalmente acima do retorno do banco.

**Banco ABC Brasil (ABCB4):** O Banco ABC Brasil registrou um lucro líquido recorrente de R\$ 336,3 milhões no 9M18, 4,3% acima do 9M17, impactado positivamente pela margem financeira líquida e pelas receitas de serviços. O ambiente de crédito em 2019 deve melhorar por conta de maior crescimento da

economia norteando os negócios. O banco conta com *funding* diversificado e produtos competitivos, que aliados a um capital regulatório adequado, devem permitir a captura deste crescimento.

Demanda por crédito ainda aquém do esperado, mas o banco deve entregar o *guidance* de crescimento para 2018, ao menos no piso do intervalo, entre 9% e 13%. O desempenho no 3T18 veio aquém do esperado e o banco espera uma natural compensação no 4T18 como aconteceu no ano passado. A inadimplência medida pelas operações vencidas a mais de 90 dias segue controlada. Em base trimestral registrou queda de 0,1pp para 0,5% sendo de 0,4% no segmento Corporate e de 0,5% no Large Corporate, sem grandes alterações.

A Margem Financeira Gerencial após PDD mostrou estabilidade no 9M18. Nesse contexto, a NIM (taxa anualizada da margem financeira gerencial) caiu de 4,2% no 9M17 para 3,8% no 9M18. O banco tem operado com melhor *mix* e buscando maiores volumes para melhorar esse patamar de margem. Receita de Serviços continua crescendo, amenizando em parte, o menor desempenho do crédito.

A possibilidade de utilização de proventos para capitalização do banco permanece como forma de fortalecimento de capital e diante da expectativa de uma retomada do crescimento das operações a partir de 2019. A Basileia está adequada às expectativas de crescimento das operações do banco, sustentada pelo crescimento dos resultados, retenção de lucros e reinvestimento de proventos.

**Banrisul (BRSR6):** O Banrisul registrou no 9M18 um lucro líquido recorrente de R\$ 796 milhões, com

crescimento de 35% em relação ao 9M17, com melhora de 3,0pp no ROAE para 15,1%. A Margem Financeira do 9M18 (R\$ 4,1 bilhões) cresceu 8,6% frente igual período do ano anterior, por maior redução das despesas com juros em relação às receitas. Destaque também para a redução de 249% das despesas com PDD, reflexo da melhora da inadimplência, a redução das operações de crédito em atraso e a rolagem da carteira por níveis de rating.

As Receitas de Serviços e tarifas registraram alta de 9,3% somando R\$ 1,4 bilhão, notadamente influenciado por incremento das receitas de tarifas de conta corrente, de seguros, previdência e capitalização, de cartão de crédito e da rede de adquirência; e seguem representando importante parcela na construção do lucro do banco.

As despesas administrativas recorrentes no 9M18 registraram crescimento de 3,8% em percentual abaixo da inflação somando R\$ 2,82 bilhões, sendo R\$ 1,46 bilhão em Pessoal (+5,4%) devido aos dissídios de 2017 e 2018; e R\$ 1,36 bilhão em outras despesas administrativas (+2,1%) influenciadas principalmente por incremento dos negócios. Já o crescimento de outras despesas operacionais refletiu especialmente o maior fluxo de despesas com provisões trabalhistas.

A inadimplência melhorou passando de 3,4% no 2T18 para 2,9% no 3T18. O índice de cobertura elevou-se para 258,9% pela redução do saldo de PDD e das operações de crédito em atraso. Nesse contexto, para 2019 o banco deve entregar resultado superior ao de 2018.

**Tabela 11 - Indicadores Financeiros – Instituições Financeiras**

Empresa	Código	Preço Justo (R\$)	Preço Atual(*) (R\$)	Potencial (%)	P/L (x)		P/VP (x)		Dividend Yield (%)
					2019	2019	2019	2019	
ABC Brasil	ABCB4	22,00	16,88	30,3	7,3	0,9		5,8	
Banrisul	BRSR6	24,00	22,18	8,2	7,6	1,3		5,0	
Bradesco	BBDC4	45,00	38,65	16,4	10,9	2,2		4,5	
Brasil	BBAS3	52,00	46,49	11,9	9,1	1,3		3,5	
Itaú Unibanco	ITUB4	39,33	35,50	10,8	11,7	2,8		4,1	
Itaúsa	ITSA4	15,54	12,08	20,4	9,3	1,9		5,6	

(\*) Cotação de Fechamento: 28/12/2018

## Meios de Pagamento

Em 2018 o ambiente continuou competitivo pela entrada de novos players e em linha com a Agenda BC+ do Banco Central do Brasil (BCB). Ao longo de 2018 houve também avanços na agenda de reformas microeconômicas para o Sistema Financeiro Nacional (SFN). Essa é uma agenda de trabalho que teve início ao final de 2016, com o objetivo de (a) melhorar a eficiência do SFN; (b) reduzir o custo do crédito; (c) aumentar a cidadania financeira; e (d) modernizar a legislação do SFN e o aperfeiçoamento do marco legal do BCB.

Destaque para o uso mais eficiente dos meios de pagamento; o incentivo ao uso do cartão de débito; a limitação da tarifa de intercâmbio média de cartões de débito a 0,50% do valor da transação e da tarifa máxima a 0,80% do valor da transação; e a taxa câmbio do cartão de crédito no dia do gasto. A taxa de câmbio utilizada na conversão da compra em moeda estrangeira passou a ser a taxa do dia do gasto.

O BC também aprovou uma série de mudanças no sistema de cartão de crédito. Em 2017: a diferenciação conforme o instrumento de pagamento; a interoperabilidade das máquinas de cartão; e no crédito rotativo, a regulamentação do financiamento do saldo devedor da fatura de cartão de crédito.

Medidas em 2018: (i) Estabelecimento de limite para cobrança de encargos no caso de atraso no pagamento das faturas de cartão de crédito; (ii) Fim da cobrança de valores diferenciados nas situações de atraso de pagamento das faturas do cartão de crédito. Antes da mudança, eram aplicadas taxas diferentes da taxa inicialmente contratada. Nesse contexto, as taxas de juros do crédito rotativo caíram de 15,5% ao mês em dezembro de 2016 para 11,1% ao mês em outubro deste ano.

Os dados mais recentes da Associação Brasileira das Empresas de Cartões de Crédito e Serviços (Abecs), relativos do 1º semestre de 2018, apontaram um valor transacionado de R\$ 720 bilhões (equivalente a 24% do consumo das famílias) e crescimento de 13,6% em base de 12 meses, com uma evolução de 14,0% das operações com cartão de crédito, +12,3% no cartão de

débito e crescimento de 62,3% no cartão pré-pago. Nesta base de comparação o número total de transações cresceu 15% para 8,8 bilhões.

O custo também apresenta trajetória decrescente. A taxa de desconto (MDR) que em 2009 era na média de 2,54% representava 2,10% em junho/18. No cartão de crédito a taxa recuou de 2,98% para 2,53% e no cartão de débito, de 1,61% para 1,40%, na mesma base de comparação.

Do ponto de vista das famílias o custo também é cadente. De março/17 a julho de 2018 o custo do rotativo não regular caiu de 15,9% ao mês para 11,3% ao mês. Já no rotativo regular (que representa apenas 0,8% de todo o volume de empréstimos à pessoa física no Brasil), a redução veio de 15,5% para 10,6% ao mês.

A inadimplência também vem se reduzindo de forma consistente, passou de 8,4% em janeiro/16 para 6,2% em junho/18. No segmento de pessoas físicas a inadimplência caiu de 6,3% para 5,0%, nesta mesma base de comparação.

Os gastos de brasileiros no exterior cresceram 21,4% para R\$ 15,8 bilhões sendo de +5,8% em dólar. O Brasil segue como referência mundial na adoção de chip para a segurança das transações presenciais com 99% dos plásticos em 2018 ante 3% em 2006.

Os dados de frequência de uso também são amplamente favoráveis. De acordo com pesquisa Datafolha, em cidades com mais de 100 mil habitantes, 94% utilizam o cartão de crédito todo o mês e 55% usam pelo menos um dia por semana. A mesma pesquisa apontou que 80% dos usuários usam o cartão de crédito nas compras online.

Nesse contexto, o segmento permanece apontando um crescimento diferenciado, em linha com a evolução do setor de comércio e serviços, com proporcional incremento das transações de compras com cartões, com aumento inclusive das compras não presenciais.

O consumo responsável aliado à perspectiva de melhora do emprego e aumento da renda, num cenário de inadimplência decrescente, deve sustentar o

crescimento para os próximos anos. Some-se a isto o credenciamento das novas bandeiras, a crescente utilização dos cartões em atividades como turismo, entretenimento e rural, e o aumento da oferta de serviços e vantagens para o lojista (maior renda, tecnologia e segurança) e o consumidor. Embora o crescimento dos cartões tenha desacelerado, ainda é expressivo em relação ao desempenho do PIB, em substituição, por exemplo, aos pagamentos em dinheiro.

Em adição, o uso da telefonia móvel como meio intermediário para o pagamento das transações, aliado aos investimentos em segurança, apresentam grande potencial de crescimento para as empresas credenciadoras de cartões.

A agenda do BC no sentido de um Sistema Financeiro Nacional (SFN) mais eficiente permanece ativa, com incentivo direto para uma maior competição na oferta de serviços de pagamento e na utilização do cartão de débito. Destaque também para a regulamentação das fintechs de crédito, fomentando a inovação e o aumento da concorrência.

Como fator de risco, o regulatório e a decisão de compartilhamento da base de POS, com reflexo direto no aumento da concorrência e redução das barreiras à entrada, impactando diretamente a receita oriunda do aluguel das máquinas POS.

No segmento, a única empresa aberta é a Cielo.

**Cielo (CIEL3):** Nesse cenário de maior concorrência e novos entrantes a empresa, por ser a única de capital aberto, sofreu em termos de precificação. No acumulado de 9M18 o lucro líquido ajustado registrou queda de 15% para R\$ 2,54 bilhões, explicado pela redução de 9% no EBITDA para R\$ 3,54 bilhões, com proporcional queda de margem ebitda, de 45,5% no 9M17 para 40,8% no 9M18. Esse resultado refletiu a queda de volume transacionado que resultou num menor crescimento de receita líquida, aliado a maior evolução dos gastos totais, e a redução do resultado de aquisição de recebíveis, num ambiente competitivo mais intenso que tem levado a uma maior pressão nos preços.

Ao final do 3T18 sua dívida líquida era de R\$ 5,9 bilhões, com incremento em relação a R\$ 3,7 bilhões do 2T18, principalmente explicado pelo pagamento de proventos no montante total de R\$ 1,75 bilhão ocorrido em setembro. A alavancagem (dívida líquida/EBITDA ajustado à aquisição de recebíveis) passou de 0,8x no 2T18 para 0,9x no 3T18.

O ano de 2018 ainda é de ajuste, construção de valor e alteração do modelo de negócios, cujos resultados devem se apresentar a partir de 2019. O cenário macroeconômico tem se mostrado mais difícil do que o esperado e a companhia tem enfrentado o forte aumento da concorrência. A nova estratégia passa por maiores investimentos em ações de marketing e um reposicionamento competitivo comercial, dada à nova dinâmica de mercado e maior competição. O foco é a busca da liderança nos mercados nos quais a companhia começou a atuar mais recentemente e, ao mesmo tempo, defender a liderança nos mercados nos quais já é líder. Para 2019 vemos um cenário ainda competitivo, com melhor dinâmica do que 2018.

A Cielo vem se preparando, através de investimentos em sua plataforma para ter um amplo portfólio de produtos, serviços e bandeiras, fortalecendo a sua rede de distribuição. Foram feitos maiores investimentos em marketing como parte de seu reposicionamento competitivo e sustentabilidade dos negócios da companhia.

Tabela 12 - Indicadores Financeiros – Meios de Pagamento

Empresa	Código	Preço Justo (R\$)	Preço Atual(*) (R\$)	Potencial (%)	P/L (x)		EV/EBITDA (x)		P/VP (x)		Dividend Yield (%)	
					2019	2019	2019	2019	2019	2019		
Cielo	CIEL3	14,00	8,89	57,5	7,4	6,10	2,1	12,8				

(\*) Cotação de Fechamento: 28/12/2018

## Mineração

**Desempenho do setor em 2018** - O ano começou com previsões pessimistas para o mercado de minério de ferro a partir das expectativas negativas para a siderurgia chinesa. Em setembro/2017, a WSA previa que a demanda por aço na China seria igual ao anterior. Porém, ao final de 2018 a produção e a demanda chinesa por aço haviam crescido substancialmente.

Mesmo com a expectativa de redução na demanda das siderúrgicas chinesas, os preços do minério começaram 2018 em alta, atingindo uma máxima de US\$ 76,88 por tonelada no final de fevereiro, mas a partir de março começaram a cair e permaneceram entre US\$ 60/t e US\$ 70/t no restante do ano.

No dia 28/12 o minério foi cotado na China (código Bloomberg – ISIX62IU) a US\$ 70,78/tonelada, com queda de 0,3% em relação ao final de 2017.

Um fato importante em 2018 foi o aumento na “preferência pela qualidade”, elevando o diferencial entre as cotações do minério básico (62% de conteúdo metálico) para os de maior qualidade (65% e acima).

**Perspectivas para 2019** - Novamente as expectativas para o minério são de queda. O Department of Industry, Innovation and Science, órgão do governo da Austrália, em seu último relatório (set/2018), projetou que o preço médio do minério exportado pela Austrália deve cair 12,2% em 2019.

A demanda mundial por aço projetada pela WSA para 2019 indica um crescimento de 1,4%, vindo de 3,9% em 2018. Ainda segundo a WSA, a demanda na China não deve crescer em 2019;

A necessidade de reduzir a poluição e aumentar a produtividade nas siderúrgicas chinesas, elevou a

demanda por minério de melhor qualidade em 2018, situação que deve persistir este ano;

O maior risco para a mineração é uma redução no ritmo de crescimento chinês, como consequência da guerra comercial com os EUA.

**Vale (VALE5):** A empresa tem mostrado bons resultados operacionais, principalmente no segmento de ferrosos, com aumento das vendas e rentabilidade. Outra boa notícia é a melhoria paulatina nos resultados da área de metais básicos. Nos 9M18, a Vale registrou aumentos de 8,1% nas vendas de minério e 6,3% em pelotas. Porém, uma estratégia comercial e operacional levou a quedas de 17,7% no volume vendido de níquel e 12,3% em cobre.

Nos 9M18, a Vale conseguiu elevar seu EBITDA em 9,1% e o lucro em 15,6%, com o impacto positivo da desvalorização do real, do maior diferencial por qualidade no minério de ferro (79% das vendas no 3T18 foram de produtos premium) e a redução nos custos de produção. O aumento da geração de caixa e a redução dos investimentos, trouxe ainda a redução da dívida e a disposição em elevar a remuneração aos acionistas. Relativo ao resultado anual de 2018, a empresa deve pagar US\$ 4,35 bilhões em proventos, valor 205,4% maior que no ano anterior.

**Nossas expectativas para a Vale em 2019 são as seguintes:**

- Esperamos que as cotações médias do minério caiam ligeiramente, por conta da redução no crescimento global e da demanda de aço na China;
- As vendas de minério da Vale devem crescer pouco em relação a 2018;



- A rentabilidade da divisão de ferrosos deve continuar alta, por conta da elevação na venda de produtos de maior qualidade;
- Estabilidade nas vendas de metais básicos, mas com crescimento na rentabilidade deste segmento, com reduções de custos;
- Aumento na distribuição de proventos, acima dos valores de 2018;
- O maior risco para a Vale é uma ampliação nas disputas comerciais da China com os Estados Unidos, o que poderá impactar muito os preços dos metais.

Nossa recomendação para VALE5 é de VENDA com Preço Justo de R\$ 60,00 por ação.

**Ferbasa (FESA4):** A empresa continuou, em 2018, obtendo bons resultados mesmo após a aquisição das centrais eólicas, o que alterou muito sua situação financeira. Nos 9M18, a Ferbasa mostrou um incremento nas vendas de ligas (6,2%), que ajudado pela desvalorização do real, determinou uma elevação de 28,2% na receita líquida. O aumento da receita, permitiu ganhos de rentabilidade, fazendo com que o EBITDA do período aumentasse 52,5% e o lucro líquido em 38,8%. O dispêndio com a compra das centrais eólicas no início do ano reduziu o caixa, fazendo que a Ferbasa apresentasse um inusitado endividamento líquido (R\$ 191 milhões em setembro/18), mas a forte geração de caixa permitiu uma redução de 17,7% na dívida durante o 3T18.

Nossas expectativas para a Ferbasa em 2019 são as seguintes:

- Esperamos que os preços das ligas de cromo (principal produto da empresa) voltem a subir já no 1T19;
- Para as ligas de silício também esperamos alta;
- Os investimentos da Ferbasa na produção do minério de cromo permitiram reduções de custo, sendo que ao final de 2020 a diminuição esperada é de 20%;
- A empresa deve adquirir em 2019 um ativo de carvão mineral ou uma coqueria, visando verticalizar suas operações e reduzir custos;
- O maior risco para Ferbasa é a guerra comercial da China com Estados Unidos, que pode deprimir o ritmo de crescimento do país asiático. O aprofundamento da disputa comercial poderia reduzir muito a demanda e os preços do cromo e do silício;
- A evolução da taxa cambial brasileira é também importante para a Ferbasa, dado que a empresa tem 100% da receita indexada ao dólar e 90% dos custos em reais. A desvalorização da moeda brasileira é sempre algo positivo para a empresa. Por outro lado, uma grande valorização do real pode impactar negativamente os resultados.

Nossa recomendação para FESA4 é de COMPRA com Preço Justo de R\$ 27,00 por ação.

**Tabela 13 - Indicadores Financeiros – Mineração**

Empresa	Código	Preço Justo (R\$)	Preço Atual(*) (R\$)	Potencial (%)	P/L (x)		EV/EBITDA (x)		P/VPA (x)		Dividend Yield (%)	
					2019	2019	2019	2019	2019	2019		
Vale	VALE5	60,00	51,00	17,6	9,2	4,6	1,4	5,5				

(\*) Cotação de Fechamento: 28/12/2018

## Papel e Celulose

Assim como o ano de 2017, 2018 também se mostrou bastante positivo para as empresas do setor de papel e celulose permitindo expressiva valorização das ações da Suzano (SUZB3) 104,7% e Fibria (FIBR3) 52,6%, a despeito do comportamento das units da Klabin (KLBN11 – 1 ON e 4 PN's) que registraram queda de -4,5%.

No âmbito do mercado de celulose, permaneceram os bons fundamentos: i) a continuidade de alta nos preços da celulose, ii) menos pressão de oferta, dada a diminuição da entrada de novas fábricas, iii) continuidade saudável da demanda, principalmente por China e Europa, iv) a valorização do dólar frente ao real e v) os desdobramentos envolvendo a aquisição da Fibria pela Suzano.

Os dados mais recentes da Indústria Brasileira de Celulose (Ibá) apontaram crescimento acumulado de 9,3% (até outubro) na produção brasileira de celulose.

Já o mercado de papel, teve por aqui, todos os desdobramentos da ainda incipiente recuperação econômica, com a greve dos caminhoneiros (maio) e as repercussões envolvendo a corrida eleitoral. Somaram-se a isso, as incertezas quanto à guerra comercial entre China e Estados Unidos e o aumento da taxa de juros americanos. Como positivo, por parte da China, as questões ambientais impulsionaram o preço de papéis para embalagens.

Estes fatos levaram a Associação Brasileira de Papelão Ondulado (ABPO) a rever suas projeções de crescimento para as vendas de papelão. O preço lista do kraftliner negociado na Europa encerrou o 3T18 cotado a US\$ 861/ton acumulando valorização de 11%.

Para 2019, seguimos confiantes nos bons fundamentos de mercado global, favorecendo as exportações de celulose que seguem respaldadas no bom comportamento dos preços, dada a baixa oferta da matéria prima, somada à boa demanda principalmente de China e Europa. Por aqui, a recuperação da atividade econômica somada à ociosidade da indústria, deve impulsionar as vendas de papéis.

Temos a Suzano (SUZB3) como nossa *top pick* do setor, principalmente após a aprovação dos órgãos reguladores para a aquisição da Fibria, com sinergias estimadas em até R\$ 10 bilhões, ao longo dos próximos anos, representando de 15% a 20% do valor de mercado atual da companhia.

**Fibria (FIBR3):** A companhia seguiu como a maior produtora mundial de celulose de fibra curta branqueada, possui uma base florestal total de 1,092 milhão de hectares, dos quais 656 mil hectares de florestas plantadas, 374 mil hectares de áreas de preservação e de conservação ambiental e 61 mil hectares destinados a outros usos, em seis estados: Espírito Santo, Bahia, Minas Gerais, São Paulo, Mato Grosso do Sul e Rio de Janeiro. A companhia ainda se destaca entre os mais elevados níveis de Governança Corporativa da B3 e NYSE, com suas ações listadas no segmento de Novo Mercado e um programa de ADRs Nível III.

No entanto, após certo estresse com a entrada da Paper Excellence (PE) na disputa pela Fibria, a Suzano acabou levando a melhor, dada a maior sinergia entre as duas companhias (as sinergias a valor presente são estimadas entre R\$ 8 a R\$ 10 bilhões).

Atualmente o parque industrial da Fibria é formado por 4 unidades:

- Aracruz (ES) – 2.340 mil t/ano;
- Três Lagoas (MS) – 3.250 mil t/ano;
- Jacareí (SP) – 1.100 mil t/ano;
- Veracel (BA) – 560 mil t/ano (*joint venture* com a Stora Enso).

Nos 9M18, a Fibria acumulou resultados positivos, principalmente pelos bons fundamentos de mercado e também por condições macroeconômicas favoráveis.

As vendas de celulose nos 9M18 cresceram 24% (a/a), com a receita líquida avançando 85%, para R\$ 14,3 bilhões, com destaque para a receita proveniente do mercado externo, as quais representaram mais de 90%

da receita total. A melhora das expectativas para o ambiente macroeconômico interno ajudou na redução do custo caixa de produção da celulose, que no 3T18 foi de R\$ 584/ton.

Destaque para a evolução do EBITDA Ajustado, acumulando crescimento de 156% (a/a) nos 9M18, para R\$ 7,5 bilhões, com a margem EBITDA pro-forma crescendo 16 pp, para 60%. Estes resultados se deram por conta do aumento do preço líquido médio em dólar, pelo maior volume vendido e pela apreciação do dólar frente ao real.

Com a parte operacional se destacando positivamente, o resultado líquido da companhia nos 9M18 só não foi melhor em função do menor resultado financeiro acumulado no período. No acumulado do ano, a despesa financeira líquida foi de R\$ 3,3 bilhões, impactada principalmente pela linha de variações cambiais e monetárias.

Com isso, a Fibria acumula em 2018, resultado líquido de R\$ 1,5 bilhão, frente a R\$ 813 milhões no acumulado do mesmo período do ano anterior. O ROIC acumulado do ano foi de 20% ante 6,3% nos 9M17.

No período, o endividamento líquido somava R\$ 12,7 bilhões (US\$ 3,1 bilhões), dos quais 62% do endividamento bruto em moeda estrangeira e o restante em moeda nacional. A alavancagem financeira medida pela relação Dívida Líquida / EBITDA dos últimos 12 meses, era de 1,33x.

No acumulado de 2018 a ação da Fibria (FIBR3) registrou valorização de 52,6%, após alta de 53,7% em 2017.

**Suzano (SUZB5):** A Suzano Papel e Celulose, controlada pela Suzano Holding, pertencente ao Grupo Suzano, opera nos segmentos de celulose de mercado e de papel. Com a aquisição da Fibria, a Suzano passa a ser a maior produtora mundial de celulose de eucalipto (11 milhões de toneladas/ano), além da liderança nos segmentos de imprimir e escrever na América Latina.

Com a aquisição a Suzano exportará para mais de 90 países (R\$ 26 bilhões exportados nos últimos 12 meses), contando com um dos menores custo caixa do

mundo, além de mais de 37 mil colaboradores e terceiros.

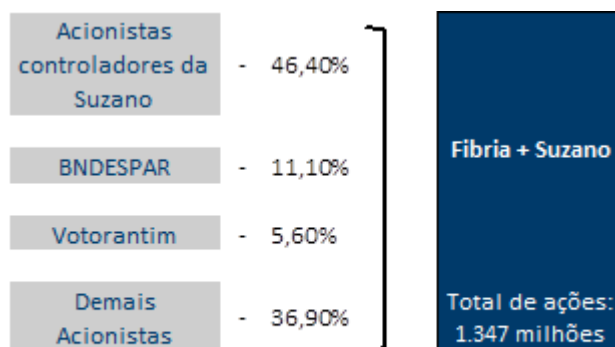
A alta competitividade florestal dar-se-á por 11 unidades industriais, que somadas produzirão 11 milhões de toneladas de celulose de mercado e 1,4 milhão de toneladas de papel.

As condições do acordo da aquisição da Fibria foram as seguintes:

**Condições do acordo:**

Cada acionista de FIBR3 receberá 0,4611 ações da Suzano + R\$ 52,50, os quais serão ajustados pelo CDI, entre a assinatura e o pagamento;

**Estrutura acionária resultante:**



Fonte: Suzano

**Estrutura do Financiamento:**

	Condições		
	Volume	Prazo	Custo
Tranche 1	US\$ 2,3 bilhões	6 anos	LIBOR + 1,16 a 1,33% aa
Tranche 2	US\$ 6,9 bilhões	3 anos	LIBOR + 1,65 a 1,75% aa

Tranche 1: Assume saque de 12 meses

Tranche 2: Pagamento em 24 meses subsequentes

3 cenários de preços possíveis para a desalavancagem depois da conclusão do negócio, conforme o quadro a seguir:

Preço Líquido US\$/t		Unidade	2018e	2019e	2020e
600	EBITDA Ajustado (sem sinergias)	R\$ bi	12,2	13,5	14,5
	Geração de Caixa Operacional	R\$ bi	8,1	9,6	10,7
	Alavancagem	x	4,1	3,5	3,1
650	EBITDA Ajustado (sem sinergias)	R\$ bi	13,9	15,3	16,5
	Geração de Caixa Operacional	R\$ bi	9,8	11,5	12,6
	Alavancagem	x	3,5	3,0	2,5
700	EBITDA Ajustado (sem sinergias)	R\$ bi	15,7	17,1	18,4
	Geração de Caixa Operacional	R\$ bi	11,5	13,3	14,5
	Alavancagem	x	3,1	2,5	2,0

Fonte: Suzano

#### Governança Corporativa:

- Ações negociadas no Novo Mercado da B3, com 100% de *tag along*;
- ADR nível 3 na NYSE;
- *Free Float* superior a 53%
- Política para eleição de conselheiros independentes.

Enxergamos a fusão como um bom negócio para ambas as companhias, dada a quantidade de sinergias a serem capturadas e ao retorno que será proporcionado ao acionista.

Com os resultados combinados, a receita líquida da Suzano no último 3T18 (último 12 meses) saltou para R\$ 31,7 bilhões, em 2017 o valor foi de R\$ 22,3 bilhões. Já o EBITDA Ajustado soma R\$ 16,2 bilhões (margem de 51,2%) frente a R\$ 9,6 bilhões (margem de 42,9%) em 2017, com a alavancagem em dólar passará para 2,9x.

No acumulado de 2018 a ação da Suzano (SUZB3) registrou valorização de 104,7%.

**Klabin (KLB11):** A Klabin é a maior produtora e exportadora de papéis do Brasil, líder na produção de papéis e cartões para embalagens, embalagens de papelão ondulado e sacos industriais, além de comercializar madeira em toras.

Com seu modelo integrado de negócio, é também a única companhia do Brasil a fornecer simultaneamente ao mercado celulose de fibra curta (eucalipto), celulose de fibra longa (pínus) e celulose *fluff* (utilizada para fabricação de fraldas e absorventes). Foi fundada em

1899 e atualmente possui 18 unidades industriais, sendo 17 no Brasil, localizadas em oito estados e uma unidade industrial na Argentina.

Possui uma área total de 490 mil hectares, dos quais 230 mil hectares são de florestas plantadas, divididas em 140 mil hectares de pinus e 90 mil hectares de eucalipto. A companhia produz 3,5 milhões de toneladas de fibras por ano, das quais 1,1 milhões toneladas/ano de fibra curta, 0,4 milhão de t/ano de fibra longa e *fluff*. Além disso, são produzidos 2,0 milhões de t/ano de papéis, subdivididos em: 750 mil ton/ano de papel cartão e 1,25 milhão de *kraftliner* e *sackraft*. Por fim, 925 mil toneladas por ano de papel para conversão, subdivididos em 750 mil ton/ano de caixa de papelão e 175 mil de sacos industriais. Com posição de liderança nos mercados de atuação: *kraftliner* (40%), papel cartão (50%), sacos industriais (50%) e caixas de papelão (18%), suas vendas são majoritariamente direcionadas para o segmento de alimentos (67%), seguido por bens de consumo (13%), construção (8%) e outros (12%).

A companhia está dividida em 4 áreas de negócio:

- Florestal – matéria prima para produção de celulose e comercialização de toras;
- Celulose – fibra curta, longa e *fluff*;
- Papéis – *kraft*, papel cartão e papel reciclado;
- Conversão – embalagens de papelão ondulado e sacos industriais.

Os papéis para embalagens representam 60% na receita, cuja maior finalidade é para embalagens de alimentos. A celulose representa 40% do total, sendo 100% dolarizada.

No final de 2018, a Klabin comunicou, que após a avaliação dos benefícios mercadológicos e estratégicos de assumir a comercialização de celulose de fibra curta, a qual era realizada pela Fibria, decidiu pela rescisão antecipada do contrato estabelecido com a mesma, em maio de 2015. O rompimento também se deu como remédio para a aprovação da operação entre Fibria e Suzano, pelas autoridades reguladoras. A data prevista para o término do contrato era março de 2022. Mesmo

com o encerramento, a Klabin informou que mantém relacionamento com muitos compradores da celulose, não afetando o escoamento da matéria prima por contar com algumas vantagens comerciais e uma robusta rede comercial em operação.

Seguimos confiantes no negócio da Klabin, o qual possui uma gama de macrotendências favoráveis, como o aumento demográfico, seguido do crescimento da economia global, novas tecnologias (com desenvolvimento de canais digitais) e as preocupações com questões envolvendo a sustentabilidade, fatores estes que permitirão avanços na indústria de papel e celulose. Além disso, a companhia segue com foco em mercados como *tissue* e *fluff*, cuja demanda é crescente. A companhia destaca o crescimento da demanda por *kraftliner*, cujo CAGR estimado para (2017-25) é de 1,2%, enquanto o crescimento projetado para a oferta é de 0,5%, o que permitiria espaço para abertura de novas capacidades.

Por aqui, a retomada de crescimento da economia deve impulsionar as vendas de papelão favorecendo a Klabin. Segundo o Boletim Focus, a projeção de crescimento da economia (PIB) para 2019 é de 2,55%. Além disso, a companhia manteve o cronograma de expansão que compreende a instalação de uma nova linha de celulose e máquinas de papel, cujo investimento soma US\$ 2,0 bilhões, com data de início prevista para 2021 e 2023.

A Klabin encerrou os 9M18 com queda de 0,2% (a/a) no volume de vendas, para 2.328 mil toneladas, das quais 51% foram destinadas ao mercado interno. Mesmo assim, a receita evoluiu 19% (a/a) no mesmo período, impulsionada pelos mercados de celulose e *kraftliner* com a melhora nos seus respectivos preços.

No negócio de celulose, nos 9M18, destaque para o crescimento da receita de 52% (a/a), tanto em fibra curta quando na longa, impulsionadas pela valorização do dólar e a elevação dos preços da matéria prima. Na unidade de negócio de papéis, o crescimento foi de 8% (a/a), com destaque para o *kraftliner*, cujo crescimento foi de 34% (a/a). Já no negócio de embalagens a alta foi de 7% (a/a), impactado pela greve dos caminhoneiros (maio), as estimativas de crescimento para 2018 da ABPO é de 2,2%.

No acumulado de 9 meses, o EBITDA ajustado apresentou crescimento de 54% (a/a), para R\$ 2,9 bilhões, com a margem evoluindo 9 pp para 40%. No acumulado do ano o resultado líquido foi negativo em R\$ 726 milhões, penalizado pela variação cambial, que impactou o endividamento da companhia. No final do 3T18, o endividamento bruto da Klabin somava R\$ 20,1 bilhões e o endividamento líquido foi de R\$ 12,8 bilhões, perfazendo uma relação dívida líquida EBITDA (UDM) de 3,4x ante 3,9x no trimestre anterior, que tem sido beneficiada pela recorrência positiva da geração de caixa.

No acumulado de 2018 a unit da Klabin (KLBN11) registrou desvalorização de 4,5% após alta de 2,7% em 2017.

**Tabela 14 - Indicadores Financeiros – Papel e Celulose**

Empresa	Código	Preço Justo (R\$)	Preço Atual(*) (R\$)	Potencial (%)	P/L (x)		EV/EBITDA (x)		P/VPA (x)		Dividend Yield (%)	
					2019	2019	2019	2019	2019	2019		
Fibria	FIBR3	72,00	67,60	6,5	9,6	4,81	2,31	7,3				
Klabin	KLBN11	24,00	15,88	51,1	207,1	23,36	13,70	0,1				
Suzano	SUZB3	58,00	38,08	52,3	20,8	6,98	3,89	1,2				

(\*) Cotação de Fechamento: 28/12/2018

## Petróleo e Petroquímica

As cotações do petróleo tiveram bastante volatilidade em 2018, em função das dúvidas quanto aos cortes de produção da OPEP, a redução no ritmo de crescimento da demanda mundial e o expressivo aumento na produção dos Estados Unidos.

Em 2017, os acordos entre os maiores exportadores de petróleo (OPEP e Rússia) e a forte demanda, permitiram uma alta 10,3% dos preços, com o tipo Brent fechando a US\$ 64 por barril. O ano de 2018 começou com os preços neste ritmo de alta, superando a faixa do US\$ 70/barril no 1T18, mantendo-se nesta faixa até meados de outubro, quando temores quanto a um eventual excesso de oferta trouxeram as cotações para o redor de US\$ 60/ barril.

Um fator que tem desequilibrado o mercado mundial de petróleo é o crescimento da produção americana, ficando acima das previsões. Em novembro/2018, a produção de petróleo nos Estados Unidos foi de 11,5 milhões de barris/dia, um salto de 13,8% em relação ao mesmo mês do ano anterior. Se compararmos com novembro/2013, cinco anos atrás, o aumento foi de 46,1% no período. Por outro lado, as quedas na produção de petróleo do Irã e Venezuela têm compensando parte da alta nos EUA.

A produção de petróleo realizada pela Petrobras em 2018 foi fraca, como esperado. As vendas de ativos, principalmente o Campo de Roncador, e as muitas paradas para manutenção de grandes plataformas impactaram novamente a produção, mas a empresa já tinha divulgado esta expectativa. Em 2017, a produção média diária de petróleo da Petrobras no Brasil cresceu 0,4%, com a média do ano ficando em 2.154 mil barris por dia (mbpd). Em seu Plano de Negócios divulgado naquele ano, a produção para 2018 foi estimada em 2.100 mbpd, sendo que até novembro este número foi 2.028 mbpd, 3,4% ainda abaixo da projeção para o ano.

A Petrobras perdeu grandes fatias de mercado para os produtos importados em 2016 e 2017, quando os preços internos ficaram superiores aos do exterior. Na busca para retomar este *market share*, a Petrobras tem alterado seus preços até diariamente. Esta forma de

atuação causou distúrbios no mercado em 2018, principalmente para as distribuidoras de combustíveis.

Para a petroquímica no Brasil, 2018 foi um ano de forte recuperação. No início de dezembro/2018, a Associação Brasileira da Indústria Química (Abiquim) estimou que o faturamento da indústria química (inclui a petroquímica) brasileira em 2018 fecharia em R\$ 462,3 bilhões, um crescimento de 20,2%. Esta indústria retornou ao crescimento depois de três anos de perdas e voltando em 2018 ao patamar de receitas que estava em 2010.

Os números da Braskem mostraram este crescimento. Nos primeiros nove meses do ano, a demanda brasileira por resinas (polietileno, polipropileno e PVC) cresceu 3,5% em relação ao mesmo período de 2017. Apesar do aumento na demanda em nove meses, as vendas de nafta da Petrobras caíram 31,2%, indicando o forte incremento das importações realizadas pela Braskem. Os spreads médios (diferença entre preço da matéria-prima e do produto final) estiveram em queda no ano. Segundo os números fornecidos pela Braskem, o pior desempenho foi entre janeiro e setembro/2018 na Europa, com queda de 21,4% e o melhor ocorreu nos Estados Unidos, com alta de 13,7%.

### Perspectivas para Petróleo e Petroquímica em 2019

- As previsões do governo dos Estados Unidos (U.S. Energy Information Administration- EIA) para os preços petróleo, divulgadas em dezembro/2018, são de que a cotação média do Brent fique em US\$ 61/barril em 2019, com queda de 17,0% em relação a 2018;
- A EIA projeta que a produção de petróleo nos Estados Unidos poderá crescer até 11,0% em 2019, isso depois de aumentar mais de 15% em 2018. Este forte crescimento pode impactar negativamente os preços;
- O expressivo incremento na produção de petróleo nos EUA consolidará o país como exportador;

- Um eventual prolongamento da guerra comercial dos EUA com a China, limitará o crescimento da demanda por petróleo na Ásia, podendo ainda impactar a demanda por resinas.

**Petrobras (PETR4):** A empresa registrou bons resultados nos três primeiros trimestres de 2018. Neste período, a Petrobras apresentou um forte crescimento de 24,1% na receita, mesmo com a redução de 7,4% nas vendas totais, em consequência das contrações de 6,4% nas exportações e 5,0% no mercado interno. O crescimento da receita ocorreu pelo aumento de 34,2% nos preços médios de venda no Brasil, decorrente da elevação de 39,0% na cotação do Brent. O aumento da receita, juntamente com o controle de custos e despesas permitiram ganhos de rentabilidade. Com isso, a Petrobras obteve altas de 35,2% no EBITDA e 370,6% no lucro líquido.

**Nossas expectativas para a Petrobras em 2019 são as seguintes:**

- Ao contrário de 2018, a produção deve crescer 9,5% em 2019. Isso será o reflexo da instalação de cinco sistemas de produção em 2018 e mais três em 2019;
- As expectativas de queda nos preços do petróleo e a estabilidade na taxa de câmbio, indicam que a rentabilidade não será beneficiada por uma alta dos preços;
- O processo de recuperação das fatias de mercado perdidas para as importações, deve possibilitar à Petrobras se beneficiar da esperada recuperação das vendas de combustíveis no mercado brasileiro;
- A melhor geração de caixa, os investimentos contidos e a dívida em queda devem permitir o pagamento de dividendos mais expressivos. Além disso, se espera que a Petrobras continue a pagar os proventos trimestrais;
- A Petrobras vai continuar a venda de ativos, o que contribui para a redução da dívida. Com isso, a empresa estima que fechará 2019 com

uma relação dívida líquida/EBITDA perto de 2,0x;

- Com o elevado volume de causas judiciais não provisionadas, que a Petrobras tem (R\$ 208,7 bilhões em set/2018), um risco presente é a necessidade de pagamento, negociação ou provisionamento de elevadas somas para a quitação destes débitos;
- Uma eventual queda mais forte das cotações do petróleo, poderá refletir nos preços no mercado interno, impactando severamente a rentabilidade operacional.

Nossa recomendação para PETR4 é de COMPRA com Preço Justo de R\$ 33,00 por ação.

**Braskem (BRKM5):** A Braskem apresentou resultados razoáveis em 2018. Porém, os números foram comprometidos pela redução no spread, elevação de custos e também pela alta das despesas financeiras. O faturamento acumulado até setembro/2018 foi beneficiado pela desvalorização do real, somado ao bom desempenho nas unidades do Estados Unidos/Europa e México. No período, a receita cresceu 17,8% em reais (+3,7% em dólares), mas a alta dos custos de produção levou a um aumento de apenas 0,3% no EBITDA (queda de 120% em US\$). A desvalorização do real levou a uma forte elevação das despesas financeiras (78,7%), que comprometeram o lucro líquido, determinando uma queda de 20,3%.

**Nossas expectativas para a Braskem em 2019 são as seguintes:**

- Desde junho de 2018, a Odebrecht e a LyondellBasell estão em negociações exclusivas para a aquisição da participação na Braskem. Esperamos que o desfecho da operação ocorra em 2019, possivelmente com a Petrobras também vendendo sua participação. A evolução das negociações vai impactar fortemente as cotações da ação;
- As ações da Braskem continuam sendo negociadas com múltiplos inferiores aos de suas concorrentes internacionais. Com isso,

acreditamos que o valor de venda das ações da Odebrecht possa até superar nosso Preço Justo para BRKM5;

- As expectativas são positivas com os spreads em 2019, recuperando-se das perdas em 2018. O rebalanceamento do mercado de resinas e as paradas programadas em unidades petroquímicas, principalmente na Europa, devem contribuir com a melhoria dos spreads;
- A forte geração de caixa e o endividamento baixo devem levar à concessão de proventos crescentes. Esperamos que a Braskem pague 62% do lucro líquido em 2019, valor equivalente a R\$ 2,84/ação, que permitirá um retorno próximo de 6%;
- Uma queda mais expressiva nos preços do petróleo e a redução na demanda internacional por resinas, são riscos importantes para a Braskem.

Nossa recomendação para BRKM5 é de COMPRA com Preço Justo de R\$ 62,00 por ação.

**Ultrapar (UGPA3):** A empresa teve em 2018 um ano difícil, quando perdas não recorrentes impactaram muito o resultado, além de uma expressiva redução nas margens da distribuição de combustíveis. Em 2018, a Ultrapar contabilizou perdas de R\$ 499 milhões, sendo R\$ 286 milhões referentes à multa paga à Petrobras pela não efetivação da compra da Liquigás e mais R\$ 213 milhões com a greve dos caminhoneiros. Os números acumulados em setembro/2018, mostraram que os aumentos nos preços dos combustíveis permitiram a elevação da receita (16,2%). Isso ocorreu apesar das quedas de 0,2% no volume vendido da Ipiranga e 1,2% na Ultragaz, que são as maiores empresas do grupo. No entanto, o aumento de custos e as despesas não recorrentes, levaram a quedas de 30,7% no EBITDA e 44,0% no lucro líquido consolidado.

**Nossas expectativas para a Ultrapar em 2019 são as seguintes:**

- Esperamos uma forte expansão do EBITDA do grupo, que permitirá o pagamento de proventos acima de 60% do lucro líquido;
- Os volumes de venda da Ipiranga começaram a se recuperar no segundo semestre de 2018.
- Esperamos que em 2019 a empresa continue sua recuperação dos volumes e da rentabilidade. Com esta perspectiva positiva, é possível que a Ipiranga venha a fazer aquisições em 2019;
- Para a Ultragaz, projetamos um resultado positivo, mas o ritmo de crescimento será menor que nos dois anos anteriores;
- Em 2019, são esperados crescimentos no volume e nas vendas da Oxiteno, com a elevação da receita e das margens, o que indica resultados crescentes;
- Apesar das projeções de menores importações de combustíveis em 2019, as expectativas para os lucros da Ultracargo são boas, em função do aumento da área de tancagem;
- Para a Extrafarma em 2019, nossas expectativas são de um forte crescimento do lucro, com investimentos seletivos no crescimento do número de lojas.

Nossa recomendação para as ações da Ultrapar é de COMPRA com Preço Justo de R\$ 55,00.



Tabela 15 - Indicadores Financeiros - Petróleo

Empresa	Código	Preço Justo (R\$)	Preço Atual(*) (R\$)	Potencial (%)	P/L (x)		EV/EBITDA (x)		P/VPA (x)		Dividend Yield (%)	
					2019	2019	2019	2019	2019	2019		
Petrobras	PETR4	33,00	22,68	45,5	8,3	4,4	0,9	3,0				
Braskem	BRKM5	62,00	47,38	30,9	10,3	5,2	5,1	6,0				
Ultrapar	UGPA3	55,00	53,20	3,4	19,5	8,6	2,9	3,1				

(\*) Cotação de Fechamento: 28/12/2018

## Saneamento Básico

O saneamento é considerado um bem essencial, que beneficia o meio ambiente, o mercado de trabalho e à produtividade de uma economia. Segundo OMS (2009), para cada dólar investido em saneamento, há um retorno de US\$ 9 para a economia de um país.

No Brasil, segundo o Sistema Nacional de Informações sobre o Saneamento – Snis (Brasil, 2017) e o Instituto Trata Brasil (2016), o índice de atendimento de água é de 83,3%, havendo, portanto, mais de 35 milhões de indivíduos sem acesso a esse serviço. O índice de atendimento de esgoto é de apenas 50,3%, o que implica um déficit de atendimento de quase metade da população brasileira. Olhando o tratamento de esgoto, tem-se que, do total gerado, apenas 42,7% são tratados.

É um setor regulado, estruturado na forma de monopólio natural, condição essencial para viabilidade econômica, com tarifas reajustadas por meio de fórmula paramétrica, indexadas à inflação. O controle é exercido com predominância dos governos estaduais, uso intensivo de capital e alguma correlação com o nível de atividade econômica, mas muito mais aderente ao volume de investimentos alocados e com prazo longo de maturação.

No Brasil, conforme previsto na Constituição Federal, a titularidade dos serviços de saneamento pertence aos municípios, que podem prestá-los diretamente ou concedê-los a empresas do setor público e privado. Na prestação indireta, o titular concede, por meio de um contrato, a prestação do serviço para uma companhia estadual (modalidade de gestão associada e formalizada por meio de contrato de programa) ou para a iniciativa privada. Essa concessão pode ser plena

(água e esgoto) ou de apenas um dos serviços. Nesse contexto, temos três principais tipos de prestadores de serviços no setor: municípios (diretamente ou por intermédio de autarquias), companhias estaduais de saneamento básico (Cesb) e empresas privadas.

O Sistema Nacional de Informações de Saneamento (Brasil, 2017) registrou em 2015 a existência de 27 companhias estaduais de saneamento básico, 1.326 municípios prestadores e 89 empresas privadas, totalizando 1.442 prestadores de serviço.

As Cesbs atendem 72% da população urbana brasileira com serviços de abastecimento de água e a 65% com serviços de esgotamento sanitário, totalizando aproximadamente 119 milhões de habitantes. As cinco maiores Cesbs são responsáveis pelo atendimento de aproximadamente 69 milhões de habitantes, equivalente a um terço da população brasileira. As demais formas de prestação dos serviços de água e esgoto são por meio de autarquias e empresas municipais e, em menor proporção, de empresas do setor privado.

Muito embora a participação privada, ainda seja menor em relação aos prestadores públicos, tem aumentado nos últimos anos. Entre 2006 e 2016, segundo a Associação Brasileira das Concessionárias Privadas de Serviços Públicos de Água e Esgoto (Abcon) e do Sindicato Nacional das Concessionárias de Serviços Públicos de Água e Esgoto (Sindcon), o número de concessões privadas aumentou 45%, passando de 178 para 258, equivalente a 11,5 milhões de habitantes atendidos pelos entes privados.

Entre os fatores que contribuem para o aumento da participação privada, (i) a melhoria do ambiente

regulatório do setor; e (ii) a menor eficiência operacional de parte das Cesbs e dos municípios na prestação dos serviços, abrindo oportunidades para a entrada do setor privado.

Dentre os pontos de atenção para as Cesbs e os municípios, destacamos: (i) a influência política na estratégia de atuação da empresa; (ii) a ausência de um banco de projetos e a limitada capacidade de execução e acompanhamento dos investimentos; (iii) a falta de planejamento de médio e longo prazos; (iv) a reduzida capacidade de captação de recursos para investimentos; e (v) a baixa eficiência em termos de controle de custo.

Nesse contexto, a melhora da governança corporativa é fator essencial para que a administração dos recursos dos investimentos em água e esgoto alcance o impacto social necessário e, simultaneamente, permita a rentabilidade dos negócios da empresa.

Quanto aos operadores privados, do lado positivo, destacamos (i) a capacidade de captação de recursos e (ii) a maior velocidade na contratação de serviços e na execução de investimentos. Por outro lado, há pouca experiência na prestação privada de serviços de saneamento em grande escala no país. Mesmo assim, num horizonte de médio e longo prazo, vislumbra-se que a presença da iniciativa privada aumente.

O principal referencial de investimentos futuros no setor de saneamento é o Plano Nacional de Saneamento Básico – Plansab (Brasil, 2013), publicado em dezembro de 2013 pela Secretaria Nacional de Saneamento Ambiental do Ministério das Cidades. As projeções de investimentos em abastecimento de água e esgotamento sanitário apresentadas no Plansab para o período de 2014 a 2033 eram de aproximadamente R\$ 304 bilhões para se atingir a universalização dos serviços de abastecimento de água e 92% do esgoto coletado e tratado, o que significa um investimento anual médio de R\$ 15 bilhões (em valores de dezembro de 2012). Entretanto dados mais recentes apontam que esse valor está muito aquém do previsto para alcançar as metas colocadas, sendo que, para a universalização atingir a qualidade de atendimento necessário, falta adicionar eficiência operacional e de custos.

Outro ponto é o volume de perda de água (em média 37%) e o tratamento inadequado do esgoto, registrados no sistema público de atendimento, e que contribuem diretamente para a baixa eficiência do serviço. O déficit vivido pelo usuário, no entanto, sinaliza um cenário de oportunidades para as empresas que buscam investir neste segmento. Diante desse novo cenário, as empresas e investidores têm apostado em novos contratos, com destaque para as parcerias público-privadas (PPP), a despeito do limite para a modalidade. Some-se a isto a oportunidade de contratos de subconcessão de ativos de empresas estaduais para concessionárias privadas deslançarem.

Dentre os principais desafios do setor, destacamos: (i) a busca de fontes de recursos para investimento; (ii) o desenvolvimento e a ampliação do mercado privado de crédito de longo prazo; (iii) melhora das práticas de governança e gestão; (iv) o fortalecimento da regulação no setor, com o estabelecimento de parâmetros para a prestação de serviços e o acompanhamento dos prestadores.

Também se faz relevante dar mais publicidade e transparência às metas acordadas nos contratos de concessão e aos programas, à efetividade dos investimentos realizados e às fórmulas de reajuste das tarifas. Com o vencimento dos contratos de concessão no médio e longo prazo, há a possibilidade de entrada de novos *players*, inclusive de controle estrangeiro, aumentando a competitividade no setor.

Em nossa visão, ressaltamos a grande importância em dar segurança jurídica e estabilidade de longo prazo aos contratos, reduzindo a influência do ciclo político. Assim, em 2018 o setor de saneamento básico continuou atraindo um volume importante de investimentos, negócios e novos investidores. Com a definição dos novos governos, federal e estaduais, melhorou a percepção dos investidores de infraestrutura e, em particular, do setor de saneamento. Além disso, a melhora da atividade econômica, com inflação e juros baixos, aumento da renda e queda do desemprego, devem fornecer boas condições para o crescimento sustentável do setor, nos próximos quatro anos.

Dentre as empresas do setor, destacamos as três estaduais com ações na B3, Copasa (CSMG3), Sabesp (SBSP3) e Sanepar (SAPR11), com bom histórico de execução e governança corporativa adequada, sendo as duas primeiras, pertencentes ao Novo Mercado da B3.

**Copasa (CSMG3):** Nos três últimos anos a companhia manteve como foco a busca pelo equilíbrio econômico-financeiro e redução da sua alavancagem, com a priorização da realização de investimentos de modo a viabilizar a conclusão das obras em andamento, maximizando a rentabilidade. Tomando por base os resultados de 9M18 ante o 9M17, os números e evolução foram: Receita líquida de R\$ 3,4 bilhões com crescimento de 9,9%. O EBITDA de R\$ 1,1 bilhão significou uma redução de 2,7% com a margem EBITDA passando de 35,8% para 31,7%. O lucro líquido veio 2,2% menor somando R\$ 400,6 milhões.

A dívida líquida da Copasa passou de R\$ 2,6 bilhões ao final do 3T17 para R\$ 3,1 bilhões no 3T18. Com isso o índice de alavancagem elevou-se de 1,7x em set/17 para 2,1x ao final de setembro de 2018, reflexo tanto da elevação da dívida líquida, quanto pela redução do EBITDA. Para 2018, o Conselho de Administração aprovou a distribuição de dividendos no percentual correspondente a 50% do lucro líquido ajustado. O retorno em base de 12 meses é de 4,3%.

Para 2019 a tendência é positiva à luz do maior crescimento da atividade econômica, melhora operacional e redução da alavancagem. A companhia possui qualidade reconhecida na prestação de serviços, o que tem permitido um alto grau de reconhecimento dos clientes, aliado a um bom relacionamento com o poder concedente, características importantes e que sustentam a expansão dos negócios da companhia. Destaque para o fato de que praticamente toda a receita de serviços de abastecimento de água e esgotamento sanitário está amparada por contratos de concessão e programas de longo prazo.

**Sabesp (SBSP3):** A companhia possui característica de boa governança corporativa voltada para a maximização de resultados aos acionistas. Em termos de resultados a Sabesp registrou no 9M18 um lucro líquido de R\$ 1,3 bilhão, com queda de 30% em relação

ao lucro de R\$ 1,9 bilhão do 9M17, basicamente explicado pela piora no resultado financeiro, com despesa financeira líquida passando de R\$ 55 milhões para R\$ 1,3 bilhão, nesta base de comparação. O EBITDA ajustado caiu 1,5% para R\$ 1,4 bilhão, com margem de 37,6% e que se compara a 41,2% no 9M17.

No acumulado de 9M18 os investimentos somaram R\$ 2,2 bilhões, incluindo R\$ 364 milhões referente à PPP São Lourenço. Ao final do 3T18 a dívida líquida da companhia era de R\$ 10,1 bilhões (1,8x o EBITDA) abaixo de R\$ 10,4 bilhões do trimestre anterior (1,8x o EBITDA).

Como fator positivo, a recente assinatura do contrato de prestação de serviços públicos com o município de Guarulhos, aliado ao desempenho de suas ações abaixo de suas principais concorrentes diretas, reflexo (i) da crise hídrica com proporcional queda do nível dos reservatórios, (ii) o maior crescimento dos custos, e notadamente (iii) a piora do resultado financeiro em virtude da valorização do câmbio e o reflexo sobre os passivos em dólar da companhia. Vemos condição de reversão desta tendência à luz de melhor resultado no 4T18 e também para 2019.

**Sanepar (SAPR11):** Em termos de resultado a Sanepar registrou no 9M18 um lucro líquido de R\$ 572,5 milhões, 7,6% superior ao lucro de R\$ 532,0 milhões do 9M17, basicamente explicado pelo crescimento da receita de 7,7% para R\$ 3,1 bilhões e notadamente pela melhora operacional, com crescimento do EBITDA de 16,7% totalizando R\$ 1,2 bilhão. A margem EBITDA passou de 35,2% no 9M17 para 38,1% no 9M18. Ao final de setembro de 2018 sua dívida líquida somava R\$ 2,5 bilhões equivalente a 1,6x o EBITDA, que se compara a R\$ 2,1 bilhões em set/17 e alavancagem de 1,7x.

O resultado operacional tem registrado melhora e sua alavancagem é reduzida para uma empresa do segmento de saneamento. Os investimentos registraram importante acréscimo de 33% para R\$ 748,7 milhões no 9M18 e servem para manter a velocidade das melhorias e atualização tecnológica para aumentar sua eficiência e reduzir os impactos ambientais de seu complexo operacional.

O Conselho de Administração da companhia, em reunião extraordinária realizada em 11/dez/18 aprovou o Programa de Investimentos para o período de 2019 a 2023 no montante total de R\$ 7,1 bilhões, através de recursos próprios e financiados.

**Tabela 16 - Indicadores Financeiros – Saneamento Básico**

Empresa	Código	Preço Justo (R\$)	Preço Atual(*) (R\$)	Potencial (%)	P/L (x)	P/VP (x)	Dividend Yield (%)
					2019	2019	2019
Copasa	CSMG3	70,00	61,53	13,8	11,3	1,3	4,4
Sabesp	SBSP3	37,00	31,50	17,5	7,5	1,2	3,7
Sanepar	SAPR11	75,00	61,50	22,0	6,3	1,2	7,9

(\*) Cotação de Fechamento: 28/12/2018

## Saúde Complementar

O setor de saúde no Brasil é dividido em público e privado. O setor público de saúde oferece gratuitamente assistência à saúde a todos os cidadãos brasileiros por meio do SUS. O setor privado de saúde, também chamado de setor de saúde suplementar, compreende uma variedade de participantes, incluindo operadoras de planos de saúde, prestadores de serviços e clientes particulares.

O setor de saúde suplementar pode ser dividido principalmente em prestadores de serviços e operadoras de planos de saúde. Os prestadores de serviços compreendem hospitais, médicos, clínicas médicas, laboratórios de análises clínicas e centros de diagnósticos por imagem. As operadoras de planos de saúde compreendem cooperativas médicas, instituições filantrópicas, operadoras de autogestão, seguradoras especializadas em saúde e medicinas de grupo.

O setor de serviços de medicina diagnóstica é altamente fragmentado e pode ser dividido em três grandes linhas de negócio: (1) atendimento ambulatorial - consiste no atendimento de clientes em Unidades de Atendimento não localizadas em hospitais ou consultórios médicos, onde são coletadas amostras de análises clínicas ou capturadas imagens; (2) atendimento hospitalar - as amostras ou imagens são coletadas ou capturadas dentro de hospitais; e (3) atendimento ou apoio a laboratórios - consiste na

prestação de serviços de processamento de amostras de análises clínicas ou realização de laudos de diagnóstico por imagem a outros laboratórios.

Dados da ANS (Agência Nacional de Saúde) mostram que o número de beneficiários de planos privados ficou em 47,3 milhões em set/18, praticamente estável em relação a set/17, mas abaixo dos anos anteriores, tendo como base os meses de setembro. Também por tipo de contratação (individual ou familiar ou coletivo empresarial) observa-se queda no número de beneficiários nos últimos anos. Este comportamento reflete os efeitos da crise econômica e a alta taxa de desemprego.

Diante da expectativa de retomada do crescimento da economia, acreditamos que o setor de saúde complementar, onde se situam as empresas de exames laboratoriais, deverá acompanhar esta tendência. O mercado privado de saúde do Brasil é o terceiro maior do mundo e caminha para uma taxa de crescimento equivalente a 2 vezes a expansão do PIB, principalmente pelos seguintes fatores: a) rápido envelhecimento populacional; b) aumento da penetração do seguro com aumento dos rendimentos e, c) cuidados de saúde pública abaixo do padrão.

Existe uma expectativa positiva também com a posse do governo Bolsonaro, que mesmo não tendo se pronunciado a respeito do setor, parece estar

empenhado em melhorar o sistema de saúde no Brasil, atualmente em situação calamitosa no setor público. O atendimento no sistema privado também sofre com os efeitos da crise prolongada, mas possui maior capacidade de se ajustar as condições de mercado.

O segmento de saúde está ganhando força, agora evoluindo para o ambulatório, sugerindo assim grandes mudanças no setor. A reorganização da assistência primária também deve mudar a demanda dos hospitais para clínicas, reduzindo ainda mais os custos gerais e abrindo oportunidades para novos negócios. Vemos essa transformação dinâmica dos custos como positiva para o setor.

As mudanças virão em cima da atenção primária ampla e de longo prazo. O modelo é muito diferente das policlínicas com alto volume de consultas médicas e exames. O problema das policlínicas é a recorrência do cliente e o alto custo. A gestão da saúde centrada em torno de um médico de família e ferramentas de inteligência para agregar dados e fornecer resultados clínicos mais eficientes, trará redução na taxa de perdas médicas e de custos totais.

Isso evita consultas desnecessárias, visitas a hospitais de emergência, exames por consulta, cirurgias e internações hospitalares. A qualidade do atendimento e a satisfação do cliente são cruciais para entregar os resultados esperados.

Neste contexto, vemos uma necessidade de adaptação por parte das empresas de laboratórios clínicos às mudanças do mercado. Além de uma competição mais acirrada por preços, com o lançamento de bandeiras mais baratas para um número de exames mais restrito, existe uma grande pulverização neste mercado com novos laboratórios sem marca conhecida, mas com alta qualidade de serviço. Estes novos entrantes vêm conseguindo fidelizar os clientes de cidades menores, se tornando uma concorrência natural para as grandes marcas.

**Fleury (FLRY3):** Apesar do ambiente desafiador a empresa está com iniciativas para melhorar a eficiência

da marca e melhorar o faturamento. Pretendendo expandir a oferta complementar de análises clínicas através da aquisição da Lafe no RJ e uma plataforma de cuidado integrado focando na experiência do cliente.

A empresa vem acelerando várias estratégias frente a inovação com plataforma digital para apoiar a experiência do cliente e a eficiência de custos, incluindo aplicativos e o check-in com QR Code.

Várias iniciativas em conjunto com *startups* deverão fomentar o objetivo de se tornar líder em tecnologia para desenvolver ideias disruptivas para o setor de saúde. A empresa está bastante otimista sobre o crescimento e perspectivas para essa linha de produtos nos próximos anos.

Os esforços também estão sendo feito para melhorar a marca premium, que passa por um ambiente desafiador, onde tanto empresas como pessoas físicas estão migrando para opções mais acessíveis devido o aumento dos planos de saúde. Iniciativas que incluem o lançamento do Projeto Lean em todas as unidades, melhoria no relacionamento com médicos, a expansão de serviços como o Fleury em Casa (que oferece exames domiciliares aos clientes) e recepção digital (podendo reduzir as despesas no futuro). Sobre a aquisição da LAfe, a empresa pretende acelerar sua expansão no Rio de Janeiro por meio de uma empresa 100% focada em exames de análises clínicas - perfil complementar aos negócios do Fleury na região, atualmente voltado para exames de imagem.

Os resultados apresentados nos 9M18 mostraram EBITDA e lucro líquido com crescimento de 11,9% e 6,8% respectivamente, em comparação com 9M17. O crescimento das marcas regionais, que contribuíram com 39% da receita bruta da companhia juntamente com ganhos de eficiência e alavancagem operacional, geraram melhora de margem EBITDA. As despesas financeiras cresceram 19,7% ao passo que as receitas financeiras aumentaram 37,6%. em 9M18, o resultado financeiro apresentou redução de 9,8%.

**Tabela 17 - Indicadores Financeiros – Saúde Complementar**

Empresa	Código	Preço Justo (R\$)	Preço Atual(*) (R\$)	Potencial (%)	P/L (x)	EV/EBITDA (x)	P/VP (x)	Dividend Yield (%)
					2019	2019	2019	2019
Fleury	FLRY3	26,00	19,78	31,4	16,4	9,55	3,6	4,9

(\*) Cotação de Fechamento: 28/12/2018

## Seguros e Previdência

O setor de Seguros e Previdência contempla quatro grandes segmentos, sendo eles Seguros Gerais, Pessoas (Vida e Previdência), Capitalização e Saúde, dispostos em ramos de atuação. Nas décadas de 80 e 90 o mercado brasileiro de seguros, previdência aberta e capitalização registrou modesto crescimento, reflexo da inflação elevada, baixa competição e reduzida penetração. A partir de 1990 as companhias tornaram-se mais atuantes, com maior liberdade de precificação o que possibilitou a chegada de diversas empresas internacionais, resultando na maior oferta de produtos e melhora na prestação dos serviços.

Nas últimas duas décadas, os principais indicadores do mercado segurador brasileiro evoluíram fortemente, tanto na receita com prêmios de seguros e contribuições aos planos de previdência, quanto no quociente dessa receita contra o PIB. Segundo a SUSEP, o crescimento médio anual (CAGR) dos últimos 10 anos do mercado de Seguros e Previdência foi de 13% ao ano.

O mercado de seguros no Brasil é concentrado em três sub-ramos: seguro saúde, seguros de pessoas (vida, acidentes e previdência) e automóveis. Juntos estes seguros representam 85% da receita. No entanto, o mercado tem crescido de forma significativa em ramos não tradicionais como patrimonial, transporte, riscos financeiros, habitacional, rural e outros. Em 2017, tomando por base a arrecadação, a relação do mercado segurador versus o PIB, era de 6,5% e deve finalizar 2018 em patamar próximo a esse.

Em linhas gerais, o cenário econômico proporcionou aumento do nível de atividade das empresas, e o incremento da demanda por produtos de seguros. Ao mesmo tempo, o aumento da competitividade e a diversificação de produtos e serviços impulsionaram os

resultados das seguradoras no país. Porém, o mercado apresenta reduzida taxa de penetração quando comparado a outros países.

A tendência é de crescimento, tendo como pano de fundo, a melhora dos indicadores macroeconômicos e fundamentalmente, o crescimento de renda. Somos a 8ª economia do mundo e a 12ª em Prêmios. Além disso, o mercado de seguros brasileiro possui uma baixa penetração nos principais segmentos, sendo de 10% na previdência complementar, 11% nos planos odontológicos, 14% nas residências seguradas, 19% do seguro de vida, 23% nos planos de saúde e 30% da frota de veículos.

Além destes segmentos, destacamos ainda o segmento de grandes riscos (patrimonial, responsabilidades, transporte e financeiro), que fazem parte do segmento de seguros gerais, e que podem surpreender positivamente, reflexo dos investimentos em infraestrutura e retomada do programa de concessões e privatizações.

Em 2018 o cenário mostrou-se igualmente desafiador, mesmo num ambiente de inflação controlada e de redução dos juros. O desemprego ainda elevado, aliado à gradual recomposição da renda das famílias, somado a uma menor remuneração da carteira de títulos das seguradoras, refletiu diretamente na formação do lucro das companhias. Nesse sentido, as empresas buscaram uma precificação mais racional de suas apólices, redirecionamento dos investimentos em tecnologia para mitigação dos riscos inerentes de cada segmento específico, com destaque para o segmento de automóveis, e o comportamento do câmbio, cuja alta do dólar impacta diretamente os custos hospitalares. Ressalte-se também a redução dos custos, bem como a

diversificação de portfólio de produtos, na busca de sinergias e ampliação do resultado operacional.

No geral, o setor de Previdência/Seguros e o ramo rural têm se mostrado consistentes, diante da desaceleração econômica, reflexo de uma reduzida taxa de penetração. O segmento de automóveis e de grandes riscos e habitacional estão registrando desempenhos crescentes.

Para 2019 atentar para a manutenção das taxas de juros, em patamar próximo do atual, em 6,50% e o consequente impacto sobre o resultado líquido de investimentos das companhias. O crédito deve experimentar uma retomada lenta, mas melhor que o ano anterior. A alternativa para manutenção de rentabilidade e/ou incremento passa por crescimento de vendas/arrecadação, aumento de penetração, redução de custos/sinistralidade, aumento de produtividade e de recuperação do retorno (ROE).

De acordo com dados disponibilizados pela CNSeg, as projeções de Arrecadação do Mercado Segurador brasileiro apontam para um crescimento entre 6,3% e 8,4% e se compara à expectativa de fechamento do ano de 2018 (entre 2,8% a 4,0%). Destaque para o incremento no segmento de ramos elementares (entre 6,6% e 8,1%) e o segmento de Saúde com expectativa entre 8,6% e 10,6%.

Nesse contexto, destaque para a ampliação do contato com os clientes através da internet e da mobilidade, tendo como pano de fundo a transformação digital e seus inúmeros benefícios, conveniência, melhora de atendimento ao cliente e maior eficiência do setor. As sinalizações dadas pela equipe de transição do novo governo são positivas. O segmento de resseguros, por exemplo, deve ser beneficiado com a retomada das privatizações, das obras de infraestrutura, exploração do pré-sal e hidrelétricas.

Olhando as companhias atuantes no segmento, temos visão positiva para a BB Seguridade (BBSE3) e para o IRB Brasil Re (IRBR3) num cenário de crescimento do mercado de um dígito alto em 2019.

**BB Seguridade (BBSE3):** A companhia registrou no 9M18 um lucro líquido ajustado de R\$ 2,7 bilhões, com

queda de 9% em relação ao 9M17, em percentual acima do *guidance* (-6,0% a -4,0%), explicado principalmente por redução de 39% do resultado financeiro consolidado, impactado pela redução da taxa Selic, pela abertura na curva de juros futuros e forte elevação do IGP-M.

O resultado operacional não decorrente de juros evoluiu 2,4% no 9M18, em função (i) do incremento nas receitas com taxa de gestão e da melhora no índice de eficiência da Brasilprev; (ii) da melhora na sinistralidade e no índice de despesas gerais e administrativas da MAPFRE BB SH2; e (iii) da queda na sinistralidade do IRB.

No 9M18, o retorno anualizado sobre o patrimônio líquido médio atingiu 39,4%, com queda de 6,6 p.p em relação ao mesmo período de 2017. A companhia esperava uma melhor dinâmica para o 4T18, mas a conjuntura mudou. A retomada da atividade econômica está mais lenta do que anteriormente prevista e a taxa média de juros, menor, quando comparada as premissas iniciais da companhia. Some-se a isso o resultado abaixo do esperado no segmento de seguros de Patrimônio e Automóvel, afetado por maior sinistralidade, e o desempenho comercial abaixo do estimado para o primeiro semestre do ano no segmento de Previdência, afetado principalmente pela piora do ambiente de negócios, com impacto imediato no resultado da BB Corretora. Para 2019 esperamos um crescimento de lucro líquido de 10% totalizando R\$ 4,1 bilhões.

**IRB Brasil Re (IRBR3):** Olhando os resultados, destaque para o lucro de R\$ 846 milhões no 9M18 (ROE de 31%), com alta de 25% ante os 9M17 (ROAE de 26%). O volume de Prêmio emitido atingiu R\$ 5,3 bilhões no acumulado de nove meses de 2018, um crescimento de 17% em relação aos nove meses de 2017. O resultado de *underwriting* avançou 46% totalizando R\$ 812 milhões. O índice de despesa administrativa terminou o 9M18 em 5,0%, uma redução de 1,0pp comparativamente ao acumulado de 2017. A rentabilidade da carteira global de ativos passou de 134% do CDI no 9M17 para 143% do CDI no 9M18.

Em reunião recente a companhia destacou melhores perspectivas para o cenário macroeconômico e o setor

de resseguros no Brasil nos próximos 4 anos. Nesse contexto a elasticidade histórica de 2,1x o PIB pode ser superada. Dentre alguns aspectos principais que norteiam essa crença: (i) a retomada dos projetos de infraestrutura; (ii) os leilões dos excedentes da cessão onerosa no pré-sal; (iii) a retomada do programa de privatizações; (iv) o incremento do seguro de vida para alta renda; aliado ao (v) seguro e resseguro do Pró-Agro.

Como diferenciais competitivos do IRB no segmento Property no Brasil: (i) a acessibilidade à companhia e seus executivos; (ii) a robustez financeira da

companhia, que lhe dá a capacidade de aceitar maior volume de prêmio; aliado (iii) a sua capacidade técnica de avaliar corretamente os riscos. Ressalte-se que o IRB possui o maior banco de dados do mercado brasileiro.

O segmento Vida, até alguns anos, representava menos de 3% dos prêmios da companhia e hoje, já correspondem a 16%. O Foco é no cliente através da criação de novos produtos e ferramentas mais alinhados às necessidades deste público-alvo. Destaque para o uso do conhecimento do mercado como um diferencial competitivo; e a expansão internacional com foco na América Latina.

**Tabela 18 - Indicadores Financeiros – Seguros e Previdência**

Empresa	Código	Preço Justo (R\$)	Preço Atual(*) (R\$)	Potencial (%)	P/L (x)		Dividend Yield (%)
					2019	2019	2019
BB Seguridade	BBSE3	37,00	27,59	34,1	13,0	5,4	6,4
IRB Brasil	IRBR3	95,00	83,46	13,8	18,1	6,9	1,4

(\*) Cotação de Fechamento: 28/12/2018

## Shopping Centers

O setor de shopping centers possui um perfil diferenciado quando comparado a outros segmentos. Embora suas atividades sejam voltadas para o consumo e varejo, portanto dependentes do comportamento de indicadores macroeconômicos, capacidade de consumo, etc, algumas de suas características tornam o setor menos expostos a estes riscos. A grande diversificação de produtos e serviços num só local, favorece a acessibilidade do consumidor permitindo o crescimento de um setor bastante sólido no Brasil.

Mesmo com boas taxas de crescimento no Brasil, o setor ainda tem grande espaço de crescimento quando comparado aos indicadores internacionais. Nos últimos dez anos foram inaugurados em média 20 shopping centers no Brasil, (dados: Abrasce), e o faturamento bruto do setor cresceu em média R\$ 10,7 bilhões ao ano. Olhando os indicadores do setor sejam operacionais ou técnicos (eficiência, produtividade, etc), é possível observar que as companhias de shopping centers listadas em bolsa, com *disclosure* de

números, mostram boa eficiência e capacidade de expansão ao longo dos anos.

O censo do setor realizado em 2017 pela Abrasce mostra as vendas realizadas por região. Do total de R\$ 167,7 bilhões - crescimento de 6,2% com relação a 2017 - os shoppings no Sudeste contribuem com o maior faturamento do setor: R\$ 97 bilhões. O segundo melhor desempenho foi o da região Nordeste, com R\$ 28,6 bilhões, seguida pelo Sul (R\$ 20,7 bilhões), Centro-Oeste (R\$ 13,8 bilhões) e Norte (R\$ 7,1 bilhões).

Outro dado importante mostrado na pesquisa é que existe uma consolidação do interior dos estados como ponto de atração para novos shoppings. Segundo o levantamento, 75% das inaugurações de 2017 ocorreram fora das capitais. O Censo Abrasce 2017-2018 mostra que, no fim de 2017, 46% dos shopping centers estavam localizados em capitais brasileiras e 54% em outras cidades. Observa-se uma descentralização dos centros comerciais.



Outro destaque fica por conta dos formatos dos empreendimentos, acompanhando a tendência de transformar os centros comerciais em núcleos de convivência. Segundo o Censo 2017-2018, 32% dos shoppings fazem parte de um complexo multiuso. Muitos deles incluem condomínio empresarial (63%), hotel (31%), torre com centro médico e/ou laboratórios (28%), condomínio residencial (17%), faculdades/universidades (22%), entre outros. Cada vez mais comuns, os complexos multiuso otimizam a exploração dos espaços e oferecem maior comodidade e conveniência aos frequentadores. O número de frequentadores também saltou para 463 milhões de visitas por mês, alta de 5,6% com relação ao ano anterior.

#### Perspectivas para 2019

As expectativas para o setor seguem positivas considerando que as projeções macroeconômicas indicam crescimento no PIB brasileiro e a estabilidade da inflação e dos juros. Além disso, ainda que de forma lenta, o desemprego deverá continuar reduzindo neste ano. Estas premissas são relevantes para indicar um crescimento mais ou menos expressivo para as empresas de shopping centers.

**Multiplan (MULT3):** A Multiplan é uma das maiores empresas de shopping centers do Brasil. Fundada como uma empresa *full service*, responsável pelo planejamento, desenvolvimento, propriedade e administração de um dos maiores e melhores portfólios de shopping centers do Brasil., a Companhia também participa estrategicamente do setor de desenvolvimento de imóveis comerciais e residenciais, gerando sinergias para operações relacionadas a shopping centers ao criar projetos multiuso em áreas adjacentes.

A companhia mantém um histórico de bons resultados com receita líquida acumulada de R\$ 902,6 milhões nos 9M18, evolução de 5,8% sobre o mesmo período de 2017. As principais fontes de receita mostraram evolução consistente no período e os indicadores de eficiência seguem também em crescimento. O EBITDA cresceu 23,5% nos 9M18, somando R\$ 717,1 milhões

no período e o lucro líquido atingiu R\$ 360,3 milhões, crescimento de 53,7% no ano.

A taxa de ocupação em seus 19 shopping centers chegou a 97,7% no final de setembro/18, com a empresa registrando crescimento nas vendas mesma área, vendas mesmas lojas, etc. A ação MULT3 encerrou o ano cotada a R\$ 24,31 acumulando valorização de apenas 4,6% no ano.

**Iguatemi (IGTA3):** Mesmo com o cenário macroeconômico ainda incerto, o setor de varejo mostrou recuperação após a greve de caminhoneiros, evento que abalou a confiança do consumidor no 2T18. Assim, o resultado da Iguatemi para o terceiro trimestre se mostrou acima das expectativas, com destaque para o segmento de vestuário que se beneficiou do clima mais frio nos meses de agosto e setembro.

A Iguatemi encerrou set/18 com um portfólio de 15 shopping centers e 2 *fashion outlets* com ABL total de 223,7 mil m<sup>2</sup>. A companhia segue confiante na sua estratégia de ter os melhores ativos nas melhores localizações, focando suas operações nas regiões Sul, Sudeste e Brasília. Estas áreas concentram um público de maior poder aquisitivo e potencial de consumo per capita do país (classes A e B), público menos suscetível às crises e mais exigentes em termos de qualidade dos produtos e serviços oferecidos.

Nos 9M18, a receita líquida somou R\$ 521,0 milhões, crescimento de 2,9% sobre o mesmo período anterior. O EBITDA somou R\$ 399,5 milhões. Evolução de 2,4% sobre o mesmo período anterior e o lucro líquido aumentou de 19,1% em 9 meses, somando R\$ 184,2 milhões em 2018, reflexo de menores custos de operações e redução na despesa financeira líquida.

A posição de caixa da companhia ficou superior ao mesmo período do ano anterior, consequência de uma emissão de CRI realizada no 2T18, até meio de setembro. A dívida líquida subiu 1,1% em comparação ao 2T18 para R\$ 1,56 bilhão, levando a um múltiplo Dívida Líquida/EBITDA de 2,84x para o final do 3T18, estável versus o 2T18.

Tabela 18 – Indicadores Financeiros – Shopping Centers

Empresa	Código	Preço Justo (R\$)	Preço Atual(*) (R\$)	Potencial (%)	P/L (x)	EV/EBITDA (x)	P/VP (x)	Dividend Yield (%)
					2019	2019	2019	2019
Iguatemi	IGTA3	45,00	41,50	8,4	25,2	12,6	2,4	1,0
Multiplan	MULT3	25,00	24,31	2,8	28,4	14,2	2,5	0,9

(\*) Cotação de Fechamento: 28/12/2018

## Siderurgia

O ano de 2018 foi positivo para a siderurgia. A produção cresceu forte, acima do esperado, tanto na China quanto no restante do mundo. Os preços tiveram um desempenho irregular, com altas nos Estados Unidos e Europa, mas baixa no mercado chinês. E por fim, a demanda continua saudável, acompanhando o crescimento mundial. Em outubro, a World Steel Association (WSA) estimou que o demanda mundial de aço em 2018 crescerá 3,9%.

Até outubro, a produção mundial cresceu 4,7%, com destaque para a evolução do volume produzido no Oriente Médio (+13,0%) e na África (8,5%). Na China, apesar de todas as restrições quanto à poluição e a guerra comercial com os Estados Unidos, os volumes foram recordes. A produção chinesa acumulada até outubro aumentou 6,4%, acima de todas as previsões.

Os preços do aço no ano não tiveram um movimento uniforme em todo o mundo. Nos Estados Unidos, com as restrições às importações, as cotações do aço subiram forte, acima dos 20% nos produtos planos. Na Europa, o crescimento economia no continente e uma demanda positiva permitiram altas moderadas, em torno de 5%.

No Brasil, a siderurgia teve um bom ano, com forte crescimento da produção e vendas no mercado interno, principalmente com a retomada da produção de veículos. Nos primeiros dez meses do ano, o volume de aço bruto produzido aumentou 2,6%, com um salto de 9,5% nas vendas para no país, principalmente de aços planos (+12,5%).

### Perspectivas para 2019

Apesar da expectativa de desaceleração da economia mundial, ainda se espera uma demanda forte na

siderurgia. A WSA estima um crescimento de 1,4% na demanda mundial por aço em 2019;

No Brasil, a expectativa para a siderurgia é positiva, considerando-se que as projeções de crescimento do PIB estão em 2,5% e que a demanda por aço cresce mais que duas vezes o ritmo da economia;

Os preços mundiais não estão sofrendo nenhuma pressão aparente, podendo se esperar uma estabilidade nos atuais patamares, que são remuneradores para a indústria;

Os maiores desafios do setor estão no protecionismo e na guerra comercial dos EUA *versus* China;

O protecionismo pode inibir as exportações brasileiras, que desempenham papel relevante para as siderúrgicas nacionais manterem seus fornos produzindo a toda capacidade;

Uma inibição do crescimento chinês elevaria as exportações de aço daquele país, o que poderia levar a uma baixa generalizada dos preços;

A imprensa especulou que o novo governo brasileiro poderia reduzir as tarifas de importação dos produtos siderúrgicos. As tarifas cairiam da faixa de 12%-14% para 5% em quatro anos. Não acreditamos que isso irá ocorrer, porque teria efeitos muito negativos na indústria nacional, considerando o excesso de aço disponível no mundo.

**Gerdau (GGBR4):** A empresa conseguiu uma boa recuperação nos resultados em 2018, depois de três anos seguidos de prejuízos, devido a quedas nas vendas e nos preços. A Gerdau encerrou em 2018 seu processo de desinvestimentos, tendo negociado mais de R\$ 7 bilhões em ativos desde 2014. Estas vendas

auxiliaram na redução do endividamento e permitiram um aumento na rentabilidade média, por terem sido negociadas unidades que tinham menores retornos. No acumulado de nove meses em 2018, a Gerdau mostrou crescimento no volume de vendas (2,1%), na As perspectivas para as unidades da América do Sul continuam positivas, destacando-se o forte crescimento esperado para o mercado peruano.

**Nossas expectativas para a Gerdau em 2019 são as seguintes:**

- No Brasil, a recuperação da economia continuará a impulsionar a demanda de aços longos e planos, mas também devem ser observados impactos nos custos das matérias-primas;
- A Gerdau está operando suas unidades com 70% de utilização e tem plantas paradas, que podem voltar à operação com investimentos mínimos;
- Na América do Norte, a economia deve continuar com um bom desempenho, elevado o uso da capacidade instalada e com preços altos;
- Para o segmento de aços especiais, as expectativas são muito positivas para a produção de veículos no Brasil e Estados Unidos, indústria esta que mais demanda este tipo de produto;
- As perspectivas para as unidades da América do Sul continuam positivas, destacando-se o forte crescimento esperado para o mercado peruano.

Nossa recomendação para GGBR4 é COMPRA com Preço Justo de R\$ 21,00 por ação.

**Usiminas (USIM5):** O ano de 2018 foi de consolidação da recuperação operacional e financeira da empresa, apresentando aumento das vendas no mercado

receita (30,1%), EBITDA (67,3%) e no lucro líquido (85,5%). O resultado foi beneficiado por melhores preços no Brasil e na América do Norte, além da desvalorização do real.

interno, preços melhores, margens crescentes e bons lucros. Nos nove primeiros meses do ano, as vendas de aço cresceram 8,1% e as de minério deram um salto de 127,9%. Com maiores volumes e preços, a receita líquida aumentou 34,6%. No entanto, a elevação dos custos limitou o incremento da rentabilidade, fazendo com que o EBITDA ajustado tivesse alta de 7,4% e o lucro líquido de 18,6%. Outra notícia positiva no ano foi a redução de 10,8% na dívida líquida, mesmo com a forte desvalorização do real no período.

Nossas expectativas para a Usiminas em 2019 são as seguintes:

- A demanda da indústria automobilística deve continuar forte, sendo que a Anfavea espera um crescimento de dois dígitos na produção de veículos em 2019;
- Os preços no mercado interno devem ficar estáveis, após os expressivos aumentos em 2018;
- Os preços para a indústria automobilística, que tem correção anual, possuem espaço para subir acima de 20% no início do ano;
- A empresa deve anunciar uma expansão de sua produção de aço galvanizado;
- A Mineração Usiminas poderá ser vendida em 2019, com entrada de caixa próxima de R\$ 1 bilhão;
- Os principais riscos para a Usiminas são quanto o ritmo da demanda no mercado interno e alguma queda abrupta dos preços no exterior.

Nossa recomendação para USIM5 é de COMPRA com Preço Justo de R\$ 13,90 por ação.

Tabela 19 - Indicadores Financeiros – Siderurgia

Empresa	Código	Preço Justo	Preço Atual(*)	Potencial	P/L (x)		EV/EBITDA (x)		P/VPA (x)		Dividend Yield (%)	
		(R\$)	(R\$)		2019	2019	2019	2019	2019	2019		
Gerdau	GGBR4	21,00	14,82	41,7	10,5	5,7	0,9	3,3				
Ferbasa	FESA4	27,00	20,45	32,0	5,5	3,4	0,9	6,4				
Usiminas	USIM5	13,90	9,22	50,8	13,2	6,0	0,8	1,9				

(\*) Cotação de Fechamento: 28/12/2018

## Telecomunicações

Nos últimos anos, o setor de telecomunicações passou por uma forte transformação tecnológica, chegando a um estágio de maturação das redes, com o Brasil figurando entre os países com maior densidade de aparelhos móveis no mundo. O país aparece na quinta posição no mercado de celulares no mundo, atrás da China, Índia, Estados Unidos e Indonésia, nesta ordem. No final de 2017, o número de assinantes de celulares atingiu 236,5 milhões no Brasil, para uma população de 207,7 milhões de habitantes. A densidade (celulares/100 habitantes) ficou em 113,52.

Em outubro18, os dados divulgados pela Agência Nacional de Telecomunicações (Anatel) informaram que o Brasil possuía 233,35 milhões de linhas móveis em operação. Nos últimos 12 meses, as grandes operadoras, que são aquelas que possuem individualmente ao menos 5% do mercado, perderam 8,57 milhões de linhas enquanto as prestadoras de pequeno porte ganharam de 1,06 milhão.

Assim, os números referentes a outubro de 2018 também registam que o país perdeu 7,50 milhões de linhas (-3,12%) nos últimos 12 meses. Entre as grandes, a Vivo totalizou 74,00 milhões de linhas (31,71% do mercado), seguida da Claro, com 58,92 milhões (25,25%), da TIM, com 56,40 milhões (24,17%), e da Oi, com 38,17 milhões (16,36%).

Em outubro/18, as linhas móveis pós-pagas em operação somaram 97,02 milhões de unidades (41,58% do mercado) aumento de quase cinco pontos percentuais em 12 meses. Os terminais pré-pagos registraram 136,33 milhões de linhas (58,42% do total). Na comparação com setembro deste ano, as linhas pós-pagas cresceram 1,15 milhão de unidades (+1,20%).

Os únicos estados que apresentaram crescimento no número de linhas móveis nos últimos 12 meses foram Roraima, mais 37 mil linhas em operação (+7,82%), Amapá, mais 31 mil (+4,45%), Amazonas, mais 140 mil (+4,06%), e Espírito Santo com mais 37 mil (+0,98%). As maiores participações de mercado no Brasil ocorrem no estado São Paulo, com 62,81 milhões de linhas móveis em operação (26,94% do mercado), em Minas Gerais, com 22,09 milhões (9,47%), e no Rio de Janeiro, com 19,99 milhões (8,57%).

Telefonia fixa apresenta queda de 4,98% em 12 meses – A telefonia fixa por sua vez vem numa curva declinante nos últimos anos encerrando 2017 com 40,8 milhões de conexões. O número de usuários mostra crescimento médio de 8,1% no período de (2014 a 2017 atingindo 120,7 milhões. Enquanto o segmento de banda larga mostra crescimento, o número de assinantes de Tv por assinatura vem decrescendo, neste caso, deve-se considerar os efeitos do período recessivo e do desemprego.

Os dados mais recentes (out/18) mostram que o Brasil apresentou 38.888.026 de linhas fixas em serviço no mês. Em comparação ao mês anterior, outubro registrou queda de 229.501 de linhas (-0,60%) e em relação ao mesmo mês de 2017, a redução foi de 1.983.850 de linhas (-4,98%). No mesmo período, as concessionárias de telefonia fixa registraram 21.238.777 de linhas e autorizadas registraram 16.649.249 ao final de 2017.

Em comparação a set/18, as concessionárias apresentaram uma redução de 163.800 de linhas fixas (-0,77%) enquanto as autorizadas apresentaram diminuição de 65.701 linhas (-0,39%). Em 12 meses, as

concessionárias registraram redução de 1.689.592 de linhas fixas (-7,37%) e as autorizadas perderam 294.258 de linhas (-1,74%).

Entre as autorizadas, no mês de outubro, o estado de São Paulo apresentou a maior quantidade de linhas fixas com 5.592.876 de linhas fixas (33,59%), seguido pelo Rio de Janeiro, 1.991.770 (11,96%), e Paraná, com 1.560.305 (9,37%). Entre as concessionárias, São Paulo registrou 8.690.975 de linhas fixas (40,92%), seguido pelo Rio de Janeiro 2.414.532 de linhas (11,37%), e Minas Gerais, 2.259.679 de linhas (10,64%).

Banda larga fixa registra aumento de 2,3 milhões de contratos em 12 meses - O serviço de banda larga fixa totalizou 30.811.007 de contratos ativos em outubro deste ano no Brasil, segundo dados da Agência Nacional de Telecomunicações (Anatel). Em 12 meses, houve aumento de 2.346.172 de contratos de banda larga fixa (+8,24%). Na comparação com o mês anterior

**Telefônica Brasil (VIVT4):** No final de setembro o total de acesso da Telefônica Brasil atingiu 74.432 mil, redução de 0,2% frente ao 3T17. No segmento de pós-pago a empresa alcançou 39.415 mil acessos, crescimento de 10,5% sobre o mesmo período de 2017, representando 53,0% da base de acessos móveis, um incremento de 5,1 p.p. no comparativo anual. A companhia encerrou setembro com participação de 31,8% no mercado total. No pós-pago, a Telefônica Brasil liderou com *market share* de 41,1% em set/18. A Companhia continua sendo líder em terminais com tecnologia 4G, com *market share* de 32,0% em set/18.

Os resultados registrados nos 9M18 mostram que a companhia conseguiu redução expressiva nos custos operacionais, compensando o pequeno aumento da receita líquida de 0,6% nos 9M18, somando R\$ 32,4 bilhões. O EBITDA cresceu 29,5% em 12 meses. O lucro líquido e acumulado nos 9M18 somou R\$ 7,44 bilhões.

A companhia tem um histórico de resultados consistentes e uma política de dividendos com retorno elevado para seus acionistas.

**Tim Participações (TIMP3):** A TIM encerrou set/18 com redução de 5,3% na base de clientes, passando de 59,4

(setembro) houve aumento de 12.998 contratos (+0,04%).

TV por assinatura perde 418 mil contratos em 12 meses - O Brasil registrou 17.701.082 contratos ativos do serviço de TV por Assinatura no mês de outubro de 2018, redução de 418.241 assinaturas (-2,31%) nos últimos 12 meses. Em relação ao mês anterior, a diminuição foi de 102.999 assinaturas (-0,58%).

#### Perspectivas para o setor:

A expectativa para o setor de telecomunicações no Brasil nos próximos anos é de uma maior concentração de investimentos em tecnologias avançadas como já vem acontecendo nos últimos anos. As redes em termos de acessos ficarão cada vez mais restritas, ao passo que o Brasil já atingiu elevado nível de penetração e de densidade. Tecnologias mais avançadas e novos serviços ditarão a competitividade das empresas de telefonia nos próximos anos.

milhões em set/17 para 56,2 milhões de assinantes em set/18. O segmento de pré-pago caiu 14,1% no período comparativo somando 36,6 milhões em set/18 e no pós-pago houve crescimento de 17,1% na base, atingindo 16,8 milhões de assinantes. Os números da companhia mostram uma transformação na estrutura do setor e a concentração de investimentos em tecnologia 4G e 5G e outros avanços na expansão das redes de fibra ótica, uma exigência do mercado e consumidores. Novos serviços e tecnologia avançada serão os drivers do setor nos próximos anos.

Nos 9M18, a receita líquida atingiu R\$ 12,6 bilhões, crescimento de 5,0% A/A suportada pela receita líquida de serviços, que avançou 5,1% A/A. Na mesma base comparativa a receita líquida de produtos cresceu 2,2%.

O EBITDA reportado atingiu R\$ 4,69 bilhões, aumento de 123% sobre os 9M17 e o lucro líquido bateu R\$ 1,92 bilhão aumento de 205,1% sobre o mesmo período de 2017. Neste caso o resultado maior veio da reversão do saldo de imposto de renda e contribuição social.

**Tabela 20 - Indicadores Financeiros – Telecomunicações**

Empresa	Código	Preço Justo (R\$)	Preço Atual(*) (R\$)	Potencial (%)	P/L (x)	EV/EBITDA (x)	P/VPA (x)	Dividend Yield (%)
					2019	2019	2019	2019
Telefonica Brasil	VIVT4	55,00	46,23	19,0	13,0	4,82	1,02	5,4
Tim Participações	TIMP3	13,00	11,85	9,7	11,5	4,16	1,37	2,2

(\*) Cotação de Fechamento: 28/12/2018

## Carteiras Recomendadas para 2019

Tabela 21 - Carteira Planner Recomendada para 2019

Empresa	Código	Cot. De Fechto. (Dez/18)	Peso
AES Tietê	TIET11	10,02	10%
Arezzo	ARZZ3	55,06	10%
Banco ABC Brasil	ABCB4	16,88	10%
Braskem	BRKM5	47,38	10%
Fleury	FLRY3	19,78	10%
Itau Unibanco	ITUB4	35,50	10%
Petrobras	PETR4	22,68	10%
Suzano	SUZB3	38,08	10%
Taesa	TAEE11	23,60	10%
Ultrapar	UGPA3	53,20	10%

Fonte: Planner Corretora

Tabela 22 - Carteira Planner de Dividendos 2019

Empresa	Código	Cot. De Fechto. (Dez/18)	Peso
AES Tiete	TIET11	10,02	20%
Grendene	GRND3	8,20	20%
Itau Unibanco	ITUB4	35,50	20%
Taesa	TAEE11	23,80	20%
Tupy	TUPY3	20,15	20%

Fonte: Planner Corretora

### Parâmetros do Rating da Ação

Nossos parâmetros de rating levam em consideração o potencial de valorização da ação, do mercado, aqui refletido pelo Índice Bovespa, e um prêmio, adotado neste caso como a taxa de juro real no Brasil, e se necessário ponderação do analista. Dessa forma teremos:

**Compra:** Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for superior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

**Neutro:** Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for em linha com o potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

**Venda:** Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for inferior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

### Equipe de Análise

Mario Roberto Mariante, CNPI\*  
 mmariante@plannercorretora.com.br

Cristiano de Barros Caris  
 ccaris@plannercorretora.com.br

Luiz Francisco Caetano, CNPI  
 lcaetano@plannercorretora.com.br

Karoline Sartin Borges  
 kborges@plannercorretora.com.br

Victor Luiz de Figueiredo Martins  
 vmartins@plannercorretora.com.br

Ricardo Tadeu Martins, CNPI  
 rmartins@plannercorretora.com.br

### DISCLAIMER

Este relatório foi preparado pela Planner Corretora e está sendo fornecido exclusivamente com o objetivo de informar. As informações, opiniões, estimativas e projeções referem-se à data presente e estão sujeitas à mudanças como resultado de alterações nas condições de mercado, sem aviso prévio. As informações utilizadas neste relatório foram obtidas das companhias analisadas e de fontes públicas, que acreditamos confiáveis e de boa fé. Contudo, não foram independentemente conferidas e nenhuma garantia, expressa ou implícita, é dada sobre sua exatidão. Nenhuma parte deste relatório pode ser copiada ou redistribuída sem prévio consentimento da Planner Corretora de Valores.

(\*) Conforme o artigo 16, parágrafo único, da ICVM 483, declaro ser inteiramente responsável pelas informações e afirmações contidas neste relatório de análise.

#### **Declaração do(s) analista(s) de valores mobiliários (de investimento), nos termos do art. 17 da ICVM 483**

O(s) analista(s) de valores mobiliários (de investimento) envolvido(s) na elaboração deste relatório declara(m) que as recomendações contidas neste refletem exclusivamente sua(s) opinião(ões) pessoal(is) sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Planner Corretora e demais empresas do Grupo.

#### **Declaração do empregador do analista, nos termos do art. 18 da ICVM 483**

A Planner Corretora e demais empresas do Grupo declaram que podem ser remuneradas por serviços prestados à(s) companhia(s) analisada(s) neste relatório.