



Relatório Especial

Oportunidades para a retomada da economia

Adeodato Netto
Estrategista-Chefe

Carlos Daltozo
Head de Renda Variável

Raphael Figueredo
Head de Análise Técnica

A Retomada

Relatório Especial

Passado mais de um ano do início da pandemia no Brasil, estamos vivendo o pior momento da crise, com o sistema de saúde à beira do colapso e observando o aumento diário do número de mortes.

Pode parecer um contrassenso falar de retomada **nesse momento**, mas é nosso dever de ofício olhar para frente e traçar cenários possíveis em nosso exercício de modelagem. E justamente em um destes exercícios, lançamos para o time de analistas o desafio de selecionar os setores e empresas que deverão se beneficiar da retomada da economia.

Se esta retomada levará três meses (pouco provável), seis, doze ou dezoito, ainda não sabemos, mas como o mercado financeiro sempre se antecipa a estes movimentos, buscamos aqui registrar as opiniões do nosso time de analistas.

A intenção aqui não é montar uma carteira de investimentos, mas sim destacar setores e empresas que tendem a se beneficiar no cenário de retomada da economia. Agora, mais do que nunca, equilíbrio nos portfólios e retornos esperados ajustados ao risco, além de *stock picking*, são fundamentais. Algumas das ações destacadas aqui estão em nossas carteiras recomendadas e veremos outros nomes no futuro.

Carta do Estrategista

Normalização (?) alucinante!

“We have a habit of distorting the facts until they become bearable for our own views” – Charlie Munger

Durante os meses que passaram, o mercado brasileiro e a sociedade como um todo viveram em um flerte constante com aquilo que conhecemos como confirmation bias. Cada um decretou o pleno direito de criar realidades alternativas (expressão muito discutida recentemente nos EUA) e avaliar cada dado de acordo com as próprias convicções.

Cada um dos líderes de Estado, chefes de governo ou policy makers escolheu seu pacote de dados e suas derivadas. Cada pedaço de informação selecionado era engenhosamente colocado dentro de um quebra-cabeças cuja resultante por tantas vezes era uma distorção direta da realidade. A coleta seletiva de evidências é uma marca um tanto característica de processos de autoengano ou um forte catalizador de momentos de alucinação coletiva.

Uma parte muito curiosa daquilo que vivemos em relação aos efeitos desse fenômeno pôde ser vista no nosso mercado de juros. Enquanto o exército de alocadores literalmente comprou a tese da Escandinávia brasileira, ajustou sucessivamente suas estimativas, dados e certezas a uma combinação sem fim de interpretações que já abordei incessantemente nas cartas mensais e sobre as quais não pretendo discorrer mais uma vez. Acontece que, na prática, tudo aquilo foi mantido por tempo suficiente para que as posições fossem desmontadas; desalavancagens, executadas e o direcional fosse ajustado. No exato momento em que o nível de segurança foi alcançado, lá veio a nova verdade.

O dragão da inflação voltou a pairar pelo Focus, mas deve ser de uma nova espécie. Algum tipo de mutação genética desenvolvida no Focus Lab, que só vive por 12 meses. Já a partir de janeiro de 2022, o dragão viverá entorpecido no subsolo de alguma das sedes do Banco Central.

“With enough mental gymnastics, just about any fact can become misshapen in favor to one’s confirmation bias” – Criss Jami

Não há um processo de normalização em curso, mas um processo aparente de reconstrução de outro ciclo de alucinação coletiva transitória. Nele a falta de vacinas, os choques de oferta e demanda, a fragilidade do câmbio, o negligenciamento orçamentário e a instabilidade das relações institucionais são meros elementos de fundo de tela, em tempos de comunicação remota e artificialmente colorida.

Neste começo de abril, o Tesouro ampliou a colocação para 2,75 mi de NTN-B em leilão, após os vencimentos da virada do trimestre, que levaram o BC a retirar mais de R\$ 1 trilhão via compromissada overnight. Lá está o apetite para financiar o Grande Irmão, com prêmios ajustados (ao menos parcialmente) de forma conveniente à janela e sem visibilidade efetiva dos reais níveis justos de precificação de risco.

Enquanto o jogo de comadre segue entre boa parte do capital e o establishment de policy makers, seguimos na luta da vida real, aquela em que não conseguimos selecionar dados, ajustar retóricas ou concluir o que melhor nos convier. Ultrapassamos a marca dos 4.000 mortos em um único dia e negamo-nos a reconhecer que perdemos a mão.

“When people receive new information, their existing beliefs and feelings may have more influence over whether they believe or reject this information than rational reasoning” – Rachel H. Brown

Pesquisas começam a pipocar no Big Brother Brasil do Planalto. A esta altura, o reality show da vida brasileira parece estar formando um paredão em que (mais uma vez) a votação é para eliminar um candidato em vez da escolha de um projeto, qualquer que seja. Ainda que estejamos, na contagem pandêmica “brazuca” de tempo, a aproximadamente dois anos-luz das eleições presidenciais, aparentemente a polarização, que vive ironicamente no extremo oposto da racionalidade, será marca registrada.

Poucas vezes vi tamanha oportunidade para sermos seletivos em todas as principais áreas da nossa vida. Aprendemos o conceito de escassez a partir da restrição da liberdade, da limitação do alcance e da eliminação do óbvio. Vale para o uso de máscaras, para o isolamento social e para a composição de um portfólio eficiente.

Depois de um longo ciclo de obviedades e facilidades parece que chegou o momento das escolhas. Para as nossas vidas, o componente da incerteza e o verdadeiro prêmio de risco nos foram apresentados de maneira impositiva, inflexível e a convivência com as consequências é inexorável.

Do lado da alocação de recursos, a atratividade dos reais fundamentos é assimetricamente evidente. O custo do carregamento do capital inerte ou mal alocado é muito grande e o apetite por bons ativos e escolhas consistentes tendem a ser as grandes marcas de 2021. Enquanto de um lado é emblemática a sucessão de movimentos de abertura e fechamento de curvas, os alocadores são forçados a avaliar a destinação de seus recursos, usando mais uma das ferramentas da economia comportamental.

“WYSIATI – what you see is all that is” – Daniel Kahneman

Muito mais do que em tempos de calmaria, **o mercado tende a comprar o relativo em detrimento do absoluto**. Exercícios inócuos de futurologia travestidos de certezas de “longo prazo” são colocados em xeque enquanto o capital flui cada vez mais em silêncio, naquela quietude típica da eficiência low profile na direção da convicção do horizonte que, como muito bem disse Kahneman, conseguimos enxergar.

Na Era da informação, dos dados e da capacidade gigantesca de processar tudo isso, a nova disrupção pode vir dos fatos. Simples assim! A sua capacidade de seguir em segurança e performar com consistência pode vir simplesmente da sua condição de avaliar os fatos.

“I think it's outrageous if a historian has a 'leading thought' because it means they will select their material according to their thesis” – Antony Beevor

Reconhecer as limitações e as externalidades tornar-se-á um grande diferencial. Respeitar aquilo que não conhecemos, mas reconhecer cada oportunidade pragmaticamente em um horizonte temporal ajustado que combine a eficiência da performance com a mitigação do risco sistêmico guarda parte do segredo da eficiência cíclica à frente. Atenha-se aos fatos, mantenha os pés no chão e separe ruídos de sinais. O viés da confirmação não é um atalho para o empoderamento, mas um caminho sem volta para a inconsequência alucinógena.

A retórica da invencibilidade, da superioridade e do menosprezo aos riscos e opositores fez mais impérios caírem do que anexou territórios e criou riqueza.

“He will win who knows when to fight and when not to fight. In the midst of chaos, there is also opportunity.” – Sun Tzu

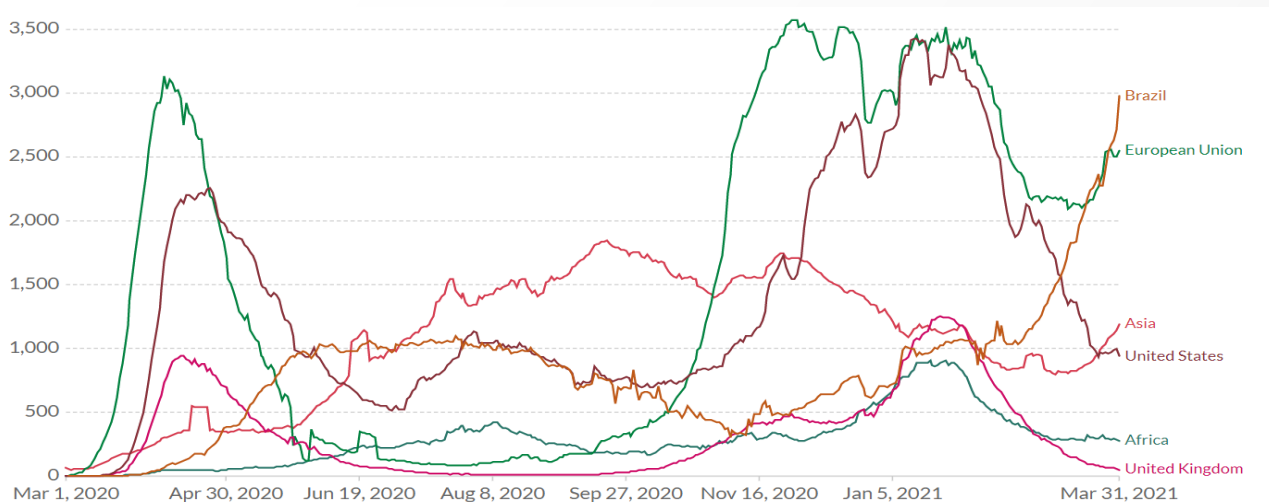
Face the facts!

VISÃO MACRO

O mundo encerrou o ano passado com 80 milhões de casos de covid-19 e 1,8 milhões de mortos, mas com flexibilizações em termos de lockdown e de restrição do fluxo de pessoas. Nesse cenário, países adotaram medidas emergenciais de subsídio para os mais afetados economicamente pela pandemia.

Em março de 2021, um ano depois do início da pandemia no Brasil, o país se tornou o epicentro global da covid-19, encerrando o mês com média diária de 3.000 mortes. Esse valor representa um terço das vítimas fatais do vírus em todo o mundo. O descontrole reflete a presença da variante mais contagiosa primeiramente identificada em Manaus, medidas insuficientes de isolamento, baixa fiscalização e atraso no processo de vacinação.

Figura 1: Novas mortes confirmadas por dia (linear) – Média móvel 7 dias



Fontes: Johns Hopkins University CSSE, Our World in Data. Elaborado por Eleven Financial

Com a aceleração no número de mortes não só em território brasileiro, diversos países voltaram a intensificar as medidas de isolamento social. A Alemanha anunciou aumento nas restrições de viagens, a Itália impôs quarentena obrigatória para viajantes de qualquer país da União Europeia e Portugal prorrogou a suspensão de voos de origem do Brasil até o dia 15 de abril. A Inglaterra, país de origem de uma das variantes mais contagiosas em circulação atualmente, anunciou que irá multar em 5 mil libras quem viajar ao exterior a lazer ou sem motivo razoável (trabalho, estudo ou tratamento médico). Também a Austrália anunciou confinamento de três dias em Brisbane após a detecção de sete novos casos, quantidade alta para os padrões do país.

No Brasil, foram novamente anunciados toque de recolher em diversas cidades e fechamento de serviços não essenciais.

Panorama brasileiro

O PIB brasileiro cresceu 3,2% no 4T20, com queda de 1,1% em relação ao mesmo período de 2019. O resultado foi acima do consenso, que esperava recuo interanual de 1,5%. Em 2020, o PIB apresentou recuo de 4,1%, em linha com o divulgado no IBC-Br. Com os impactos da crise do coronavírus na atividade, o Brasil encerra 2020 com a maior queda anual desde 1990 e interrompe o crescimento de três anos consecutivos entre 2017 e 2019.

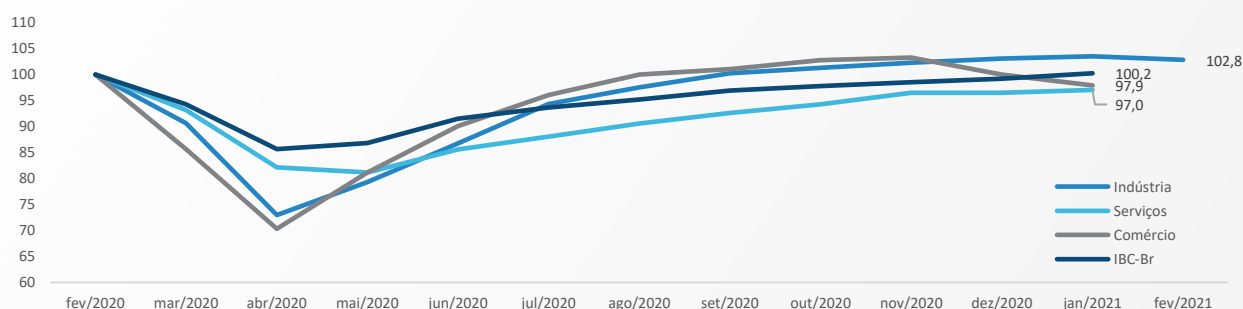
Com esse resultado, na série dessazonalizada o PIB brasileiro se encontra 1,2% abaixo do valor do 4T19 e 4,8% menor do que o observado no 1T14, nível máximo pré-crise 2015/2016. O carry-over deixado para 2021 é de 3,6%.

Após esse resultado, os dados setoriais apresentaram números mais desfavoráveis a partir do 1T21. As vendas no varejo de janeiro tiveram recuo de 0,2% no conceito restrito e 2,1% no amplo. Essa queda está associada à interrupção do pagamento do auxílio emergencial em um contexto de recrudescimento da pandemia, além de uma menor demanda a partir de uma elevação na inflação dos bens comercializáveis. Com esse resultado, o varejo restrito deixou de ser o carro-chefe da recuperação, voltando ao nível pré-pandemia no conceito restrito, recuando para 1,6%, abaixo do patamar de fevereiro de 2020.

Pelo lado dos serviços, apesar da alta de 0,6% em janeiro (-4,8% YoY), o setor ainda se encontra 3,0% abaixo do nível anterior à crise, reflexo da penalização abrupta sobre os serviços prestados às famílias (29,9% abaixo), desfavorecidas pelas medidas de restrição à mobilidade.

A indústria se mostrava como protagonista no processo de recuperação, vindo de nove altas mensais consecutivas, incluindo 0,4% de janeiro de 2021 e encontrava-se 2,8% acima do nível pré-COVID-19. A dinâmica foi favorecida no primeiro momento graças à demanda no setor de comércio e, após a extinção do auxílio emergencial, por um processo de recomposição de estoques. A partir de fevereiro, no entanto, o já divulgado dado mostrou queda mensal de 0,7%, iniciando um inevitável movimento de normalização.

Figura 2: Atividade por setores – fev/20 = 100



Fontes: IBGE e BCB. Elaborado por Eleven Financial

Para o PIB do 1T21 esperamos queda de 0,5%. Para o ano cheio, esperamos alta de 3,20%.

Inflação

O IPCA-15 de março mostrou variação de 0,93%, a maior alta para o mês desde 2015. Com esse resultado, o índice acumula alta de 5,52% em 12 meses.

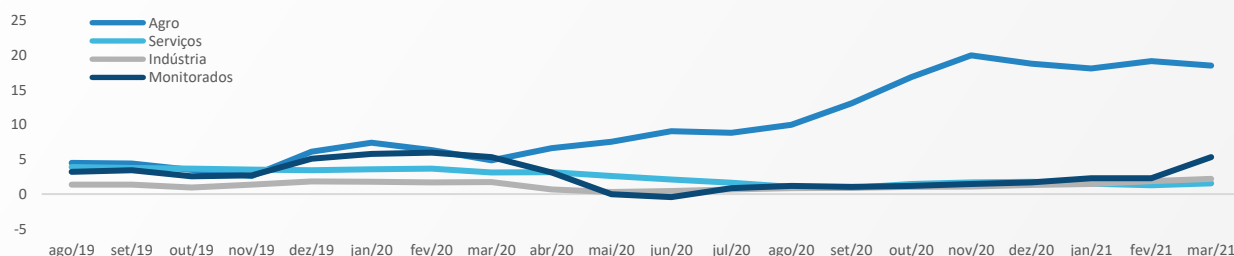
No mês, oito dos nove grupos apresentaram variação positiva. A maior contribuição veio do grupo transportes (3,79%), em função da nova rodada de reajustes nos preços dos combustíveis, principalmente gasolina (11,18%) e etanol (16,38%). Em seguida, o grupo habitação (0,71%) foi pressionado pela elevação no preço do gás de botijão (4,60%), compensando a baixa na energia elétrica no mês anterior. Em desaceleração, alimentos e bebidas (0,12%) tiveram a menor variação desde julho de 2020, mostrando disseminação do choque vigente desde setembro do ano passado. O mesmo vale para artigos de residência, que caíram de 1,01% no mês anterior para 0,55%. Do lado negativo, apenas o segmento de educação (-0,51%) apresentou normalização após os movimentos sazonais de reajustes de matrículas tipicamente ocorridos em fevereiro.

Sob a ótica setorial, a alta foi puxada primordialmente por preços administrados (2,66%), especificamente combustíveis e gás de botijão, com variação total de 5,31% em 12 meses. Enquanto isso, bens industriais tiveram elevação de 0,60%, refletindo o maior custo das matérias-primas, com alta acumulada de 4,69% nos últimos 12 meses. Do outro lado ficou a dinâmica ainda reprimida do setor de serviços (0,08%) em função do recrudescimento da pandemia e acirramento das medidas restritivas, acumulando 1,55% desde abril do ano passado.

Por fim, alimentos em domicílio, representando o setor agropecuário, caíram 0,03% em março, mas seguiram como os maiores responsáveis pelo choque inflacionário vivido pela economia brasileira, com alta anual de 18,46%.

Sob uma ótica estrutural, observamos aceleração na média dos núcleos, que foram de 3,01% para 3,29% em 12 meses. No entanto, essa medida ainda considera as deflações de abril e maio de 2020, dando um viés baixista para o indicador. Se anualizarmos a média trimestral dessazonalizada dos núcleos, a medida anual vai para 5,45%, acima do intervalo superior da meta para o ano. Essa dinâmica indica que os choques nos preços monitorados e alimentos geram efeitos secundários nos demais itens, justificando uma atuação mais incisiva por parte do BC.

Figura 3: IPCA-15 por setores – % 12M



Fonte: IBGE. Elaborado por Eleven Financial

Para o fechamento de março e abril do IPCA, esperamos alta de 1,03% e 0,25%, respectivamente. Ainda, revisamos nossa projeção para o IPCA de 2021 para 4,70% (ante 4,20%).

Política Monetária

Na reunião encerrada em 17/03, o Copom elevou a Selic em 75 bps, para 2,75%. Em relação ao cenário externo, o comitê avaliou que a presença de estímulos fiscais e monetários nos países desenvolvidos combinados ao avanço de programas de vacinação devem acelerar a retomada da economia global, ainda ociosa, ao longo do ano. No entanto, apontou que o aperto de condições financeiras advindo de riscos inflacionários pode tornar o ambiente para emergentes mais desafiador.

Sobre o cenário doméstico, apesar das recentes surpresas positivas em indicadores de atividade, mesmo após a retirada das medidas de auxílio, os dados ainda não incorporam o aumento do número de casos de COVID-19. Assim, existe ampla incerteza acerca do ritmo de recuperação para o primeiro e segundo trimestres de 2021.

Em relação aos dados de inflação, o Copom entende que a recente alta nas commodities impacta os preços de forma desfavorável, com destaque para os combustíveis (não mais alimentos), levando a um aumento adicional nas expectativas para os próximos meses. Reconhecendo que o choque foi mais intenso e duradouro do que o esperado, o comitê ainda qualificou sua natureza como temporária, mas segue atento à sua evolução.

O balanço de riscos apresentou mudanças do lado baixista, elencando somente o agravamento da pandemia e o consequente atraso para a recuperação econômica, produzindo inflação abaixo do esperado. Foi retirado o trecho em que concentrava esse risco ao setor de serviços e a um potencial agravamento advindo do aumento da poupança precaucional.

O lado altista seguiu inalterado, reforçando que a deterioração das contas públicas, decorrente dos estímulos fiscais em resposta à pandemia ou frustrações na agenda de reformas podem elevar os prêmios de risco e gerar uma pressão de alta na inflação prospectiva. Além disso, indica que o risco fiscal estabelece uma assimetria altista no balanço de riscos, ou seja, com trajetória inflacionária acima do esperado para o horizonte relevante.

Além disso, o comitê reforçou o pedido de perseverança no processo de reformas, dada a sua essencialidade para a retomada sustentável da economia. Alertou, ainda, que descontinuidades nos avanços dessas pautas podem resultar em alterações permanentes na contenção dos gastos públicos e elevar a taxa estrutural de juros.

O copom avaliou que o ambiente econômico não mais prescreve grau de estímulo extraordinário, em função da recuperação acelerada da atividade econômica e da elevação nas expectativas de inflação a níveis acima da meta para o horizonte relevante. Assim, iniciou uma normalização parcial no grau de estímulo. Esperamos alta de 75 bps na reunião de maio e acreditamos que a Selic encerre o ano em 5,50%.

RENDA VARIÁVEL

2020, o ano que não terminou

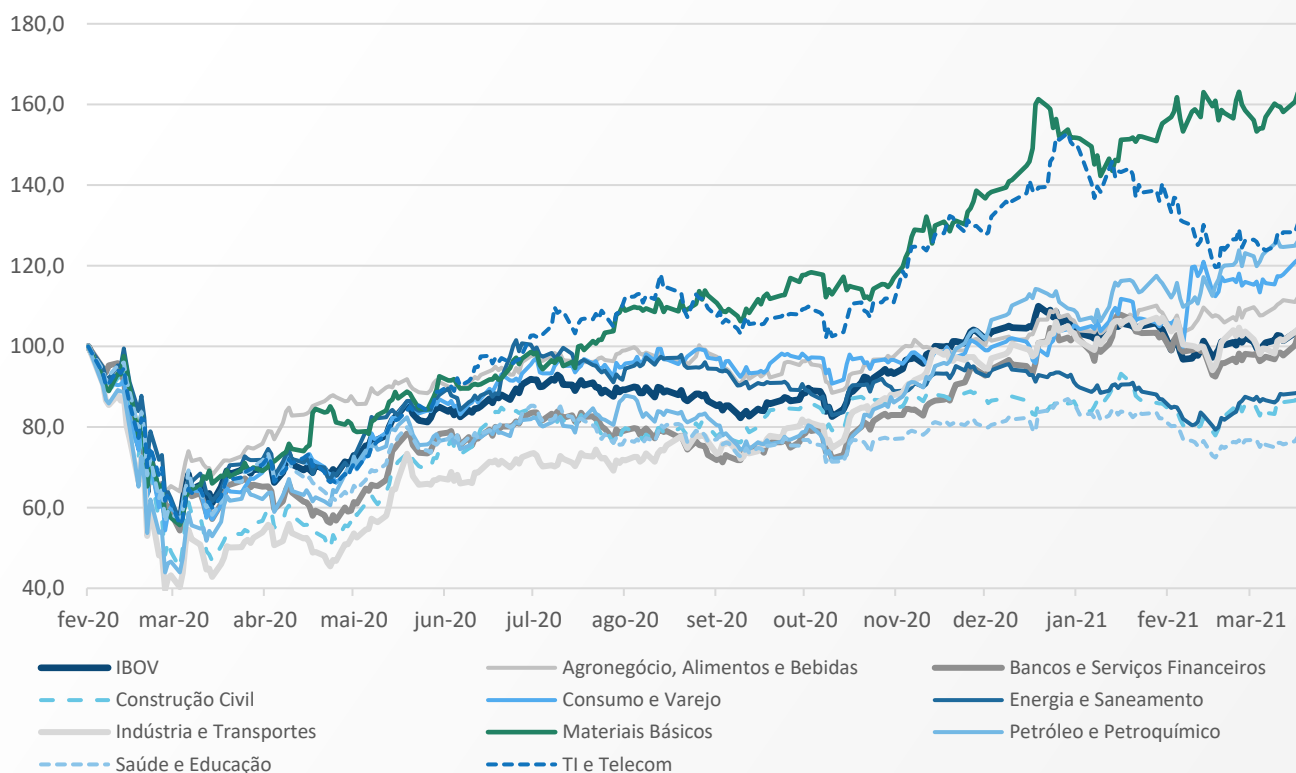
Tempos de escuridão

“O mercado não tem medo de tempo ruim, tem medo do escuro”

Após a escuridão total vivida nos meses de março, abril e maio de 2020, a economia brasileira apresentou sinais de recuperação no segundo semestre, de certa forma vigorosa, confirmando o “V-shape”. Ainda no início, diante de tamanha incerteza e com o mercado tateando no escuro, o preço dos ativos descolou completamente de seus fundamentos e o forte fluxo vendedor resultou em uma queda generalizada das ações, com velocidade impressionante. O Ibovespa chegou a registrar retração próxima a 50%.

Alguns setores sim sofreram mais do que outros, e setores como construção civil e shoppings, além do setor de saúde e educação, ainda não recuperaram o patamar visto antes da pandemia.

Figura 4: Ibovespa e Setores (base 100 em 21/02/2020)

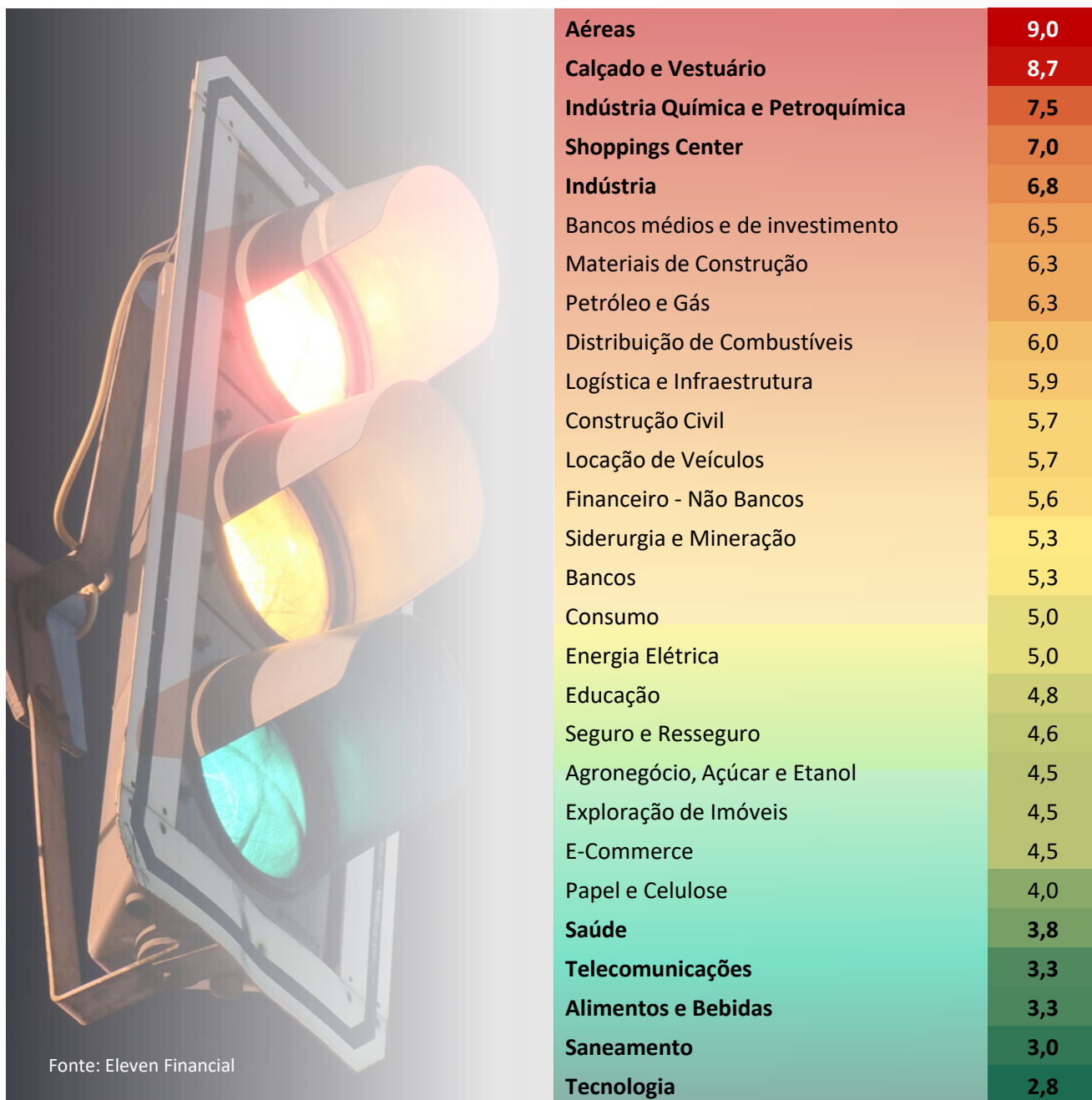


Fonte: Bloomberg Elaborado por Eleven Financial

Impacto do lockdown nos setores

Em abril de 2020 publicamos um relatório especial sobre o impacto da pandemia nos setores da economia, cuja tabela republicamos abaixo. Alguns setores acabando sofrendo menos do que o esperado como é o caso de materiais de construção por exemplo, enquanto outros foram até beneficiados, como o setor de e-commerce que viu a ampliação de investimentos. Ainda assim, o desempenho dos setores foi próximo do que estimamos na época.

Figura 5: Notas de 1 a 9 (menor e maior impacto) atribuídas para cada empresa do Universo Eleven



RENDA VARIÁVEL

O que esperar da retomada?

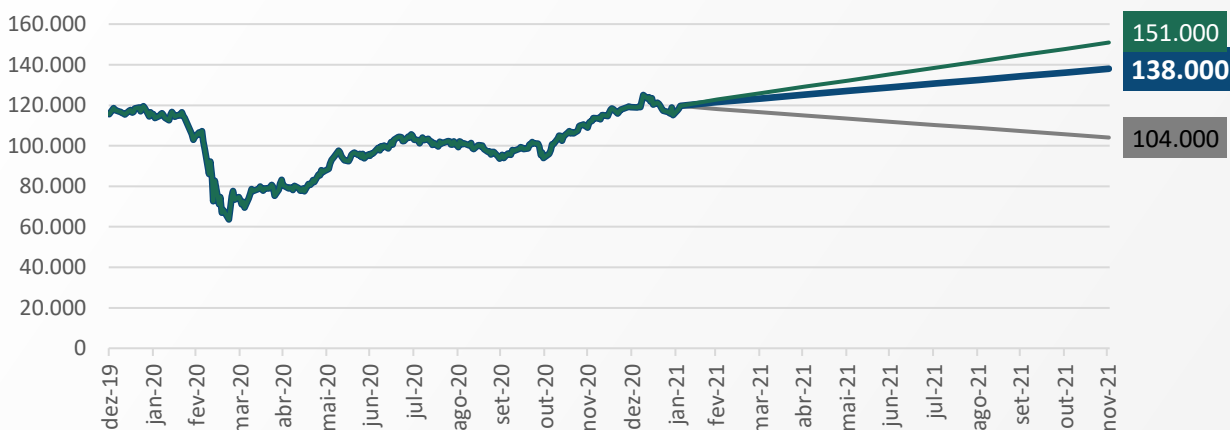
Luz no fim do túnel

Apesar do cenário ainda nebuloso não só sob a ótica sanitária como também político/econômica, o mercado já começa observar quem serão os beneficiados no “novo normal”. Quais empresas e setores sofreram mais com a pandemia e podem registrar uma retomada mais vigorosa. Este é exatamente o objetivo deste relatório, sugerir oportunidades em diversos setores de empresas que se encontram descontadas quando comparadas aos seus fundamentos e que devem registrar avanços maiores com a retomada da economia, mesmo que ela seja mais lenta do que a inicialmente esperada.

Os desafios ainda são grandes, o ritmo lento de vacinação retarda uma retomada mais vigorosa não só aqui, mas em vários países do mundo, com algumas poucas exceções. Alertamos há alguns meses que a oferta de vacinas neste primeiro momento é escassa e não atenderia toda a demanda. O maior risco, em nossa opinião, é a mutação do vírus. Algumas mutações conhecidas como a do Reino Unido, África do Sul e de Manaus são mais agressivas mas as vacinas existentes ainda são eficazes contra estas novas cepas. O risco é surgir uma nova cepa imune às vacinas, o que poderia nos levar ao cenário obscuro vivido no início da pandemia.

Considerando ainda o conturbado ambiente político/econômico, a expectativa é de grande volatilidade nos próximos meses. Ainda assim, estimamos evolução de cerca de 15% no lucro líquido das companhias que acompanhamos com o efeito de mola comprimida e base baixa de comparação. Trazendo este componente para o Ibovespa, chegamos à estimativa de 138.000 para o índice ao final de 2021. Nos cenários alternativos estimamos Ibovespa de 151.000 e de 104.000 pontos nos cenários otimista e pessimista, respectivamente.

Figura 6: Ibovespa – Projeção e cenários



Fonte: Bloomberg e Eleven Financial

AÇÕES ESCOLHIDAS

Empresa	Ticker	Variação %		Market Cap (R\$ milhões)	P/E	EV / EBITDA
		2021	12m		2021e	2021e
Ibovespa	IBOV	(0,5)	50,6		10,7x	6,1x
Agronegócios, Alimentos e Bebidas						
Ambev	ABEV3	(0,6)	26,4	244.903	23,6x	11,2x
M.Dias Branco	MDIA3	(16,3)	(8,9)	9.665	16,6x	11,6x
Bancos e Serviços Financeiros						
Bradesco	BBDC4	(6,4)	24,7	211.821	8,7x	n.a.
Construção Civil e Shoppings						
Cyrela	CYRE3	(15,1)	74,5	10.010	11,9x	11,3x
EzTec	EZTC3	(24,0)	6,6	7.398	14,2x	14,3x
Multiplan	MULT3	0,6	17,4	14.226	30,6x	18,8x
Consumo e Varejo						
CVC	CVCB3	(2,8)	81,0	4.026	-	89,4x
Natura	NTCO3	(4,8)	65,9	68.736	63,2x	15,5x
Via Varejo	VVAR3	(20,6)	155,1	20.494	29,3x	10,3x
Energia e Saneamento						
EDP	ENBR3	0,5	23,9	11.985	10,9x	6,4x
Light	LIGT3	(17,8)	94,8	7.440	13,1x	7,8x
Indústria e Transportes						
CCR	CCRO3	(5,0)	3,1	25.836	24,0x	7,0x
Marcopolo	POMO3	(7,0)	5,4	2.529	14,5x	11,4x
Tegma	TGMA3	(19,4)	19,8	1.435	9,4x	5,7x
Materiais Básicos						
Gerdau	GGBR4	26,9	180,8	50.137	11,0x	6,2x
Uniminas	USIM5	25,7	318,2	23.613	8,4x	5,0x
Petróleo e Petroquímico						
Ultrapar	UGPA3	(12,2)	52,0	23.249	17,9x	8,4x
Braskem	BRKM5	85,8	165,3	33.979	7,7x	5,4x
Saúde e Educação						
Anima	ANIM3	(11,8)	63,7	4.273	23,2x	6,1x
Hermes Partini	PARD3	(8,8)	8,5	2.699	14,2x	7,7x
Rede D'Or	RDOR3	(2,7)	-	131.885	55,9x	26,9x
TI e Telecom						
Bemobi	BMOB3	-	-	1.695	25,2x	13,8x

Fonte: Bloomberg Elaborado por Eleven Financial

Impacto nos setores

Agro, alimentos e bebidas

Com alta exposição a exportações, uma demanda global extremamente robusta, câmbio desvalorizado e produtos de primeira necessidade, ao contrário de diversos outros setores da bolsa, as empresas dos setores Agro e de Alimentos & Bebidas viram suas ações sofrerem forte valorização desde o início da pandemia. Em média, as ações dos dois setores valorizaram cerca de 80% neste período. Com exceção a **Ambev** e a **M.Dias Branco**, que performaram muito abaixo do restante dos seus respectivos setores. Assim, vemos essas duas ações, dentro do nosso universo de cobertura, como as duas principais beneficiadas em um cenário de recuperação econômica e normalização do ambiente de serviços pós pandemia.

Bancos e serviços financeiros

As ações do setor de bancos estão entre as que mais ficaram para trás em termos de performance vs. Ibovespa desde o início da pandemia em março de 2020. O Ibovespa desde então se valorizou 12 % contra a performance do IFNC de -5,6%. Os lucros dos bancos em 2020 foram fortemente afetados pela crise, caindo em média 40% em relação a 2019, impulsionado em grande parte pelo aumento de provisões adicionais, em preparação para elevação da inadimplência.

Com a reabertura econômica acreditamos que uma combinação de fatores deve impulsionar as ações do setor. O alívio em pressões imediatas sobre a posição de capital e liquidez dos bancos deve impulsionar a carteira de crédito. A retomada econômica deve fomentar um aumento de demanda por crédito por parte das empresas e pessoas físicas. A margem financeira também deve se beneficiar tanto do aumento da carteira, quanto dos spreads e deve haver uma diminuição das despesas com provisões. Nossa preferência no setor é por **Bradesco**.

Construção civil e shoppings

O setor de construção civil foi um dos menos afetados ao longo da pandemia, com a manutenção da taxa de juros de financiamento em patamares baixos, novas modalidades de financiamento (indexados ao IPCA ou Poupança +), o que tem aumentado a disponibilidade de crédito imobiliário. Além disso, a classificação como atividade essencial foi fundamental para as incorporadoras manterem o ritmo de construção de suas obras e prazo de entrega. Com o fechamento dos estandes de vendas e novas restrições esperamos uma queda nas vendas durante este período, mas acreditamos que a reabertura deve fazer com que as vendas retomem o ritmo do 4T20 e as incorporadoras voltem a lançar nos próximos meses.

O setor de shopping centers deve apresentar forte recuperação com a flexibilização da pandemia, após a aceleração da vacinação. No ano passado, a partir do segundo semestre foi vista uma maior flexibilização de horário de funcionamento, principalmente no 4T20, e as companhias mostraram boa recuperação em vendas e fluxo de pessoas em todos os seus shopping centers. Apesar de atualmente fechados, os fundamentos dos shopping centers se mantêm, com boa localização e perspectivas de melhoria no cenário de emprego e economia no médio prazo.

Os preços das ações de shopping centers estão atrativos, com queda média no setor (MULT3, IGTA3, ALSO3) de 20% contra uma alta do Ibovespa de 36% desde o dia 09/03/2020, quando foi declarada a pandemia. Nossas preferências, por ora, são **Cyrela**, **EzTec** e **Multiplan**.

Impacto nos setores

Consumo e varejo

O setor de consumo como um todo foi bastante afetado pela pandemia, sendo bastante impactado pelo fechamento temporário de todo o comércio considerado não essencial, com impactos significativos em vendas, uma vez que mesmo com o avanço do e-commerce, muitas das empresas do universo de cobertura ainda não contavam com operações tão robustas para suportar uma mudança drástica de ambiente. Além disso, itens considerados discricionários passaram a ser deixados em segundo plano por boa parte dos consumidores, que em um momento de incerteza buscaram concentrar suas despesas em itens essenciais. Apesar disso, os dados de vendas das varejistas no 4T20, onde tivemos um alívio temporário da pandemia, demonstraram que com alguns sinais de melhoria da situação da pandemia, a demanda reprimida se traduz em uma retomada do consumo. Desta forma, acreditamos que com uma reabertura da economia, e a retomada do tráfego de pessoas, o setor seja bastante beneficiado, com a volta de uma demanda reprimida bastante significativa, e também de um maior nível de socialização, que também atua como incentivo ao consumo discricionário.

Energia e saneamento

Geração e Transmissão. No segmento de geração, a retomada da economia não tem maiores impactos com exceção de contratos no mercado livre de shoppings e empresas do segmento comercial e de serviços. Como esse segmento é uma fração pequena dos contratos das empresas, esse impacto não é relevante. O efeito da retomada da economia é praticamente nulo para as empresas de transmissão.

Distribuição. Para as empresas de distribuição a retomada da economia significa a retomada de crescimento de volumes no segmento comercial, redução da inadimplência e redução da sobrecontratação de energia. Todavia, o segmento de distribuição de energia é uma fração das empresas integradas, portanto o efeito da recuperação é parcial. Em tese a empresa mais beneficiada seria a Light considerando o peso do negócio de distribuição e do segmento comercial, mas recuperação da Light depende principalmente da redução de perdas de energia. Em segundo plano destacamos Neoenergia e EDP Brasil que foram negativamente afetadas no 2T20 com o efeito da pandemia.

Saneamento. O setor de saneamento se beneficia com a plena aplicação da tarifa em consumidores de tarifa social e redução da inadimplência. Entretanto, esse efeito é pequeno no resultado das empresas. O efeito do reajuste de tarifas é o mais importante para as empresas de saneamento e a Sanepar foi a mais prejudicada como resultado da intervenção do governo do estado nas tarifas da empresa. Como a Sanepar passa por um processo de revisão tarifária que se alongará até meados de 2022 com a revisão da base de ativos, a retomada da economia ainda não teria efeitos relevantes para a empresa.

Indústria e transportes

Indústria. Mesmo com a reabertura, as empresas desse segmento serão pouco afetadas nesse primeiro momento. Várias viram inclusive a demanda por alguns de seus produtos aumentar. Dentre as ligadas à cadeia automotiva, **Marcopolo** deverá ser a principal beneficiada com a retomada da demanda por Rodoviários com a normalização da circulação de pessoas. No entanto, o movimento não deverá ser imediato para a companhia. Os frotistas foram muito prejudicados pela pandemia e deverão adiar os planos de renovação de frota.

Além disso, não deveremos ver um crescimento de demanda acima do pré-pandemia que incentive o aumento de frota. Para as demais da cadeia automotiva com exposição a veículos leves ainda há o desafio de supply chain das montadoras. As com exposição relevante a pesados e ao mercado de reposição também não deverão ser afetadas.

Aéreo. O setor aéreo foi um dos que apresentou reduções mais drásticas na demanda. O tráfego de passageiros medido pelo RPK consolidado de Azul, Gol e Latam chegou a apresentar queda de 93% a/a em abril de 2020. Os números melhoraram de maneira relevante até dezembro do ano passado, mas com o aumento no número de casos em 2021 as companhias voltaram a reduzir o número de voos no começo do ano. A vacinação deve ter um efeito imediato sobre a demanda de passagens aéreas e, conseqüentemente, beneficiar a Azul e a Gol. Entretanto, vemos alguns desafios adicionais sobre o valuation e a rentabilidade das companhias. A alavancagem das duas empresas aumentou significativamente como consequência da postergação dos pagamentos de arrendamento de aeronaves para enfrentar a crise, do aumento do dólar que impacta nas dívidas em moeda estrangeira (incluídos os arrendamentos) e da própria pressão da crise sobre o caixa das companhias. Adicionalmente, o desafio das aéreas não se resume à retomada da demanda apenas, pois elas precisam recompor o yield também. Ainda existem dúvidas sobre a retomada dos viajantes a negócios, que tradicionalmente pagam tarifas mais elevadas, depois da ampla adoção das ferramentas de teleconferência. Somado a isso, o dólar em patamar mais elevado associado à recuperação do preço do petróleo aumentam de maneira relevante o custo com combustíveis, um dos itens mais relevantes para as aéreas, colocando assim mais pressão sobre as tarifas.

Concessões. As empresas que operam concessões rodoviárias e de mobilidade, como **CCR** e Ecorodovias, também poderão ser positivamente impactadas pela vacinação da população. Apesar dos pleitos de reequilíbrio dos contratos de concessão junto aos poderes concedentes, foram poucos os casos em que tal direito já foi reconhecido e o reembolso autorizado. Desse modo, quanto mais se prolongam as medidas de restrição à mobilidade, maior a perda de receita das companhias e o valor a ser ajustado no futuro. O reequilíbrio da decisão de 2018 sobre a suspensão de cobrança dos eixos suspensos, por exemplo, não foi aprovado até hoje. Assim, a recuperação da demanda é importante para reduzir os riscos do setor devido às incertezas sobre o processo regulatório.

Logística. No setor de logística, a empresa mais afetada pela pandemia no curto prazo foi a **Tegma**. Com o fechamento de várias linhas de produção pelas montadoras, principais clientes da companhia, devemos ter resultados mais fracos no começo de 2021 para a companhia. Desse modo, a vacinação da população e conseqüente restabelecimento da produção de carros zero quilometro, além da reabertura das lojas em algumas regiões, deve ser um catalisador positivo para as ações da Tegma.

Locadoras. As ações das locadoras de veículos sofreram inicialmente pelas incertezas sobre o impacto da pandemia sobre a mobilidade, mas o portfólio amplo de produtos compensou a perda com as locações de curto prazo. O segmento de gestão e terceirização de frotas se mostrou resiliente durante a crise e, além disso, as locadoras direcionaram parte da frota do RAC (rent-a-car) para atender os novos consumidores que passaram a priorizar o transporte individual por questões de segurança. A vacinação nesse caso deve ter um efeito mais sobre a troca entre produtos do que um impacto geral positivo sobre as ações das companhias, que estão negociando atualmente mais em função da evolução do julgamento pelo CADE do processo de fusão da Localiza com a Unidas.

Materiais básicos

Siderurgia e Mineração. As empresas do setor têm se beneficiado de uma dinâmica setorial em excelente momento. A China, principal consumidora do minério de ferro, encontra-se com sua economia aquecida e demandando muito material, o que, juntamente com a menor produção da Vale, tem contribuído para um aumento significativo nos preços da matéria prima. O setor siderúrgico tem conseguido repassar estes aumentos inclusive para o mercado interno, que ficou sem estoque com o fechamento de alguns altos fornos por parte das siderúrgicas. A maior parte da venda das siderúrgicas está sendo direcionada para o mercado interno, tanto em aços longos como em planos, o que ratifica o excelente momento pelo qual o setor passa, e proporciona melhores margens para as companhias. Acreditamos que a reabertura da economia interna pode causar a manutenção deste cenário de demanda aquecida por período mais longo, beneficiando as companhias mais voltadas para o mercado interno como Usiminas e Gerdau mesmo após a recomposição dos estoques do setor, embora o impacto nos preços do aço deva ser mais limitado.

Papel e Celulose. Os preços da celulose retomaram o ciclo de alta nos últimos meses, com a cadeia registrando contínuos aumentos de preços nas principais regiões consumidoras como China, Europa e Estados Unidos. Empresas como a Suzano, que possui a maior parte de sua receita advinda do mercado externo, não devem sofrer mudança de cenário com a reabertura da economia interna. Já empresas como Klabin e Irani, que possuem receitas significativas no mercado interno se beneficiaram na pandemia com o aumento da demanda por encomendas proveniente tanto das compras on-line de produtos, como da indústria de alimentação, de forma que não enxergamos benefícios expressivos uma reabertura.

Saúde e educação e saúde

Educação. Um dos setores mais prejudicados, teve que se reinventar e investir em aulas a distância. Ainda assim, a evasão elevada e aumento da inadimplência tornam o cenário desafiador. Com a volta da economia e consequente aumento de renda, o setor reage rapidamente com reflexos na maior captação de alunos, menor evasão e inadimplência e possibilidade de aumento de ticket médio. Nossa top pick é a **Ânima**.

Hospitais e Operadoras. A retomada da economia aumenta o número de beneficiários e consequentemente a demanda de empresas do segmento, principalmente da Rede DO'r. Diferente da primeira onda, agora, os hospitais estão recebendo a demanda dos procedimentos eletivos além das internações por Covid-19.

Laboratórios. Outro segmento muito afetado no pior momento da pandemia deverá se beneficiar da retomada registrar rápida recuperação. As ações do segmento ainda estão atrasadas e nossa escolha para surfar a retomada é Hermes Pardini pois é um dos laboratórios que mais está realizando testes de Covid-19 e estão apresentando bom crescimento orgânico de suas operações.

Farmácias. O setor foi até beneficiado no primeiro período de pandemia, vendo suas vendas reagindo positivamente por conta de uma maior demanda. Depois, as vendas estabilizaram ainda em um patamar elevado. Portanto, não esperamos efeitos positivos com a retomada da economia.

Petróleo e petroquímico

O preço do Brent apresentou evolução significativa desde o início da pandemia em março de 2020, devido à retomada da demanda mundial e controle de produção pela OPEP. Nossos pontos de atenção para o setor de óleo e gás continuam sendo a oferta e demanda internacionais juntamente com as decisões da OPEP que afetam os preços da commodity. Internamente continuamos olhando para Petrobras e seu novo presidente, General Silva e Luna e como vai administrar a companhia tanto no que diz respeito aos desinvestimentos quanto na paridade internacional de preços. Portanto, não acreditamos que a reabertura do mercado interno possa beneficiar este segmento especificamente, dado que a dinâmica do setor está mais relacionada a fatores internacionais.

Distribuidoras de combustíveis e petroquímicos. As Distribuidoras de combustível devem se beneficiar da abertura da economia com o aumento de volume devido ao aumento do fluxo de veículos nas ruas. Enquanto o volume vendido de diesel no Brasil ficou estável em 2020 em relação a 2019 principalmente coma recuperação no segundo semestre, as vendas do ciclo otto recuaram 8% no ano como resultado do isolamento social. Assim, acreditamos que esse volume deve voltar a crescer com a reabertura. Dentre as distribuidoras listadas, a Ultrapar é a que enxergamos maior potencial de valorização da ação em relação ao preço atual. Com a reabertura, a companhia não apenas deve retomar o crescimento do volume da Ipiranga como também potencializar o crescimento dos outros negócios da companhia como Ultracargo, Ultragaz, Extrafarma e Oxitenio.

No setor Petroquímico, a Braskem deve se beneficiar com o aumento das vendas de resinas, principalmente PVC, que é destinado majoritariamente para construção civil. No entanto, a ação já se valorizou com o aumento de volume e spreads petroquímicos no 2S20 e retomada das operações de cloro-soda em Alagoas, de forma que não enxergamos nesse momento forte potencial de valorização.

Tecnologia e Telecomunicações

Tecnologia. Dentre os setores da economia este foi um dos mais beneficiados pela pandemia, com diversas empresas sendo obrigadas a migrar suas operações para o mundo digital. Com isso, empresas cujas operações são focadas no segmento B2B viram a demanda por seus produtos crescer, uma vez que o processo de digitalização das empresas no Brasil ainda estava atrasado quando comparado a economias mais desenvolvidas. Além disso, muitas destas empresas atuam fornecendo produtos sejam eles de software sejam eles de hardware considerados essenciais para a operação das empresas clientes, de modo que mesmo com a pandemia, indicadores como churn e inadimplência não apresentaram alterações significativas, ao passo em que as vendas e novas contratações foram mantidas, inclusive com aceleração. Por outro lado, empresas com maior exposição ao consumidor final, como a Bemobi, tiveram seus resultados pressionados, uma vez que diante de um ambiente econômico mais desafiador, consumidores reduziram o consumo, impactando negativamente na trajetória de crescimento da empresa.

Telecomunicações. No setor a vertical de receita que irá se beneficiar da reabertura é a venda de aparelhos e dispositivos que acontece nos pontos de venda físicos. No entanto, por terem uma baixa participação no total de receita (em torno de 2% em Tim e Telefônica, estimativa excluindo as vendas on-line) não deverão ser beneficiadas nesse primeiro momento de reabertura da economia.



Disclaimer

Este documento foi elaborado e distribuído pela Eleven Financial Research unicamente para uso do destinatário original, e tem como objetivo somente informar os investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de nenhum título ou valor mobiliário contido neste relatório. As decisões de investimentos e estratégias financeiras devem ser realizadas pelo próprio leitor.

Nossos analistas elaboraram o presente relatório de forma independente, e o conteúdo do mesmo não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído, no todo ou em parte, a terceiros, sem prévia e expressa autorização.

Todas as informações utilizadas neste documento foram redigidas com base em informações públicas, de fontes consideradas fidedignas. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equívocas no momento de sua publicação, a Eleven Financial e os seus analistas não respondem pela veracidade das informações do conteúdo.

Conforme o artigo 20, parágrafo único da ICVM 598/2018, o analista **Raphael Figueredo** declara-se inteiramente responsável pelas informações e afirmações contidas neste relatório de análise. De acordo com a exigência regulatória do artigo 21 previsto na ICVM 598, de 03 de maio de 2018, o analista de valores mobiliários, responsável principal por este relatório, declara:

- (i) que as recomendações contidas neste relatório refletem única e exclusivamente sua opinião pessoal sobre a companhia analisada e seus valores mobiliários e foram elaborados de forma independente e autônoma.
- (ii) que as informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas a mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança.

Para mais informações consulte a Instrução CVM 598, de 2018, e também o Código de Conduta da Apimec para o Analista de Valores Mobiliários. Este relatório é destinado exclusivamente ao assinante da Eleven que o contratou. A sua reprodução ou distribuição não autorizada, sob qualquer forma, no todo ou em parte, implicará em sanções cíveis e criminais cabíveis, incluindo a obrigação de reparação de todas as perdas e danos causados, nos termos da Lei nº 9.610/98 e de outras aplicáveis.