



 **BB INVESTIMENTOS**

# Perspectivas 2025

Dezembro 2024

Por **Victor Penna, CNPI-P**  
**Wesley Bernabé, CFA**  
e time de *research* do BB-BI

**Sumário Executivo****3****Seleção BB-BI 2025****11****Sucroenergético****84****Seleção Fundos Imobiliários 2025****20****Agronegócios, Alimentos e Bebidas****88****Commodities****25****Setor Elétrico****97****Macroeconomia****30****Saneamento****107****Renda Fixa e Crédito Privado****40****Indústria, Transportes e Logística****111****Setor Financeiro****53****Varejo****123****Siderurgia e Mineração****64****Imobiliário e Shoppings****130****Papel e Celulose****72****Saúde****140****Petróleo e Gás****77****Fundos Imobiliários****145**

# Seleção BB-BI 2025: sumário executivo (1/3)

O ambiente de política monetária deve continuar sendo a tônica em 2025. A elevação do custo de capital das companhias nos deixa mais cautelosos, mas nossos analistas apontam melhora nas estimativas de lucro das empresas.



## Entrando na curva...

O desempenho acumulado da bolsa em 2024 tende a deixar os investidores avessos a risco naturalmente mais reticentes em privilegiar essa classe de ativos na virada de ano. Na visão do investidor estrangeiro, a desvalorização cambial evidencia o pior desempenho entre as principais bolsas globais. Nada animador, ainda mais considerando o quadro benigno que era traçado há um ano.

**O ambiente de política monetária foi e deve continuar sendo a tônica ao longo de 2025.** Continuaremos esperando pelo fluxo estrangeiro? Dessa vez, as incertezas vindas do exterior, com mercado ainda sem consenso formado em torno da postura a ser adotada pelo Fed, somam-se às pressões que o Banco Central do Brasil enfrentará para conter uma piora nas expectativas de inflação, lembrando que boa parcela desse quadro segue lastreada no ambiente global de maior risco.

Nesse contexto, observamos um cenário um pouco menos comum, mas que pode ocorrer de tempos em tempos: um **descolamento entre as expectativas de resultados das companhias e o desempenho da bolsa**. A causa é bem conhecida: elevação acentuada do custo de capital das companhias em decorrência do movimento de abertura das curvas de juros no Brasil e no exterior.

Conseguimos capturar bem essas particularidades em nossa precificação. **Apresentamos nosso novo preço-alvo de 153 mil pontos para 2025**, um potencial de 21%. Ocorre que a sensibilidade da elevação das taxas de desconto já está ponderada em nosso modelo em uma perspectiva mais conservadora. Ao mesmo tempo, **nossos analistas apontaram melhora nas estimativas de lucro das empresas para 2025, o que sustenta o potencial elevado mesmo no contexto de piora de risco.**

## Novidades da edição 2025

A **Seleção BB-BI 2025 contempla as ações para as quais nossos analistas possuem maior grau de convicção sob a ótica risco-retorno em cada setor**. Com uma lista menor do que a apresentada no último relatório, seguimos privilegiando a temática de qualidade, que tem proporcionado retornos superiores ao mercado em todas as nossas recomendações baseadas em análise fundamentalista.

A partir desta publicação, **nossos investidores também contam com uma seção completa sobre crédito privado**, classe de ativos que tem se destacado no cenário atual e para a qual o time do BB-BI destaca os principais setores e emissores. Ao longo do relatório, os investidores contarão com um panorama compreensivo sobre cada mercado e indústrias cobertos pelo BB-BI.

Boa leitura!

# Seleção BB-BI 2025: sumário executivo (2/3)

A elevação no prêmio de risco de *equities* no contexto de pressão sobre as autoridades monetárias deve continuar pressionando a bolsa. Dinâmica da atividade econômica doméstica pode sustentar patamar de lucros das empresas.



## Sumário Ibovespa

Fechamento 6/12/2024

Preço	pts	125.946
Preço-alvo (Dez-2025)	pts	<b>153.000</b>
Potencial de Valorização	%	21,5%
Máximo (52 sem.)	pts	137.469
Mínimo (52 sem.)	pts	118.685
Varição em 2024 (%)	%	-6,1%

Fonte: Bloomberg, BB-BI.

## 153 mil: conservador ou otimista?

Nosso preço-alvo para o Ibovespa ao final de 2025 é de 153 mil pontos, patamar resultante das expectativas de lucros apuradas pelos nossos analistas em uma análise *bottom-up*, ajustado pela elevação mais acentuada de custo de capital que observamos nos últimos meses, abordagem que consideramos conservadora. **Seguimos privilegiando teses de qualidade.**

Apesar de nossa visão construtiva em relação aos resultados da companhias para os próximos exercícios, sustentada pelo crescimento ainda robusto da economia doméstica, a elevação do prêmio de risco embutido na curva de juros doméstica traz impactos no custo de capital das empresas, e consequentemente nos *valuations*.

Nesse sentido, apesar dos níveis de preços traduzidos por meio da relação P/L mostrarem elevados níveis de desconto, o espaço para os ativos buscarem os *upsides* implícitos no curto prazo considerando o cenário atual é mais limitado.

No exterior, a perspectiva de adoção de barreiras comerciais pelos Estados Unidos a outros países, especialmente China, além de outras medidas tidas como inflacionárias, como estímulo fiscal a companhias americanas, pressionam moedas globais dado o fortalecimento do dólar e elevam os patamares de juros globalmente, com impactos na perda de dinâmica de crescimento global

No Brasil, a elevação dos juros, no contexto de maior pressão sobre as expectativas inflacionárias, faz com que as teses mais cíclicas permaneçam sob pressão nos próximos meses. No entanto, dados de atividade econômica mais forte tendem a dar sustentação às expectativas de resultado das companhias, contrabalanceando os riscos mapeados.

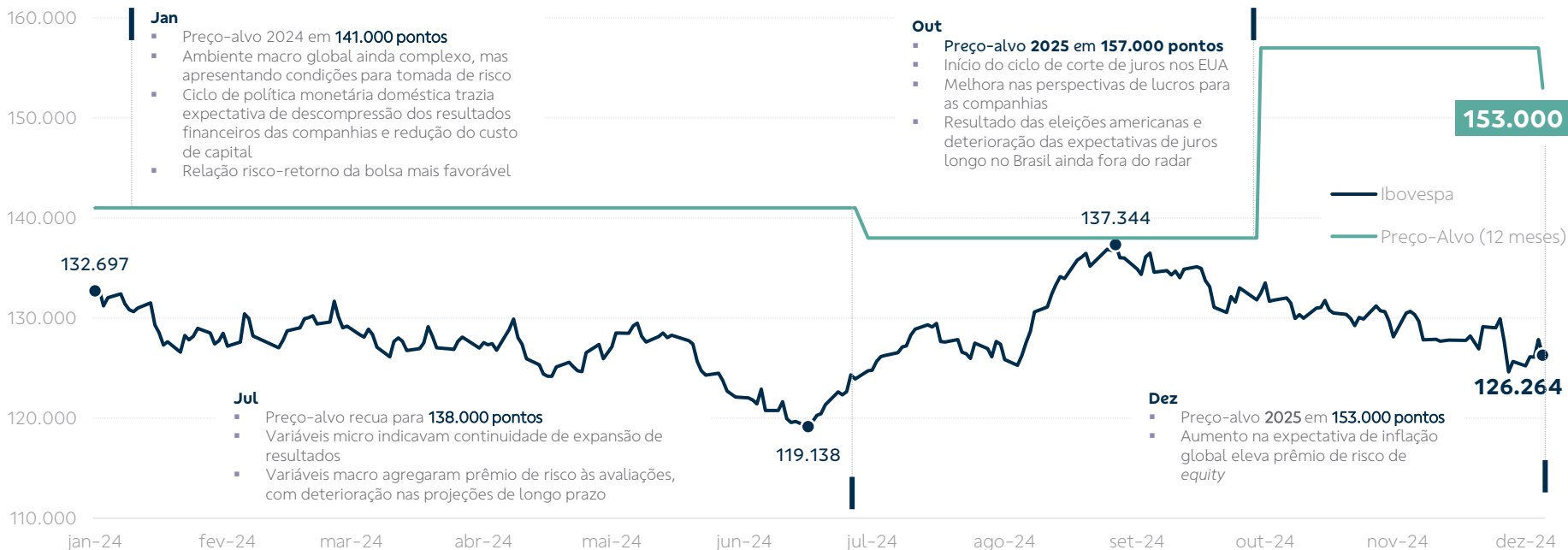
# Seleção BB-BI 2025: sumário executivo (3/3)

Incorporamos as elevações mais recentes nas taxas de desconto das avaliações e ajustamos o preço-alvo de 2025 para 153 mil pontos, em uma abordagem mais conservadora, mas com prêmio de risco de *equity* ainda relevante.



## Ibovespa e preço-alvo BB-BI

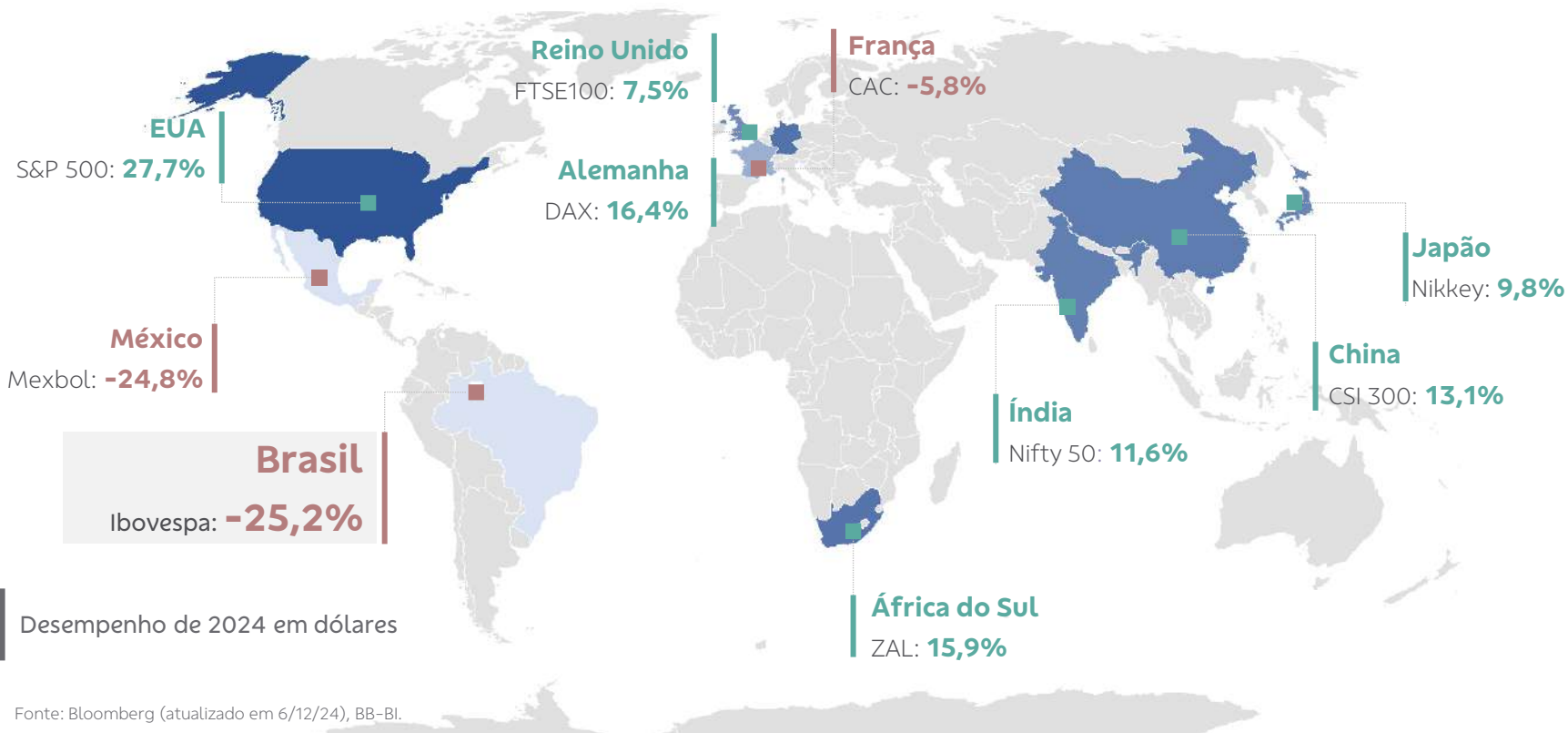
Pontos



Fonte: Bloomberg, BB-BI.

# Seleção BB-BI 2025: retorno das bolsas em dólares

Brasil tem apresentado o pior desempenho acumulado em dólares ao longo de 2024 entre as principais bolsas globais. Ausência de fluxo estrangeiro em virtude do fortalecimento do dólar e pressão sobre emergentes pesam.



# Seleção BB-BI 2025: múltiplos internacionais

Renovação das máximas do S&P 500 evidencia relação preço/lucro consistentemente acima do desempenho de longo prazo, enquanto múltiplos de mercados emergentes, exceto América Latina, seguem próximos à média.



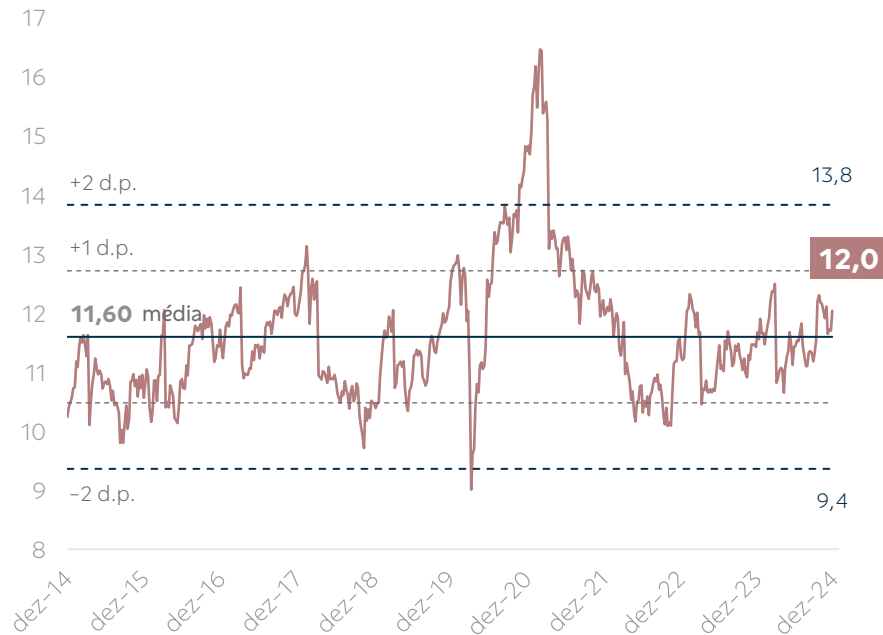
## Múltiplo preço/lucro (positivo) do S&P 500, projeção 12M

Projeção 12 meses dos últimos 10 anos, média, +/- 2 desvios-padrão



## Múltiplo preço/lucro (positivo) do MSCI EM

Projeção 12 meses dos últimos 10 anos, média, +/- 2 desvios-padrão



Fonte: Bloomberg, MSCI, BB-BI.

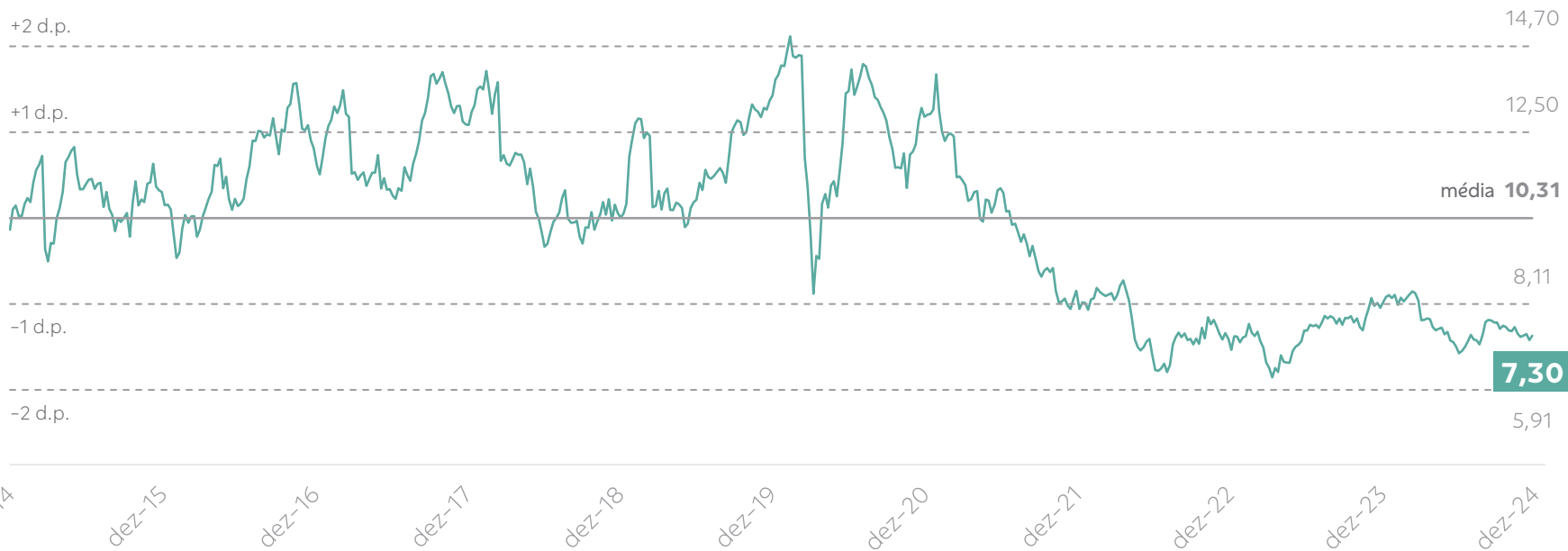
# Seleção BB-BI 2025: múltiplos Ibovespa

No Brasil, a elevação das estimativas de resultados sem contrapartida na melhora de precificação das empresas ainda implica em uma relação de desconto expressiva, que se mantém no médio prazo.



## Múltiplo preço/lucro (positivo) do Ibovespa, projeção 12M

últimos 10 anos, média, +/- 2 desvios-padrão

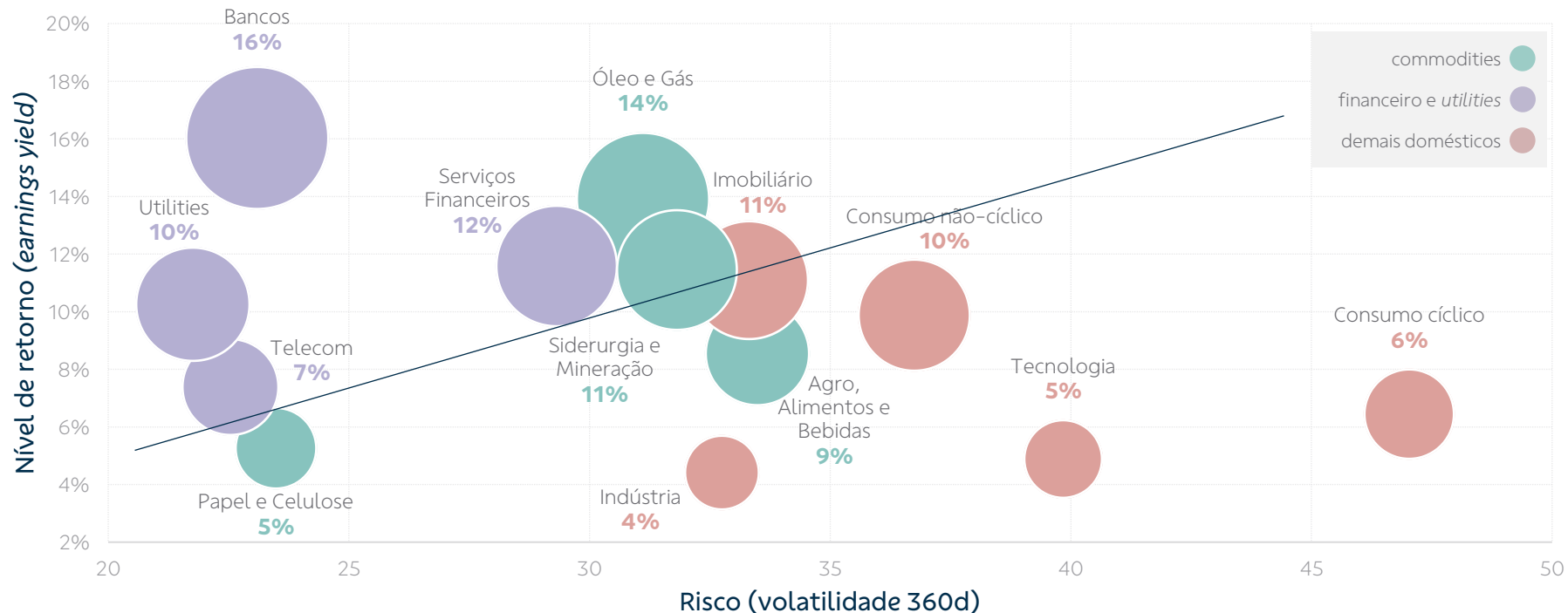


Fonte: Bloomberg, BB-BI.



# Seleção BB-BI 2025: matriz de risco e retorno setorial

Em nossa temática de qualidade, notamos melhora no perfil de risco do segmento de bancos. Setores de commodities apresentam boa relação de *yield* e cíclicos acentuam volatilidade em função do ambiente doméstico.



Fonte: Bloomberg, BB-BI.

# Seleção BB-BI 2025: riscos

Incertezas estão concentradas no cenário externo, em especial no que se refere aos riscos de desaceleração global em função da adoção de barreiras comerciais pelos EUA. No Brasil, cenário fiscal ainda pesa no curto prazo.



## Eventos alternativos em relação ao nosso cenário base

Internos

Não cumprimento da meta fiscal e/ou adoção de políticas que aumentem consideravelmente o endividamento público

Avanço no ritmo de alta da Selic, com taxa no final do ciclo acima do esperado, agregando mais prêmio de risco aos ativos

Revisões negativas de crescimento econômico, com reflexo nas estimativas de lucros para as companhias

Desvalorização cambial acima das expectativas, com reação negativa na trajetória de inflação

Aumento da competição com produtos importados, principalmente da China, como resultado da adoção de barreiras comerciais nos EUA

Externos

Retomada da guerra comercial, com implicações em crescimento econômico global, e possíveis rupturas nas cadeias de suprimentos

Desaceleração econômica global acima do esperado, com possível recessão nas economias desenvolvidas, como EUA ou Europa

Extensão ou agravamento dos conflitos geopolíticos atuais, ou eclosão de novos conflitos, com sanções que possam impactar o comércio global

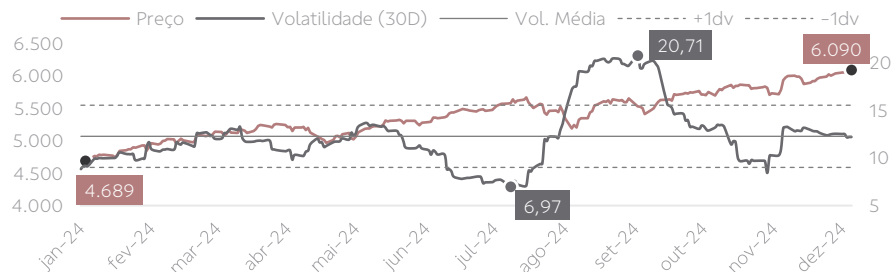
Pressões inflacionárias persistentemente altas

Desaceleração econômica mais intensa na China ou não cumprimento da meta de crescimento, com pressão em preço de commodities

Fonte: Bloomberg, BB-BI.

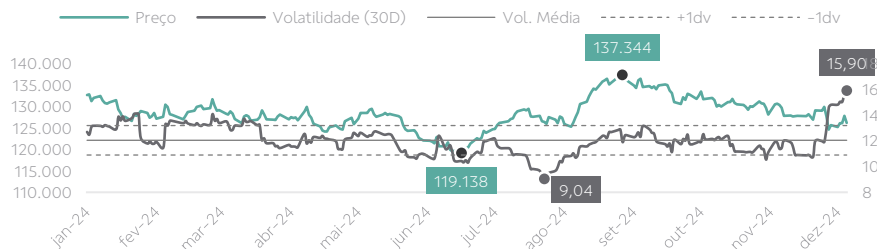
## S&P

Eixo esquerdo (pontos), eixo direito (%)



## Ibovespa

Eixo esquerdo (pontos), eixo direito (%)





# Seleção BB-BI 2025

Dezembro 2024

Por **Victor Penna, CNPI-P**  
**Wesley Bernabé, CFA**  
e time de *research* do BB-BI

menu

# Seleção BB-BI 2025: setor financeiro

Maior seletividade e vigília para com inadimplência por parte dos bancos; juros elevados beneficiando resultado financeiro e menores chances de eventos climáticos favorecem seguros; Ambiente concorrencial é a tônica para B3.



## Bancos

### Neutro



Seleção: Itaú

Esperamos um cenário menos promissor devido à deterioração das expectativas, incluindo um ambiente inflacionário e o retorno de juros mais altos, que aumentam os custos de captação e podem pressionar a inadimplência. Apesar da atividade econômica aquecida, a visibilidade menor nos leva a uma abordagem conservadora. Nesse contexto, destacamos o Itaú Unibanco como a melhor opção, por seu equilíbrio entre crescimento, rentabilidade e adaptação ao modelo digital.

## Seguros

### Positivo



Seleção: Caixa Seguridade

As fortes chuvas que atingiram a região Sul resultaram em um aumento significativo da sinistralidade, cujos impactos foram observados nos resultados do segundo trimestre das companhias. Para 2025, a continuidade dos avanços no volume de prêmios, acompanhada de resultados financeiros fortalecidos pelas taxas de juros mais elevadas, e um cenário com sinalização de menor exposição a eventos climáticos extremos, indicam boas perspectivas para o setor.

## Bolsa de valores

### Neutro



Seleção: n/a

O saldo do fluxo de capital estrangeiro se manteve no campo negativo ao longo de todo ano, e o volume financeiro médio diário negociado no mercado à vista de ações foi inferior na comparação anual. Assim, a B3 fez valer sua diversidade de negócios e produtos para compensação do desempenho inferior de sua principal linha de negócio. Para 2025 é aguardado o estabelecimento de uma nova bolsa de valores no país, planejada para iniciar suas operações no segundo semestre.

Fonte: BB-BI.

# Seleção BB-BI 2025: hard commodities

A desaceleração econômica na China deve continuar pesando sobre o nível de demanda de materiais básicos no próximo ano, embora espera-se que outras regiões compensem parcialmente esse efeito, enquanto o setor de petróleo e gás deve seguir com preços de petróleo favoráveis e custos sob controle, mantendo boa geração de caixa.



## Mineração

Neutro



Seleção: n/a

A expectativa de desaceleração no crescimento do PIB da China nos próximos anos, em especial em função do enfraquecido mercado imobiliário, e pela adoção e intensificação de medidas protecionistas por diversos países, com potencial de limitar o alcance dos embarques de aço chinês e o uso de aço para a fabricação de bens manufaturados destinados às exportações, reforça as incertezas com relação à demanda de minério no país. Além disso, as especulações sobre a adoção de novos estímulos do governo chinês à economia devem continuar trazendo elevada volatilidade às cotações da commodity em 2025.

Fonte: BB-BI.

## Siderurgia

Neutro



Seleção: Gerdau

No cenário externo, excluindo-se a China, as expectativas para 2025 são otimistas, pelo forte ritmo de investimentos de infraestrutura na Índia e nos Estados Unidos, principalmente.

No Brasil, a produção e vendas de aço devem continuar aquecidas, mas a forte entrada de aço importado no país segue pressionando a siderurgia local, que ainda não responde às medidas implementadas pelo governo ao longo de 2024, mas que podem ser reforçadas em 2025.

## Papel e Celulose

Neutro



Seleção: n/a

Para 2025, esperamos que o *ramp-up* das novas plantas inauguradas recentemente continue elevando a oferta global de fibra curta. Além disso, os estoques abastecidos na Europa e as margens apertadas das papelarias na China devem continuar desestimulando um crescimento significativo na demanda de fibras, o que pode restringir novos movimentos de alta nos preços da commodity.

## Óleo e Gás

Positivo



Seleção: Petrobras e Vibra

Ainda que o setor vislumbre perspectivas de menores preços de petróleo e acirrada competição em distribuição de combustíveis, nossas apostas estão centradas em companhias com maior resiliência: a Petrobras, que tem um custo de extração de menos da metade das petroleiras nacionais independentes, o que permite lucratividade mesmo em cenários de baixa na commodity; e a Vibra, que tem apresentado boas margens e diversificação com energias renováveis.

# Seleção BB-BI 2025: soft commodities

Recuperação da produtividade na safra 2024/25, com tendência de queda nos preços da soja, mas de alta nos preços do milho. No caso das proteínas, projetamos mais um ano com perspectivas favoráveis. Preços do açúcar devem se manter em alta, com menor produção no Brasil e maior consumo de emergentes.



## Agronegócios

Neutro



Seleção: n/a

A rentabilidade da safra 2023/24 foi impactada negativamente pela quebra de produtividade em decorrência do El Niño e queda dos preços das commodities. Para a safra 2024/25, as perspectivas apontam para recuperação da produtividade. No caso da soja, a relação estoque/uso em patamares historicamente altos tem mantido pressão sobre a cotação do grão. No caso do milho, a perspectiva é de uma produção inferior ao consumo, o que tem implicado em elevação dos preços nos últimos meses.

## Alimentos (Proteínas)

Positivo



Seleção: BRF

A conjuntura do setor de proteínas foi bastante favorável ao longo de 2024, com o Brasil exercendo protagonismo nas exportações e recuperando rentabilidade. Para 2025, a virada do ciclo pecuário deve pesar sobre a rentabilidade das companhias expostas à carne bovina. Por outro lado, a migração do consumo para proteínas mais baratas, a oferta de aves e suínos em equilíbrio e a demanda mundial aquecida devem favorecer o resultado de companhias expostas à proteína de aves e suínos.

## Alimentos e Bebidas

Negativo



Seleção: n/a

O crescimento da atividade econômica em 2024 foi o grande impulsionador das vendas de alimentos e bebidas no ano. Contudo, a gradual elevação da inflação de alimentos e bebidas, combinada à desaceleração da atividade econômica projetada para 2025 e elevação da taxa de juros, deverá causar impacto na rentabilidade das companhias desse segmento no próximo ano.

## Açúcar e Etanol

Neutro



Seleção: São Martinho

De acordo com a USDA e a ISO, o mercado global de açúcar deve seguir com alta demanda, dados os estoques reduzidos em alguns países produtores e o maior consumo em economias emergentes. Assim, espera-se preços elevados para o açúcar, favorecendo países exportadores como o Brasil. Já o mercado de etanol enfrenta desafios devido às margens limitadas pela competição com combustíveis fósseis. Maior cautela com custos e impacto das taxas de juros no setor

Fonte: BB-BI.

# Seleção BB-BI 2025: infraestrutura

Novas concessões e licitações de saneamento e rodovias devem continuar avançando ainda que a taxa de juros se mantenha em alta. Reestruturações societárias e privatizações também devem se manter ativas nesses setores.



## Energia Elétrica

Neutro



Seleção: **Alupar, Eletrobras e Isa Energia**

Com impactos desde o fim de 2023, El Niño trouxe forte estiagem em 2024, tirando os preços de energia de curto prazo das mínimas. Mas restrições na geração e preços de longo prazo ainda baixos não beneficiaram as Geradoras. No entanto, alívio na sobreoferta com menos projetos novos e forte consumo que avançou este ano trazem melhores expectativas para 2025. Renovação das 20 concessões de distribuição devem ser concluídas em 2025, tirando incerteza do segmento, mas detalhes contratuais ainda podem manter volatilidade. Transmissão segue expansão via leilões.

## Saneamento

Positivo



Seleção: **Copasa**

Recuperação de volumes e da inadimplência, após pico da pandemia, reafirmou a resiliência do setor, bem como as últimas revisões tarifárias trouxeram algum avanço na regulação tarifária. Após licitações de várias concessões de serviços públicos de saneamento para iniciativa privada nos últimos anos, com destaque para as privatizações da Corsan em 2023 e da Sabesp em julho de 2024, a discussão sobre Copasa na ALMG deve evoluir ao longo de 2025, tendo o Governo protocolado ante projeto de lei em 14 de novembro.

## Indústria e Transportes

Neutro



Seleção: **WEG**

Para o setor de transporte e logística, apesar dos avanços operacionais observados pelas companhias, como fluxo de veículos em rodovias, expansão de volumes transportados em ferrovias e aumento da demanda de passageiros no transporte aéreo, dado o perfil de capital intensivo e alta alavancagem do setor, temos visão neutra para 2025. Já para o setor de indústrias, cuja visão também é neutra, selecionamos a WEG pelas características do seu modelo de negócios que consideramos vantajosas, como diversificação de receitas e estrutura de capital, com caixa líquido.

Fonte: BB-BI.

# Seleção BB-BI 2025: consumo

Dados de emprego e renda favorecem o consumo, embora um cenário de juros mais pressionado possa limitar a performance de alguns setores e dificultar a situação de companhias com maior grau de endividamento.



## Varejo

Neutro



Seleção: **Grupo Mateus**

A perspectiva de elevação da taxa básica de juros em 2025 afeta negativamente o setor de Varejo. Apesar dos dados de emprego e renda permanecerem favoráveis, a tendência é de diminuição na concessão de crédito, o que retrai o consumo, especialmente de bens duráveis que dependem mais de financiamentos, além de penalizar os resultados das empresas mais endividadas. Nesse cenário, as empresas cíclicas no geral são prejudicadas, mas setores como o de supermercados tendem a mostrar certa resiliência a ciclos econômicos menos favoráveis, como é o caso do **Grupo Mateus**.

Fonte: BB-BI.

## Imobiliário (Construtoras)

Neutro



Seleção: **Cury e Direcional**

Em função da pressão observada nas fontes de financiamento imobiliário e das taxas de juros mais elevadas, esperamos maior destaque para as incorporadoras voltadas para o segmento econômico (menos sensíveis a juros) em relação àquelas com foco na média e alta renda. Dessa forma, selecionamos Cury e Direcional para a Seleção BB-BI 2025. Ambas apresentam foco nas faixas 2 e 3 do Minha Casa Minha Vida, operam tanto em faixas mais baixas como fora do programa, com a Cury mais concentrada nas regiões metropolitanas do eixo Rio-São Paulo, e a Direcional melhor diversificada em 8 estados do Brasil além do DF.

## Imobiliário (Shoppings)

Neutro



Seleção: **n/a**

Após uma janela de 14 leituras anualizadas negativas do IGP-DI – principal índice utilizado para reajustes de alugueis – as companhias do setor finalmente voltaram a apresentar crescimento orgânico de receitas a partir de maio, além de alguma melhora operacional no período de 12 meses. Entretanto, como as expectativas de juros em níveis elevados para 2025 podem impactar negativamente a estrutura de dívida das companhias, com reflexo na precificação das ações, optamos por não recomendar nenhuma ação do setor para compor a Seleção BB-BI em 2025.

## Saúde

Neutro



Seleção: **n/a**









O número de beneficiários de planos de saúde seguiu crescendo em 2024 e superou 51 milhões, impulsionado por um mercado de trabalho aquecido. A continuidade na aplicação de reajustes de preços e os esforços na gestão de sinistros resultaram em níveis de sinistralidade mais baixos, próximos dos observados no período de pré-pandemia, proporcionando um reequilíbrio financeiro para as operadoras. Para 2025, o aumento da taxa de juros, impactando o custo de captação, e o crescimento de demandas judiciais, elevando despesas e provisões, são alguns dos desafios que consideramos para o setor.



# Seleção BB-BI 2025

Sumário das empresas selecionadas.



Empresa	Ticker	Último Fechamento <sup>1</sup> (R\$)	Intervalo de Preço (R\$)	Varição 1 ano (%)	Preço-alvo Dez/2025 (R\$)	Potencial de Valorização (%)	Valor de Mercado (R\$ milhões)
ALUPAR	ALUP11	27,53	26,9  32,9	1,8%	37,85	37,5%	8.754,4
BRF	BRFS3	28,32	12,2  28,5	108,8%	33,00	16,5%	47.647,6
COPASA	CSMG3	24,75	18,9  26,4	45,5%	27,50	11,1%	9.411,3
CURY	CURY3	20,71	16,2  25,9	37,5%	27,50	32,8%	6.044,7
CAIXA SEGURIDADE	CXSE3	15,28	11,8  16,9	41,8%	17,50	14,5%	45.840,0
DIRECIONAL	DIRR3	29,81	19,7  33,9	64,7%	37,50	25,8%	5.172,0
ELETRONBRAS	ELET3	36,47	33,4  44,9	-10,9%	51,10	40,1%	85.254,4
GERDAU	GGBR4	20,47	16,7  21,0	15,0%	24,00	17,2%	41.912,4

Fonte: Bloomberg, BB-BI. (<sup>1</sup>Fechamento em 06/12/2024)

# Seleção BB-BI 2025

Sumário das empresas selecionadas.



Empresa	Ticker	Último Fechamento <sup>1</sup> (R\$)	Intervalo de Preço (R\$)	Varição 1 ano (%)	Preço-alvo Dez/2025 (R\$)	Potencial de Valorização (%)	Valor de Mercado (R\$ milhões)
GRUPO MATEUS	GMAT3	7,12	6,1 —■— 8,8	15,2%	10,40	46,1%	15.730,5
ISA ENERGIA	ISAE4	24,53	23,4 —■— 28,4	6,4%	33,40	36,2%	17.839,0
ITAU UNIBANCO	ITUB4	32,70	30,9 —■— 37,8	11,1%	42,00	28,4%	301.803,3
PETROBRAS	PETR4	39,03	32,4 —■— 42,1	32,2%	48,50	24,3%	532.049,5
SAO MARTINHO	SMTO3	25,23	23,8 —■— 34,4	-13,3%	31,00	22,9%	8.387,3
VIBRA ENERGIA	VBBR3	20,19	19,9 —■— 27,1	0,0%	30,00	48,6%	22.592,6
WEG	WEGE3	55,60	32,1 —■— 57,2	60,0%	62,00	11,5%	233.370,9

Fonte: Bloomberg, BB-BI. (¹Fechamento em 06/12/2024)

# Seleção BB-BI 2024: retrospectiva

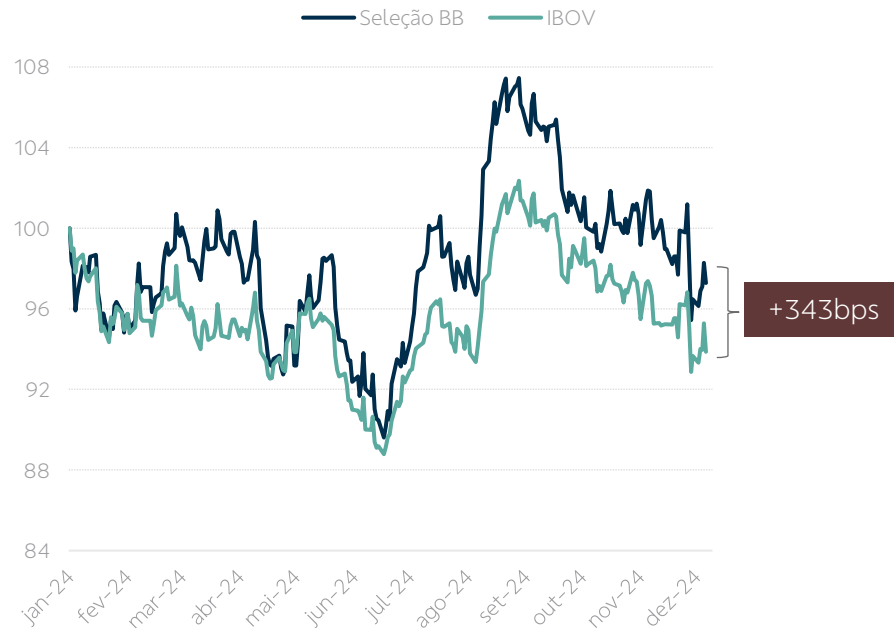
Na Seleção BB-BI 2024, as companhias indicadas apresentaram performances distintas, com destaque positivo para JBS, Weg e Direcional. Em uma perspectiva *equal weight*\*, o somatório do desempenho dos papéis indicados entregou um retorno de mais de 300 bps em relação ao Ibovespa.



Companhia	Ticker	Preço em 06/12/24	Varição 2024 (%)
B3	B3SA3	9,93	-29,4%
BTG Pactual	BPAC11	30,61	-17,2%
Cyrela	CYRE3	18,54	-20,8%
Direcional	DIRR3	29,81	42,9%
Grupo Mateus	GMAT3	7,12	1,7%
Itaú Unibanco	ITUB4	32,70	2,3%
Jalles Machado	JALL3	4,93	-36,5%
JBS	JBSS3	39,02	70,1%
Lojas Quero Quero	LJQQ3	2,56	-57,5%
Magazine Luiza	MGLU3	8,54	-60,2%
Petrobras	PETR4	39,03	18,9%
Sabesp	SBSP3	91,06	23,0%
Isa Energia	ISAE4	24,53	-7,4%
Vale	VALE3	56,81	-20,3%
Vibra Energia	VBBR3	20,19	-6,0%
Weg	WEGE3	55,60	53,1%
Ibovespa	IBOV	125.946	-6,14%
Alpha Seleção BB-BI			343 bps

## Desempenho Acumulado em 2024

Base 100 | Equal weight



Fonte: Bloomberg, BB-BI. (!Fechamento em 06/12/2024) | \*Equal weight: adoção de pesos iguais para todos os papéis indicados para formação de uma carteira teórica



 **BB INVESTIMENTOS**

# Seleção Fundos Imobiliários 2025

Dezembro 2024

Por **André Oliveira, CNPI-P**

menu

# Seleção FIIs BB 2025

Fundos Imobiliários | Com inflação desancorada e retomada do ciclo de alta de juros, o segmento de recebíveis deve apresentar bom patamar de dividendos e potencial para valorização das cotas, consolidando-se como uma boa opção para os investidores se posicionarem.

## Agronegócios

### Positivo



Seleção: **RZTR11**

Considerado um dos segmentos mais importantes para o crescimento do país, o agronegócio enfrentou alguns desafios em 2024. Observamos algumas quebras de safras em virtude de um clima adverso e uma série de Recuperações Judiciais, principalmente de companhias do segmento de varejo do agro, as quais possuem margens mais apertadas, além de alavancagens bastante elevadas. Para o ano que vem, segundo a Conab, ainda que haja um risco climático, espera-se um crescimento para a safra de 8,3%. **Dessa forma, o setor deve voltar a ter protagonismo no PIB do país, bem como os ativos ligados ao agro.**

Fonte: BB-BI.

## Crédito Privado

### Positivo



Seleção: **RECR11 e KNSC11**

O segmento de crédito representa 41% do índice (IFIX) e vem se tornando um porto seguro para os investidores que buscam menos volatilidade e níveis de dividendo atraentes indexado a IPCA ou CDI. Destacamos que, com saldo pressionado de poupança, o mercado imobiliário tem recorrido a emissão de CRIs para financiamento de seus projetos. Essa dinâmica, em conjunto com uma abertura da curva de juros, possibilitou aos FIIs de crédito a alocarem em CRIs com ótimo carregamento. **Portanto, seguimos confiantes com o segmento e enxergando bons níveis de retorno.**

## Híbrido

### Positivo



Seleção: **TRXF11 e GARE11**

O segmento híbrido é um dos mais recentes do IFIX e vem ganhando atratividade entre os investidores, mas a composição de cada portfólio pode variar conforme estratégia de cada gestora. Em razão de uma atividade bastante aquecida em termos de PIB, emprego e renda, nossa preferência se dá nos FIIs com exposição ao segmento de Renda Urbana, em especial naqueles com ativos bem localizados e com contratos atípicos de longo prazo ajustados por inflação, que acabam **combinando bom patamar de dividendo com potencial de destrave de valor a partir de reciclagens do portfólio.**

## Fundo de Fundos

### Neutro



Seleção: **n/a**

Cotado para ser uma das classes mais promissoras de 2024 em razão do ciclo de cortes de juros que observávamos no fim de 2023, os Fundos de Fundos (FoFs) apresentaram uma desvalorização bastante expressiva ao longo do ano, seguindo a piora macroeconômica. O resultado dessa classe é composto pelo rendimento dos FIIs investidos, e uma parte não recorrente deriva da venda de cotas de FIIs. Assim, **diante do cenário de alta de juros, acreditamos que haverá menos espaço para rotação e alguma pressão nos dividendos, principalmente naqueles com maior exposição em cotas de FIIs de tijolo.**

# Seleção FIIs BB 2025

Fundos Imobiliários | A continuidade do ciclo de alta da Selic deve seguir penalizando o desempenho dos fundos de tijolo, em especial os de escritórios e shoppings. No entanto, acreditamos que o atual patamar de desconto que negociamos aliado a boas teses ainda propicia algumas boas oportunidades para alocação.



## Galpões Logísticos

Positivo



Seleção: **BTLG11**

Impulsionado pelo crescimento do e-commerce nos últimos anos, o segmento logístico se adaptou e iniciou uma série de expansões e construções de novos ativos, refletindo em um certo equilíbrio que levou a uma acomodação no nível de vacância e no preço de locação. No 3T24, segundo a Colliers, o segmento atingiu 8,8% de vacância, o menor patamar desde o final de 2011, e um crescimento de 34% no preço médio por m<sup>2</sup> dos últimos 3 anos. Isso, somado ao elevado desconto que alguns FIIs negociam, **nos traz uma visão otimista para o segmento, principalmente para FIIs com ativos próximos de grandes centros urbanos.**

Fonte: BB-BI.

## Lajes Corporativas

Neutro



Seleção: **n/a**

Um dos mais impactados pela pandemia da Covid-19, o segmento de lajes ainda tenta recuperar os níveis operacionais de 2019. Com a retomada do trabalho presencial e aquecimento da atividade, **o mercado corporativo vem se recuperando, mas de forma lenta e gradual.** As regiões da Faria Lima (SP) e Zona Sul do Rio de Janeiro seguem com melhores indicadores de ocupação e preço médio por m<sup>2</sup>. Por outro lado, as demais regiões contam ainda com oferta abundante de espaços, refletindo em maior desafio de locação e repasse de preço. Em 2025, não enxergamos *upside*, considerando também o patamar de Selic esperado.

## Residencial

Neutro



Seleção: **MFII11**

Iniciamos 2024 com uma perspectiva favorável para o segmento residencial, por motivos como: (i) aumento do poder de compra da população; (ii) novas regras do Minha casa Minha Vida; (iii) custos controlados; e (iv) expectativa de cortes de juros. O cenário macro se deteriorou, refletindo em na retomada do ciclo de alta de juros, além dos custos de mão-de-obra e de materiais que voltam a preocupar, prejudicando a atividade construtiva de médio e alto padrão. No entanto, dada a manutenção dos dois primeiros itens, **ainda enxergamos um cenário favorável para as companhias que atuam dentro do segmento econômico.**

## Shoppings Centers

Positivo



Seleção: **HGBS11**

Apesar do cenário de queda de juros não se concretizar em 2024, o segmento de Shoppings acumula mais de R\$ 6 bilhões em captações no ano, justificado pela manutenção de bons indicadores operacionais. Isso, somado a um patamar de desemprego e renda da população em níveis bastante atrativos, deve se traduzir em um aumento no valor patrimonial desses FIIs após a reavaliação dos ativos, que geralmente acontece ao fim de cada ano. **Assim, o FIIs que já negociam com algum desconto em relação ao Valor Patrimonial, devem ficar ainda mais atrativos.**

# Seleção FIIs BB 2025

Priorizamos a combinação de bons patamares de dividendos com algum potencial de valorização das cotas.



Ativo	Segmento	Ticker	Taxa Adm + Gestão	IFIX (%)	Fechamento (R\$)	P/VPA (x)	Vol. Médio Diário 3M R\$ mil	Retorno (cota + rendimentos) - %				Dividend Yield <sup>2</sup> - %		
								Mês	6 meses	12 meses	No ano	Mês	6 meses	12 meses
Riza Terrax	Agro	RZTR11	1,25% + performance	1,29%	86,74	0,89	5,83	3,0%	-2,8%	-4,2%	-9,9%	1,3%	6,5%	12,9%
Mérito Desenvolvimento	Desenvolvimento Residencial	MFI11	2,00% + Performance	0,37%	90,69	0,84	1,35	-6,0%	-5,0%	15,2%	10,6%	1,3%	7,8%	15,7%
Guardian Real Estate	Híbrido	GARE11	1,00% + Performance	1,20%	8,63	0,96	9,38	-3,1%	1,5%	5,6%	4,0%	1,1%	6,2%	12,2%
TRX Real Estate	Híbrido	TRXF11	1,00% + Performance	1,52%	95,9	0,92	6,85	-3,0%	-6,2%	0,2%	-3,9%	1,0%	5,9%	12,4%
BTL Logística	Logístico	BTLG11	0,90%	3,11%	91,3	0,88	10,44	-4,0%	-5,1%	-0,2%	-4,2%	0,9%	5,1%	10,1%
Kinea Securities	Recebíveis	KNSC11	1,20%	1,18%	7,96	0,90	8,84	-7,5%	-7,2%	1,4%	-2,3%	1,0%	6,5%	12,7%
REC Recebíveis	Recebíveis	RECR11	1,20%	1,49%	72,33	0,79	2,61	-5,0%	-13,2%	-4,0%	-7,8%	1,5%	6,9%	14,4%
Pátria Shoppings	Shoppings	HGBS11	0,60%	1,86%	184,9	0,82	3,45	-4,1%	-9,0%	-8,6%	-11,9%	0,9%	5,3%	11,1%

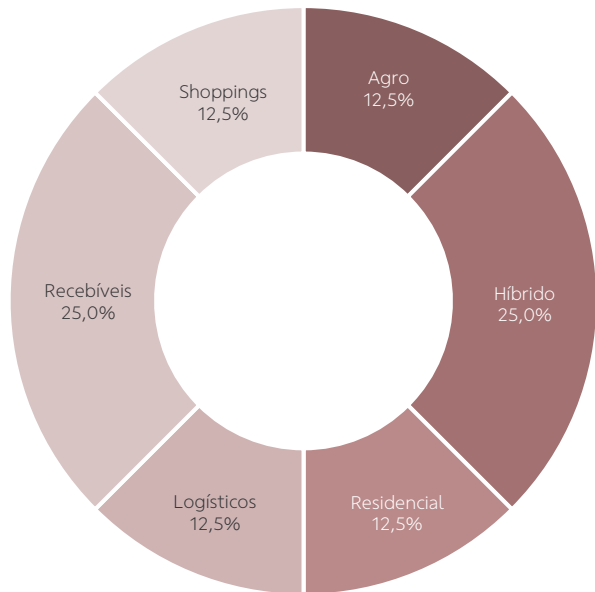
Fonte: Economática, BB-BI | <sup>1</sup>Fechamento em 06/12/2024 | <sup>2</sup>Considera os últimos dividendos pagos pelo preço em 06/12/2024

# Seleção FIIs BB 2025

Considerando um cenário de juros elevados e inflação desancorada, optamos por uma seleção com maior composição de FIIs de recebíveis, historicamente mais resilientes, junto com FIIs de tijolo com boa diversificação de ativos, inquilinos relevantes e bons contratos de longo prazo ajustados por inflação.

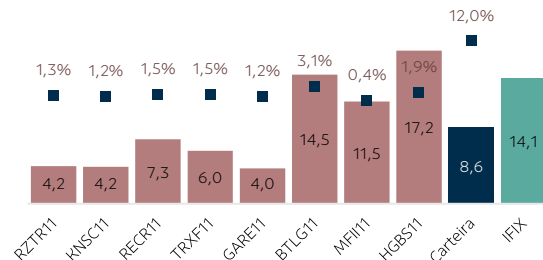


## Composição Seleção BB-BI por segmento



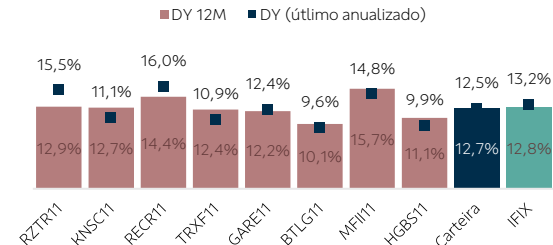
## Peso no IFIX e longevidade

% do IFIX e anos desde o IPO



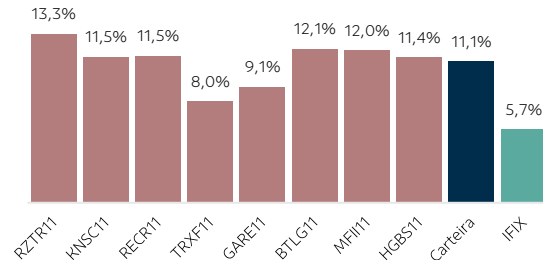
## Dividend Yield 12M

% 12 meses



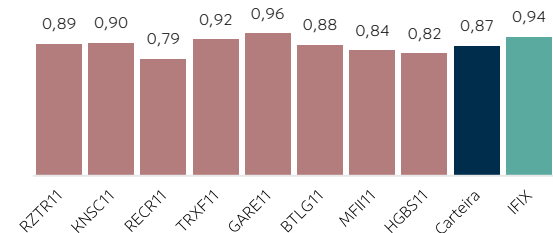
## Volatilidade 12m

%



## Preço x Valor Patrimonial

Vezez



Fonte: Economática, BB-BI | Data base: Fechamento em 06/12/2024





# Commodities

Dezembro 2024

Por **Victor Penna, CNPI-P**  
**Wesley Bernabé, CFA**  
e time de *research* do BB-BI

# Commodities

O nível de preço das commodities metálicas deve continuar correlacionado ao patamar de demanda na China, que pode ser influenciado pela adoção de novos estímulos à economia. Os preços de petróleo devem ser ligeiramente menores do que os observados em 2024. Em etanol, o crescimento deve vir na produção de etanol à base de milho.



## Minério de ferro



Após tocarem no patamar de US\$ 90/tonelada, as cotações ganharam impulso no final de setembro, após o anúncio de um pacote de medidas pelo governo chinês, mas a combinação da deterioração dos dados da indústria siderúrgica na China e dos estímulos posteriores aquém do esperado, voltou a pressionar os preços da commodity. Para 2025, a trajetória de preço de minério está amplamente ligada ao nível de demanda na China, e da estratégia do governo chinês com relação a novos incentivos à economia, principalmente em função da potencial mudança da relação comercial com os EUA.

Fonte: Bloomberg, BB-BI.

## Celulose



Os preços de celulose tiveram uma escalada no 1S24, refletindo o cenário de oferta apertada e de demanda aquecida, principalmente na Europa, cujos estoques estavam desabastecidos. No entanto, a partir da segunda metade do ano, a combinação de aumento da oferta global pela inauguração de novas plantas, normalização dos estoques na Europa e demanda enfraquecida na China levaram a uma forte correção nos preços de fibra curta. Para 2025, esperamos a continuidade da tendência vista no 2S24, já que o *ramp-up* das novas plantas e o respectivo aumento na oferta deve limitar novos avanços nos preços.

## Petróleo



A demanda global por petróleo em 2025 deve crescer moderadamente (em 1,2 milhão de barris por dia, segundo a ISO), liderado por países fora da OCDE, como Índia e China. Na oferta, os cortes de produção da OPEP+ devem influenciar o mercado no início de 2025, mas a expectativa de aumento da produção global, dentro e fora do grupo, tende a elevar os estoques no segundo semestre, pressionando os preços para baixo. A média anual da IEA é de US\$ 76/b. Riscos geopolíticos permanecem como fatores de incerteza, podendo criar prêmios temporários nos preços e impactar o equilíbrio entre oferta e demanda.

## Etanol



Na safra 2024/25, o crescimento da produção total de etanol deve ser de 1,3%, segundo a Conab, com o aumento na produção de etanol de milho (+22%) compensando a redução de 2,8% na produção do etanol a base de cana-de-açúcar, devido às condições climáticas desfavoráveis. Vemos um cenário de crescente demanda global por etanol, especialmente na Ásia. No entanto, custos elevados de insumos, como fertilizantes e diesel, além de juros domésticos altos, podem comprometer a competitividade, especialmente das usinas com maior alavancagem e menor capacidade de estocagem e de exportação.

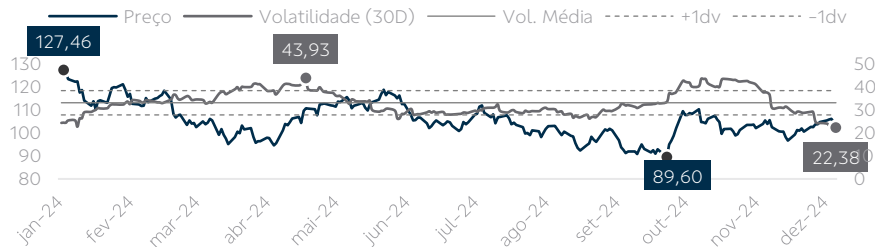
# Commodities

A expectativa de novos estímulos na China e as incertezas sobre a demanda de minério devem manter a volatilidade, cuja média projetamos em torno de US\$ 92 por tonelada. O petróleo deve seguir com preços entre US\$ 70 e US\$ 80, com produção limitada pela OPEP+ e demanda mais fraca das principais economias globais.



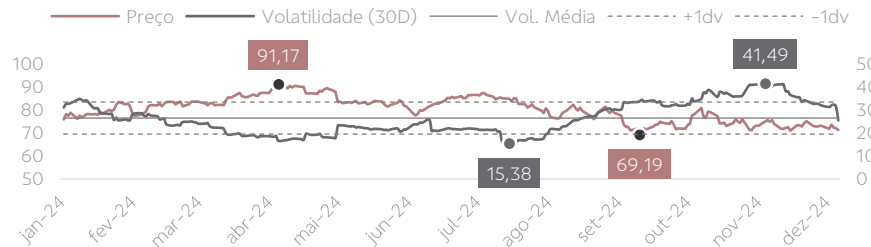
## Minério de Ferro (62% Fe)

US\$/ton



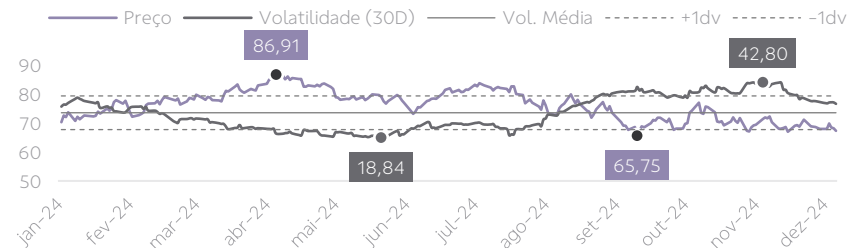
## Petróleo (ICE Brent)

US\$/barril



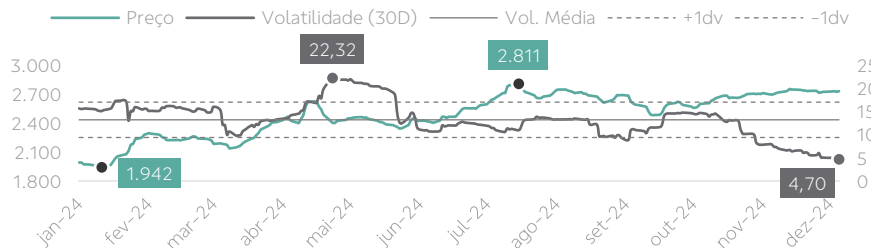
## Petróleo (WTI)

US\$/barril



## Etanol (hidratado)

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



Fonte: Bloomberg, BB-BI.

# Commodities

As projeções apontam para uma oferta abundante de soja na próxima safra, enquanto a relação estoque/uso para o milho se mostra mais apertada. O Brasil deve manter seu protagonismo no mercado exportação, tanto na agricultura quanto no mercado de proteínas animais.



## Milho



Apesar das estimativas apontarem aumento de produção aqui no Brasil, as projeções do USDA indicam queda na produção com elevação do consumo mundial. Com isso, após atingir as mínimas em agosto/24, a cotação do milho na bolsa de Chicago tem sustentado altas sob a perspectiva de uma relação oferta x demanda mais apertada na safra 2024/25. Combinado a isso, observamos também prêmios sobre a paridade de exportação em reais, que ainda podem se manter positivos em uma eventual tensão provocada pelos EUA com a nova política comercial do Governo Trump.

## Soja



Após uma safra prejudicada pelo fenômeno El Niño, as estimativas para a safra brasileira 2024/25 apontam para recuperação da produtividade e atingimento de 166 milhões de toneladas de produção (+12,5% a/a). As perspectivas de fartos estoques do grão na safra 2024/25, com o excedente mundial chegando a 23 milhões de toneladas, têm mantido a cotação da soja na bolsa de Chicago em patamares historicamente baixos. Aqui no Brasil, a desvalorização do real tem ajudado a sustentar os preços aos produtores.

## Açúcar



No Brasil a Conab estima uma produção de açúcar de 44 milhões de toneladas, 3,7% inferior à safra 2023/24, com menor disponibilidade de cana-de-açúcar para moagem. No cenário global, de acordo com a USDA, a produção de açúcar deve aumentar 1,5% a/a, com maior produção na China, Índia e Tailândia, mais do que compensando a menor produção no Brasil. O consumo deve atingir um novo recorde com o crescimento em mercados como a Índia. Os estoques devem ser reduzidos, com a queda na Tailândia compensando o aumento nos estoques na Índia, o que pode ajudar a suportar os preços.

## Boi Gordo



Após atingir a mínima do ano em junho de R\$ 215, a arroba do boi gordo vem apresentando recuperação das cotações, superando os R\$ 340 em novembro, em um contexto de menor oferta na entressafra combinada ao excelente escoamento da indústria. As perspectivas para 2025 são de manutenção das cotações em patamares elevados, diante da menor disponibilidade de fêmeas para abate com a virada do ciclo pecuário. Apesar da elevação da cotação do boi gordo e da menor produção de carne bovina, esperamos crescimento do volume de exportação diante da manutenção da forte demanda internacional.

Fonte: Conab, Bloomberg, USDA, ESALQ, UNICA, BB-BI.

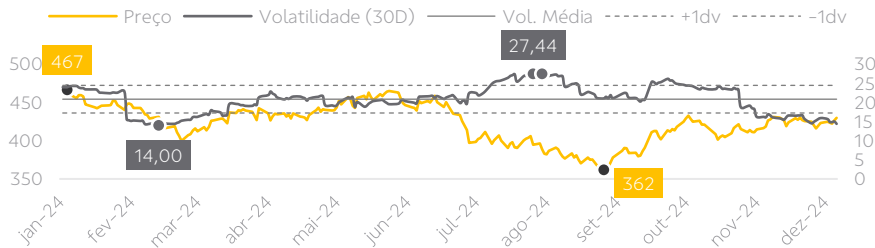
# Commodities

Elevação do preço do boi gordo ao final de 2024 antecipa a virada do ciclo pecuário no Brasil, com menor oferta de animais para abate. Safras recordes de soja nos principais produtores pressionam cotação do grão, enquanto a forte demanda de milho sinaliza perspectivas mais favoráveis para as cotações do grão.



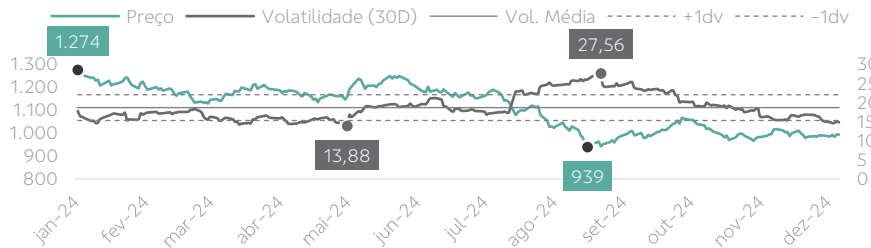
## Milho

US\$ cents/bushel



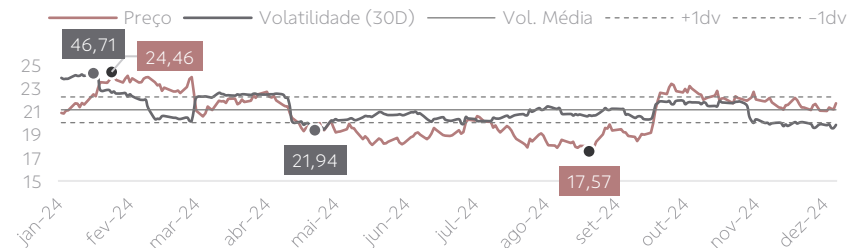
## Soja

US\$ cents/bushel



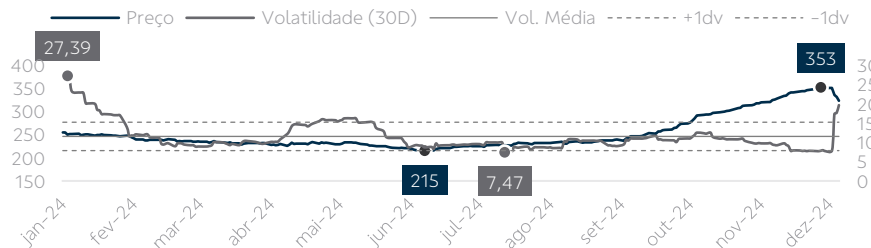
## Açúcar

US\$ cents/pound



## Gado

R\$/@



Fonte: Bloomberg, BB-BI.



 **BB INVESTIMENTOS**

# Macroeconomia

Dezembro 2024

Por **Marcelo Rebelo**  
Economista-chefe do Banco do Brasil

menu

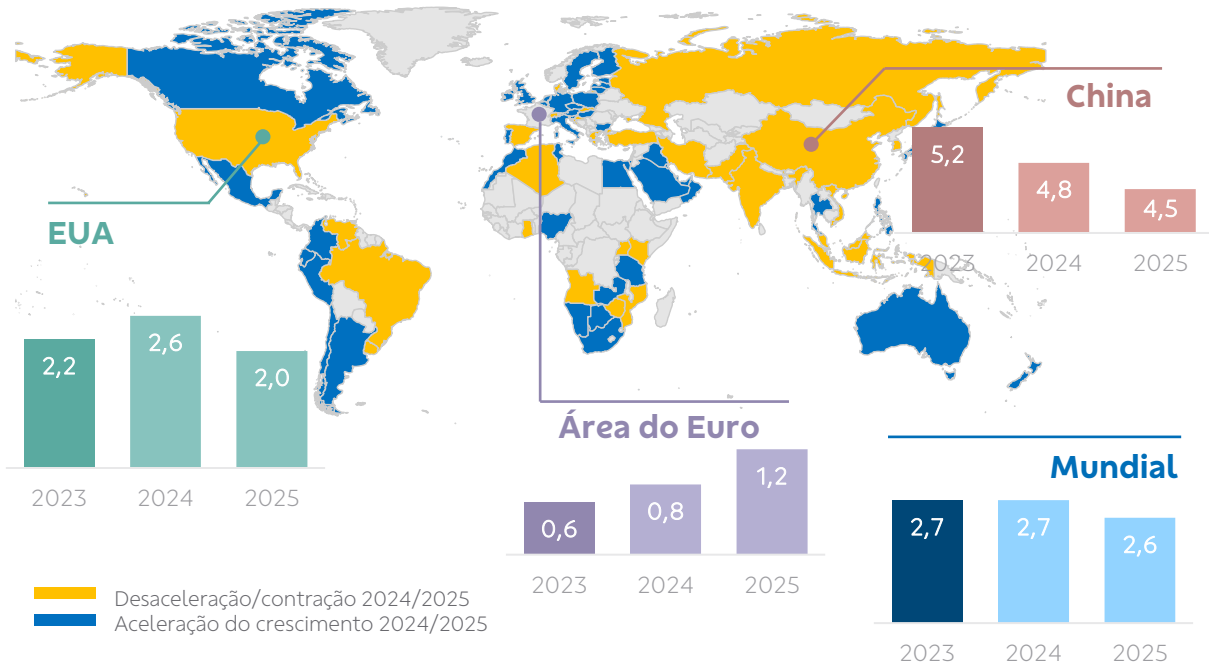
# Global: atividade e riscos

Economia mundial segue em tendência de desaceleração moderada.



## Produto Interno Bruto (PIB)

% a/a



Fonte: Oxford Economics, BB/Assessoramento Econômico.

## Atividade e riscos econômicos

Nos EUA e na área do euro, o ciclo de redução dos juros deve continuar em 2025. No entanto, o ritmo tende a ser diferente entre elas. A Europa enfrentará desafios para crescer, o que exige juros mais baixos. Por outro lado, pre vemos que os EUA sigam com crescimento robusto, mas menor que 2024, influenciado pelo corte de impostos e medidas protecionistas no comércio exterior. Esses fatores tendem a manter os juros mais altos por lá do que inicialmente prevíamos.

Na China, 2025 será um ano desafiador tanto no contexto internacional quanto em relação aos problemas internos. O crescimento deverá ser menor devido aos desafios impostos pelo menor espaço fiscal, — especialmente nos governos locais — e pelo ambiente global de menor crescimento e mais protecionismo.

No Oriente Médio, 2025 deve ser marcado pela acomodação das tensões entre Israel e Irã, o que contribui para minimizar riscos em relação ao preço do petróleo. Todavia, incertezas políticas e econômicas ainda estarão presentes.

Na América Latina, o menor crescimento da China e do mundo, com o maior protecionismo comercial em 2025, especialmente nos EUA, serão desafios para o crescimento. A flexibilização monetária em curso nas economias avançadas e a inflação cadente são vetores que podem mitigar parcialmente os riscos.

Globalmente, com a perspectiva de maior protecionismo comercial e com importantes economias crescendo menos, o ambiente econômico deverá ser menos dinâmico.

# Global: inflação e juros

Menos juros pelo mundo, mas protecionismo comercial e estímulos mitigam o processo de flexibilização monetária.



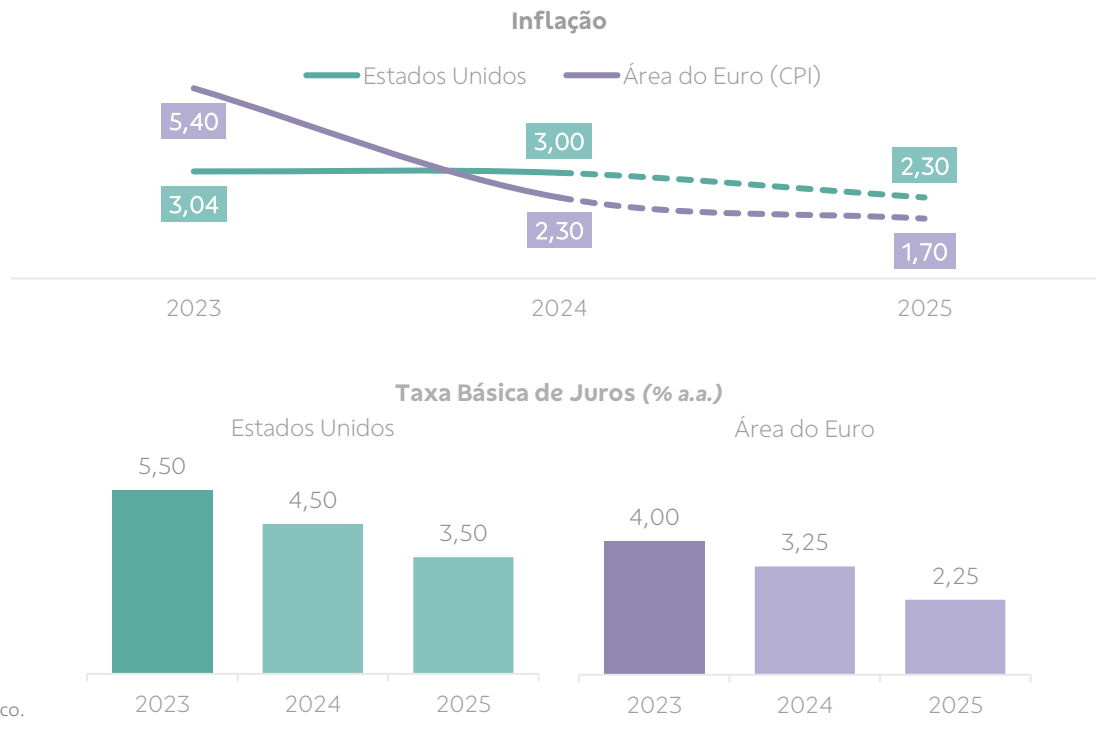
Nos Estados Unidos, com a eleição definida e a plataforma de governo de Donald Trump já conhecida, a perspectiva é de que a maior economia do mundo cresça um pouco mais do que prevíamos anteriormente, mas menos que em 2024, em função dos cortes de impostos e flexibilização regulatória. Esse fato, aliado à política anti-imigração e ao protecionismo comercial de Trump, deve pressionar os preços nos EUA, tornando o quadro inflacionário mais desafiador.

Esses fatos serão preponderantes para a definição dos juros básicos terminais nos EUA em nosso cenário base. Atualmente, prevemos que a *Fed Funds Rate* encerre 2025 em 3,50%, mas esta visão possui viés de alta. Tal dinâmica deve manter o dólar forte ante a maior parte das moedas, em especial das emergentes. Isso deve pressionar os preços nesses países, mitigando o espaço para cortes de juros.

Quanto à área do euro, diante do quadro de crescimento debilitado e inflação cadente, o atual ciclo de cortes seguirá no decorrer do próximo ano. Nossa expectativa é de que os juros sigam em queda, atingindo o patamar de 2,25% ao fim de 2025.

Fonte: FED e BCE. Projeção: Oxford Economics e BB/Assessoramento Econômico.

## Inflação e taxa básica de juros





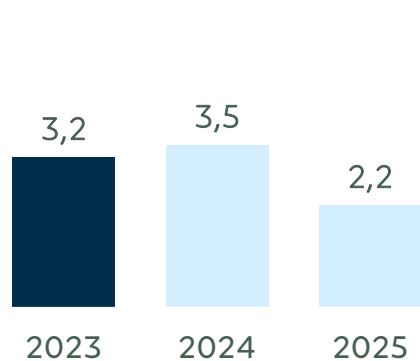
# Brasil: atividade e mercado de trabalho

PIB aquecido e forte dinamismo do mercado de trabalho dão o tom da atividade econômica em 2024, mas ritmo ao longo de 2025 deve ser de arrefecimento.



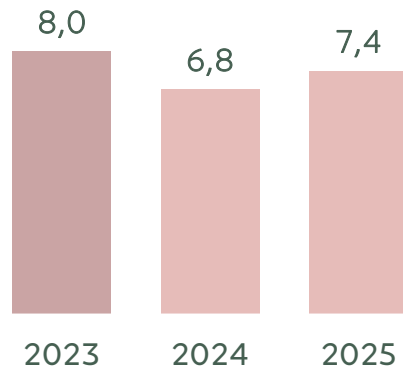
## PIB

Var. %



## Taxa média de desocupação

% da PEA



A primeira metade de 2024 mostrou uma atividade econômica bastante aquecida. O PIB avançou de forma disseminada com números positivos para os componentes da demanda, com destaque para o consumo das famílias, na esteira do impulso fiscal e do crédito, e para os investimentos, na esteira da melhora da construção civil e bens de capital. Para a segunda metade de 2024, a atividade continua apontando para um crescimento robusto, ainda que em intensidade mais branda. Esses pontos nos levam a projetar um crescimento do PIB de 3,5% em 2024. Para 2025, esperamos um crescimento impulsionado pela agropecuária (PIB Agro deve superar 5,0%) e um mercado de trabalho ainda dinâmico, vetores que sustentam uma visão de crescimento de 2,2%. Ressaltamos que juros em patamares mais contracionistas é um importante fator limitador para um crescimento mais robusto do crédito e da atividade econômica no próximo ano.

Em relação ao mercado de trabalho, o emprego mostrou resiliência neste ano, com a taxa de desemprego caindo para 6,4% no 3T24 como resposta ao avanço da criação líquida de vagas de emprego. Estimamos que a taxa média de desocupação fique em 6,8% em 2024, e que os rendimentos reais médios e a massa de salários cresçam 4,7% e 7,4%, respectivamente, no período.

Para o ano de 2025, estimamos que taxa de desocupação média encerre o ano em 7,4%, ou seja, uma piora marginal em relação ao número de 2024. Já o rendimento médio real dos trabalhadores deve crescer 2,8%, traduzindo-se em um avanço de 3,7% na massa de salários.

Fonte: IBGE. projeção BB/Assessoramento Econômico.

# Brasil: inflação

Mesmo com juros em terreno restritivo, processo de desinflação segue desafiador no próximo ano.

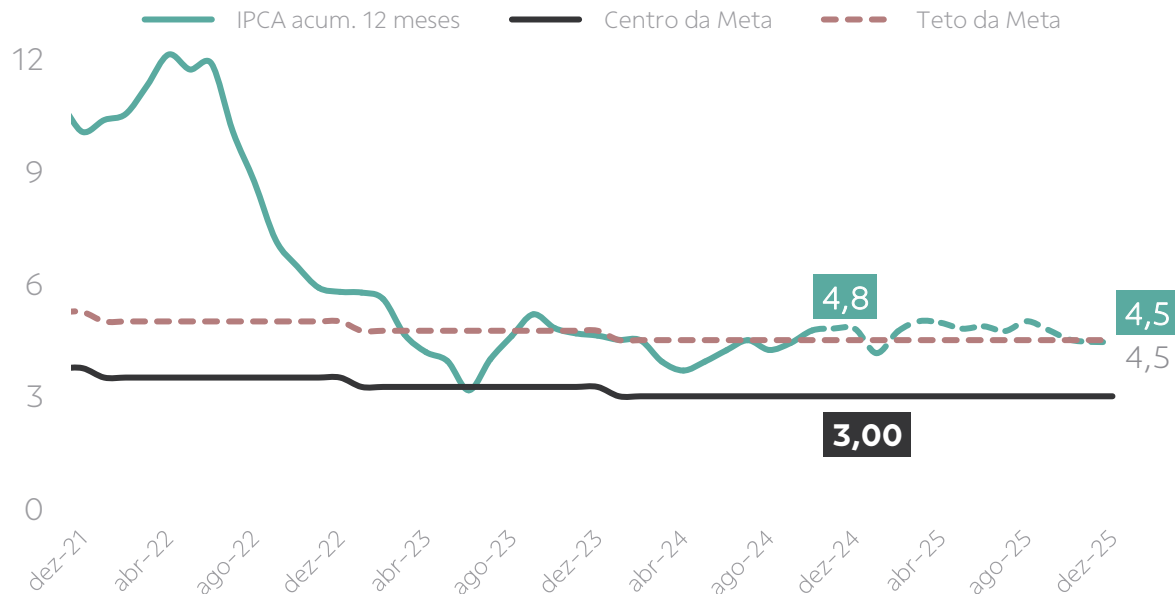


Em relação ao IPCA, 2024 mostrou-se mais desafiador que o esperado no início do ano, contrariando as expectativas de um processo de desinflação. Destaque para os impactos de intempéries climáticas, com efeito altista sobre preços de alimentos e de energia elétrica. Diante de um mercado de trabalho robusto, com a taxa de desocupação atingindo níveis historicamente baixos e a massa de salário com sucessivos recordes, a inflação de serviços também tem sido importante vetor da dinâmica inflacionária neste ano. Contemplamos em nosso cenário mais provável **IPCA equivalente a 4,8% ao final do ano**, resultado **acima** do teto da meta de 4,5% estabelecido pelo Conselho Monetário Nacional.

Para 2025, em virtude de uma política monetária mais contracionista, **esperamos por um processo de desinflação gradual, com o IPCA apresentando variação de 4,5% no período**, no limite superior da banda de inflação. Entre os vetores, destaca-se a perspectiva de desaceleração de alimentos e monitorados. Por outro lado, os efeitos de indexação favorecem pressões adicionais dos preços de serviços, enquanto o câmbio depreciado tem importante contribuição para o avanço de bens comercializáveis.

## Inflação ao consumidor (IPCA)

% acumulado 12 meses



Fonte: IBGE, projeção BB/Assessoramento Econômico.

# Brasil: política monetária

Incertezas externas e domésticas elevaram a pressão sobre as expectativas inflacionárias e trazem repercussões sobre a curva de juros.

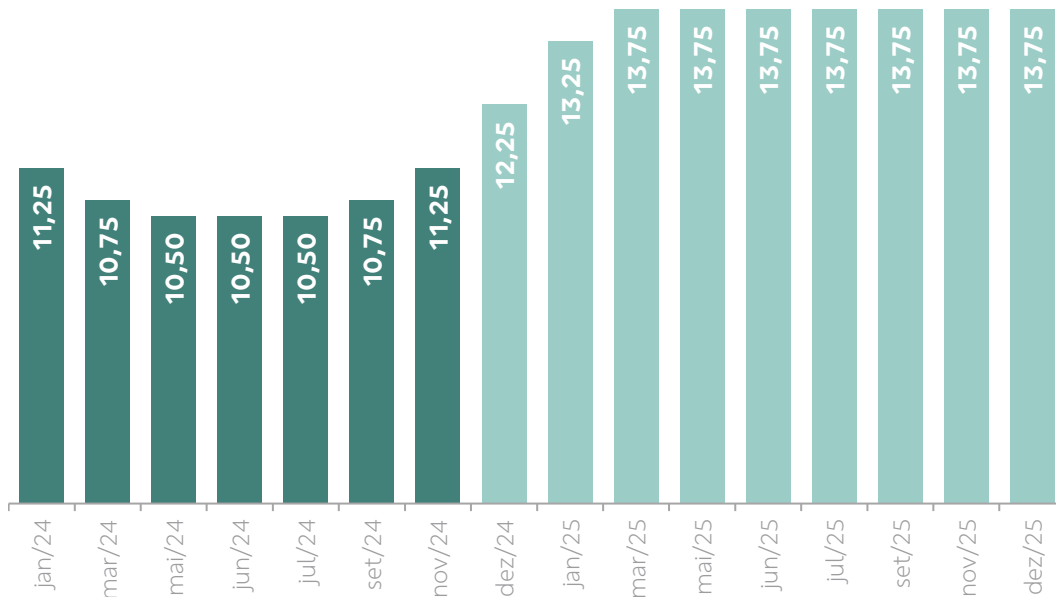
O cenário global mais incerto, principalmente após as eleições americanas, deve ampliar a aversão ao risco nos países emergentes e pressionar a nossa moeda. Esse ambiente deve trazer implicações sobre os preços domésticos via canal da taxa de câmbio (maior custo para os bens importados), o que, em última instância, exige uma postura mais contracionista em termos de taxa de juros.

Além disso, questões internas como economia aquecida, mercado de trabalho e crédito resilientes e desancoragem das expectativas de inflação impõem um conservadorismo adicional em relação à condução da política monetária.

Diante desse cenário, esperamos novas elevações dos juros, alcançando o máximo de 13,75%, patamar que deve ser mantido ao longo de todo no ano de 2025. Esse fato está relacionado à maior dificuldade de convergência do IPCA para região mais próxima à meta de 3,0% que o Banco Central persegue. Dessa forma, esperamos por um patamar significativamente contracionista das taxas de juros até o primeiro trimestre de 2026, momento em que se iniciaria um processo de queda estimulado pela melhora nas condições inflacionárias, permitindo que a Selic atinja 11,0% no final de 2026.

## Selic permanecerá em campo contracionista ao longo de 2025

% ao ano



Fonte: IBGE, projeção BB/Assessoramento Econômico.

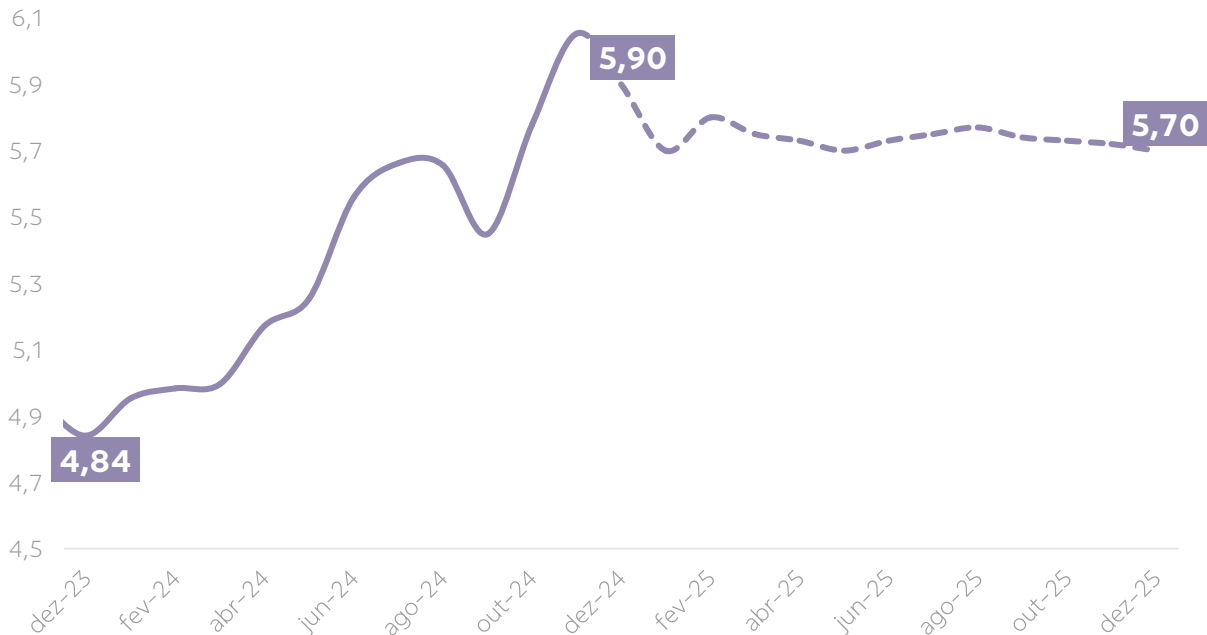
# Brasil: câmbio

Próximo ano será marcado por um câmbio depreciado, repercutindo um cenário desafiador no exterior.



## Projeção do câmbio ao longo de 2024/25

R\$ / US\$



A relação real/dólar mostrou elevada volatilidade ao longo deste ano. Preocupações com a trajetória fiscal no Brasil, cenário político incerto nos EUA e uma China que, mesmo com o anúncio de estímulos, tem trazido incertezas, foram fatores preponderantes para esse quadro.

Para este ano, entendemos que o desafio de arrefecer o câmbio tornou-se mais difícil ante uma elevação tensão financeira e um quadro político nos EUA definido de forma que tende a fortalecer o dólar.

Para 2025, ainda que a safra agrícola por aqui seja recorde e favoreça nossas contas externas, entendemos que o resultado das eleições nos EUA traz grandes desafios para os mercados emergentes – com dólar forte e uma *Fed Funds* em patamar terminal mais elevado. Ademais, há a persistente incerteza do mercado associada à trajetória das contas públicas. Diante desses fatores, projetamos que o câmbio encerrará 2025 em patamar equivalente a R\$/US\$ 5,70. Ademais, destacamos que a volatilidade no decorrer de 2025 poderá implicar em um real mais fraco por boa parte do próximo ano, ocasionando um câmbio médio mais elevado em 2025 do que o observado no ano de 2024.

Fonte: Bloomberg, projeção BB/Assessoramento Econômico.

# Brasil: fiscal

Embora Executivo e Legislativo mostrem compromisso pela busca do equilíbrio das contas públicas, desafios no cenário fiscal deverão permanecer no cenário ao longo do próximo ano.



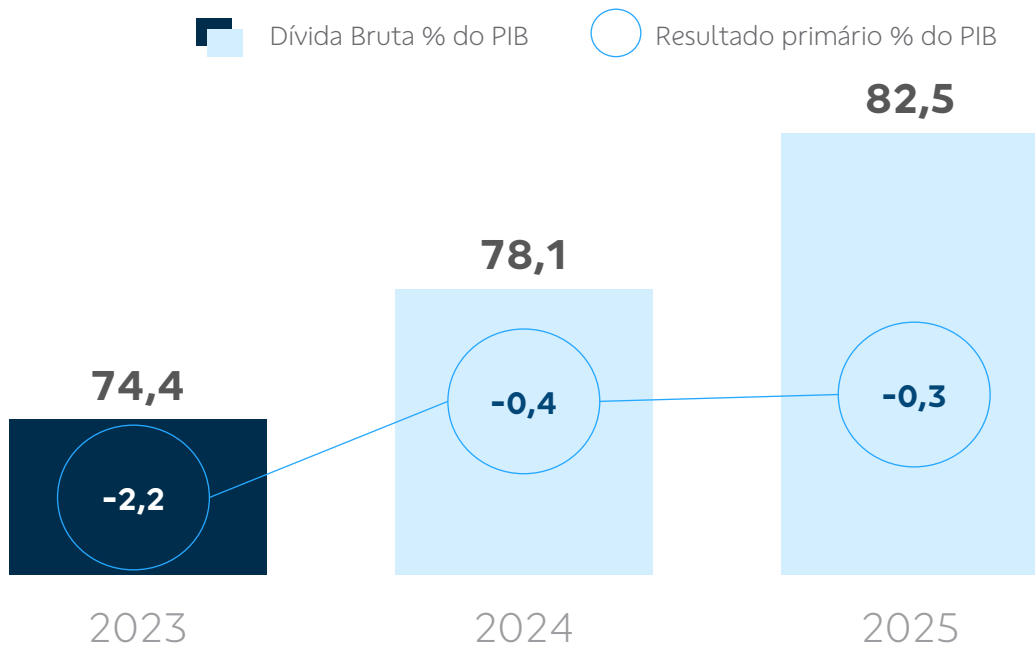
O ano de 2024 tem sido marcado por significativos desafios no campo fiscal. Embora os níveis de arrecadação do Governo Central tenham atingido volume recorde relativo a impostos, houve uma certa frustração das receitas estimadas pelo Executivo, em especial das medidas adicionais aprovadas em 2023.

Em relação às despesas, o crescimento elevado dos gastos com a previdência, além de impactos trazidos por questões climáticas, tais como as fortes chuvas no Rio Grande do Sul e as queimadas em diversas regiões do Brasil, devem fazer com que o resultado primário do setor público consolidado apresente déficit de 0,4% do PIB e a relação dívida/PIB, medida pela Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), chegue em 78,1% do PIB.

Para o próximo ano, as medidas adotadas no Pacote Fiscal apresentado pelo Governo devem contribuir para a sustentação do arcabouço fiscal. Nesse sentido, a projeção de déficit de 0,3% do PIB para o resultado primário do setor público consolidado representa o atingimento da meta fiscal por parte do Governo Central no próximo ano. Todavia, a relação dívida/PIB deverá continuar em trajetória de evolução ao atingir 82,5% do PIB.

## Resultado fiscal

% do PIB



Fonte: Banco Central, BB/Assessoramento Econômico. \*Dívida Bruta do Governo Geral

# Brasil: crédito

Após um ano de forte crescimento, carteira de crédito no Sistema Financeiro Nacional deverá evoluir em linha com a acomodação da atividade em 2025 e com ciclo de juros mais restritivo.

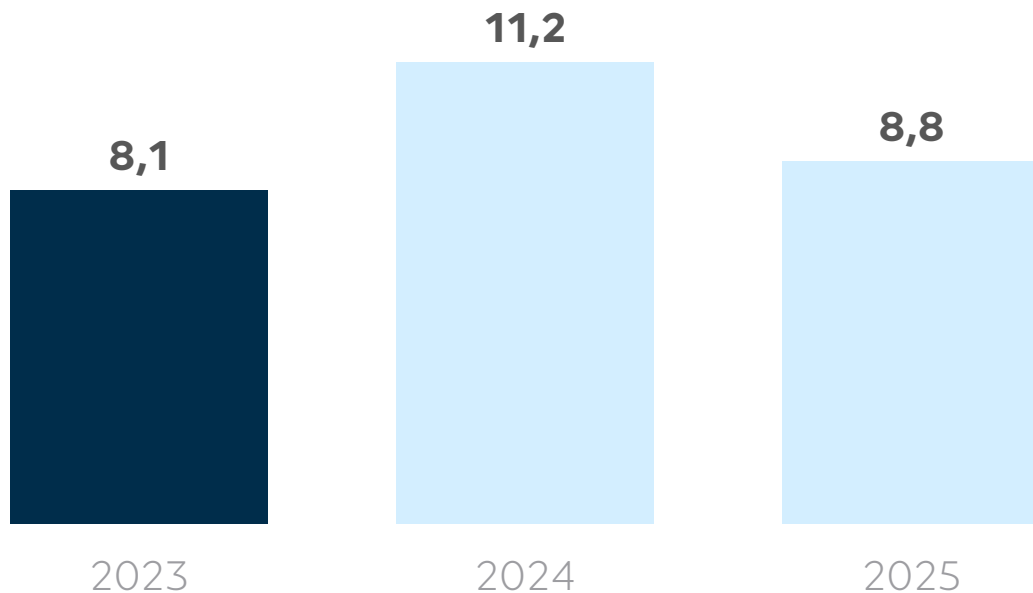


A pujança da atividade econômica e do mercado de trabalho são fatores que têm contribuído significativamente para a evolução da carteira de crédito no Sistema Financeiro Nacional (SFN) em 2024. Nesse sentido, a recuperação da carteira livre PJ, influenciada pela melhora dos setores mais cíclicos da economia, como a indústria e os serviços, e o crescimento da carteira livre PF, puxada pelo bom desempenho do mercado de trabalho e elevação da renda das famílias (que estimula a demanda por produtos de maior valor agregado, como veículos e outros bens duráveis, também dependentes do crédito), deve levar ao crescimento de 11,2% do volume de recursos da carteira de crédito total no SFN neste ano.

Olhando à frente, em especial para o próximo ano, o atual ciclo de aperto monetário promovido pelo Comitê de Política Monetária (Copom), com a elevação da taxa básica de juros, deverá levar à atividade a uma relativa acomodação se comparada a 2024. Adicionalmente, a elevação dos juros básicos deverá impactar diretamente o custo dos empréstimos bancários, com maior efeito sobre as carteiras com recursos livres às famílias e às empresas, levando à expansão de 8,8% da carteira de crédito total no SFN em 2025.

## Carteira de crédito total SFN

Variação % ao ano



Fonte: Banco Central, BB/Assessoramento Econômico.

# Brasil: cenário-base

Projeções das principais variáveis.



## Cenário base

Projeções BB

		2023	2024e	2025e
PIB	var. % a.a.	3,2	3,5	2,2
Desemprego <sup>1</sup>	% da PEA	8,0	6,8	7,4
Câmbio <sup>2</sup>	R\$/US\$	4,84	5,90	5,70
Selic <sup>2</sup>	% a.a.	11,75	12,25	13,75
IPCA <sup>2</sup>	% a.a.	4,6	4,8	4,5
Crédito total SFN	% a.a.	8,1	11,2	8,8

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



# Renda Fixa e Crédito Privado

Dezembro 2024

Por **Viviane Silva, CFP, CNPI-P**  
**Melina Constantino, CNPI-P**  
**Fernando Cunha, CNPI-P**

menu



# Renda fixa e crédito privado em destaque

Juros e inflação em patamares mais altos do que o antes previsto, boa rentabilidade acumulada e, por consequência, elevada demanda, colocaram o crédito privado como protagonista na classe de renda fixa no ano.



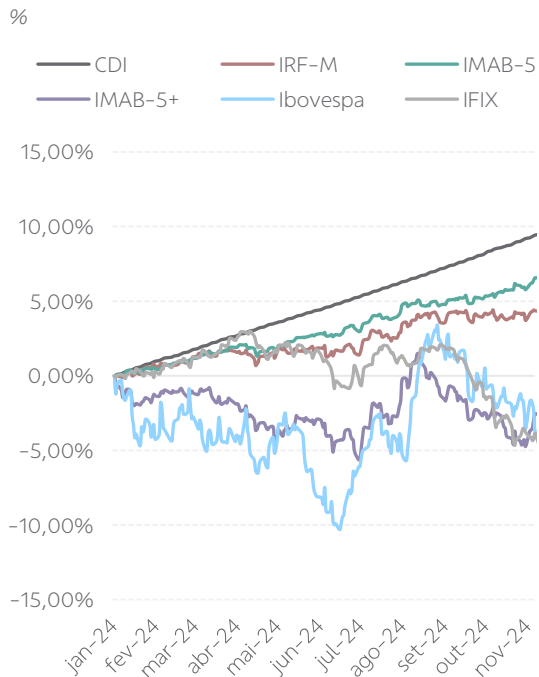
## Protagonistas de 2024

A elevação dos juros, no contexto de maior pressão sobre as expectativas inflacionárias, colocou a renda fixa nos holofotes em 2024. A volatilidade acentuada do cenário macroeconômico, tanto nos aspectos domésticos como externos, acabou afastando o investidor de ativos de maior risco e grande parte dos recursos migrou para a renda fixa. **Especialmente neste ano, o crédito privado merece destaque ao ganhar maior representatividade no portfólio de investimentos do investidor pessoa física.**

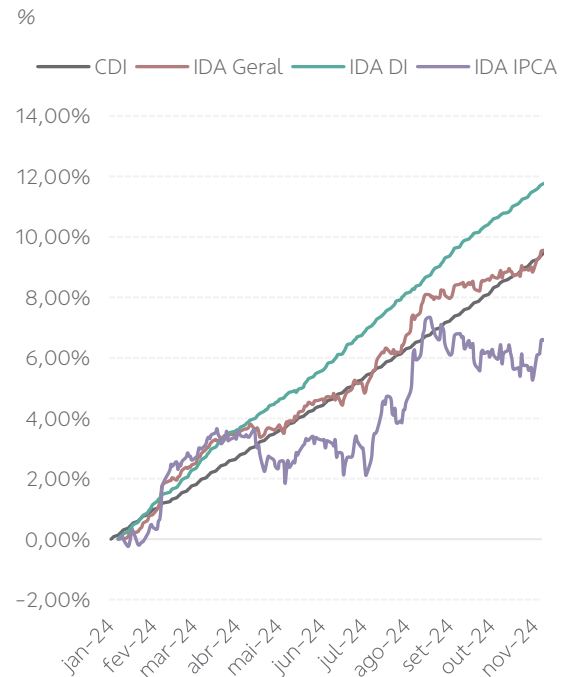
A demanda foi impulsionada por diversos fatores e a seletividade na escolha de ativos e emissores foi se tornando cada vez mais essencial, o que continuará sendo indispensável em 2025, considerando os prêmios de risco em níveis bastante baixos e, até o momento, sem sinais claros de reversão para uma tendência de alta. Além disso, a atual conjuntura de um período mais prolongado de juros elevados exige mais cautela na alocação em títulos privados, principalmente ao considerar emissores mais alavancados e cíclicos.

Fonte: Anbima, Bloomberg, BB-BI.

## Desempenho acumulado no ano



## Índices de debêntures Anbima



# Curvas de juros no Brasil (1/3)

A curva de juros futuros apresentou forte abertura dos prêmios de risco em toda sua extensão diante de preocupações fiscais e pressões inflacionárias no decorrer de 2024.

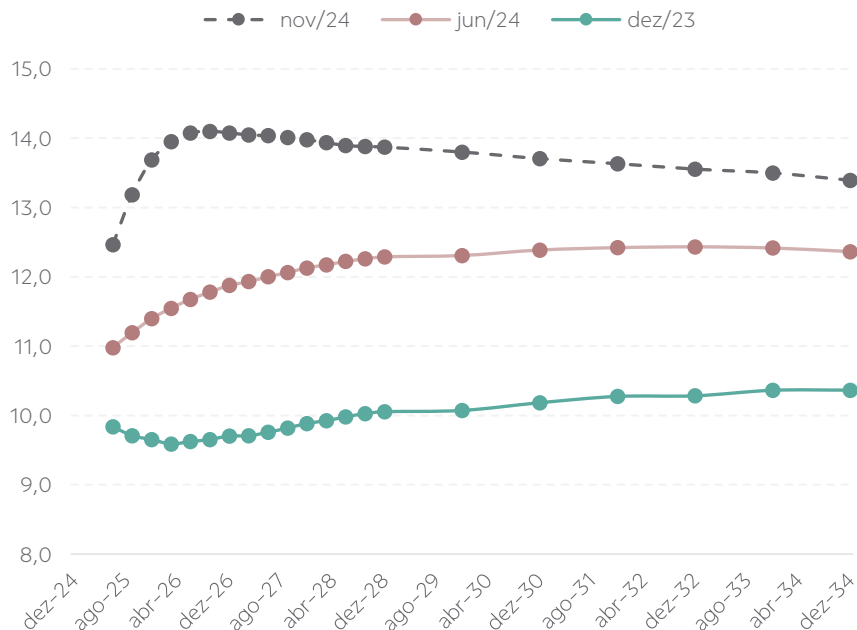
## Juros reais muito elevados...

Fatores externos e domésticos movimentaram de forma considerável as curvas de juros no Brasil ao longo de 2024. Desde o início do ano, a postergação das expectativas sobre o início do ciclo de corte de juros pelo Fed, nos EUA, se refletiu em volatilidade e em abertura da curva de juros doméstica, na comparação com o final do ano anterior. No entanto, no momento em que a flexibilização monetária se iniciou nos EUA, com um corte de 0,50 p.p. em 18/09, o Comitê de Política Monetária brasileiro elevou juros pela primeira vez depois de 26 meses devido, entre outros fatores, à preocupação com a aceleração inflacionária e as incertezas fiscais no país. Os desafios domésticos ficaram evidenciados na **elevação das taxas de juros reais, que chegaram ao pico de IPCA + 7% a.a. em novembro**, o maior patamar observado nos últimos 12 meses e quase 200 bps superior em relação ao valor precificado no começo do ano. Além da pressão sobre as expectativas de inflação no curto e médio prazos, as preocupações do mercado em relação às medidas de controle fiscal têm pesado sobre as taxas do **Tesouro IPCA+**, abrindo **oportunidades de alocação em níveis bastante rentáveis aos investidores**. No cenário externo, após a eleição de Donald Trump à presidência dos Estados Unidos, o receio de que as políticas anunciadas sejam inflacionárias alterou as apostas sobre os próximos passos do Fed na condução da política monetária no país, com aumento da possibilidade de os Fed Funds estacionarem em patamar mais elevado do que se previa anteriormente. Neste contexto, **acreditamos que em 2025 a renda fixa deve permanecer atrativa tanto no Brasil como nos EUA, com possibilidade de diversificação entre ativos indexados (CDI e IPCA) e prefixados.**

Fonte: Anbima, Bloomberg, BB-BI.

## Curva DI futuro

% a.a.



# Curvas de juros no Brasil (2/3)

Renda fixa oferece possibilidade de ganhos de alocação, especialmente no carregamento de ativos indexados ao IPCA, mas exige cautela diante de um cenário de elevada volatilidade e desafios no âmbito global e doméstico.



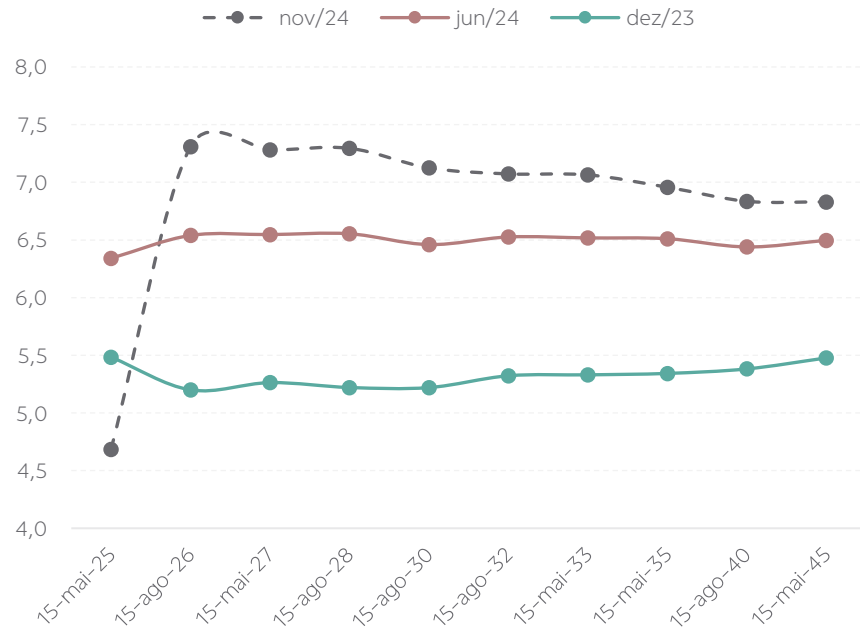
## ...oportunidade ou risco?

No crédito privado, considerando um ambiente de negócios com taxas de juros mais restritivas e níveis de *spreads* historicamente baixos, **mantemos nossa recomendação de títulos incentivados de emissores que tenham perfil de risco *high grade***, ou seja, com maior nível de segurança relativa seguindo uma estratégia de cautela, que busca emissores com características defensivas. Em um ambiente em que a inflação pode continuar pressionando os preços, **temos privilegiado em nossas indicações para carregamento de longo prazo ativos indexados ao IPCA, especialmente aqueles com vencimentos intermediários da curva (entre 4 a 10 anos)**. Essa escolha se justifica pelos prêmios oferecidos em termos reais, pela proteção contra o risco inflacionário e pela menor volatilidade observada, além de oferecer taxas de juros comparáveis, ou até superiores, às dos prazos mais longos. Por outro lado, **os ativos prefixados com taxas superiores a 13% apresentam oportunidade de retorno significativo, mas também trazem considerável risco no curto prazo** – assim, avaliamos que, neste caso, o recomendado é seguir uma abordagem mais cautelosa, com foco em *durations* mais curtas (entre 1 a 3 anos) que permitam aproveitar as taxas de remuneração ao mesmo tempo em que mitigam a exposição a possíveis oscilações no mercado. Adicionalmente, **enxergamos de forma positiva a alocação em ativos indexados ao CDI**, que fazem sentido diante de incertezas relevantes que afetam as expectativas de juros em nível global, mantendo em plano doméstico correlação direta com a Selic diante da perspectiva de prolongamento do ciclo de aperto monetário.

Fonte: Anbima, Bloomberg, BB-BI.

## Curva de juros reais

% a.a



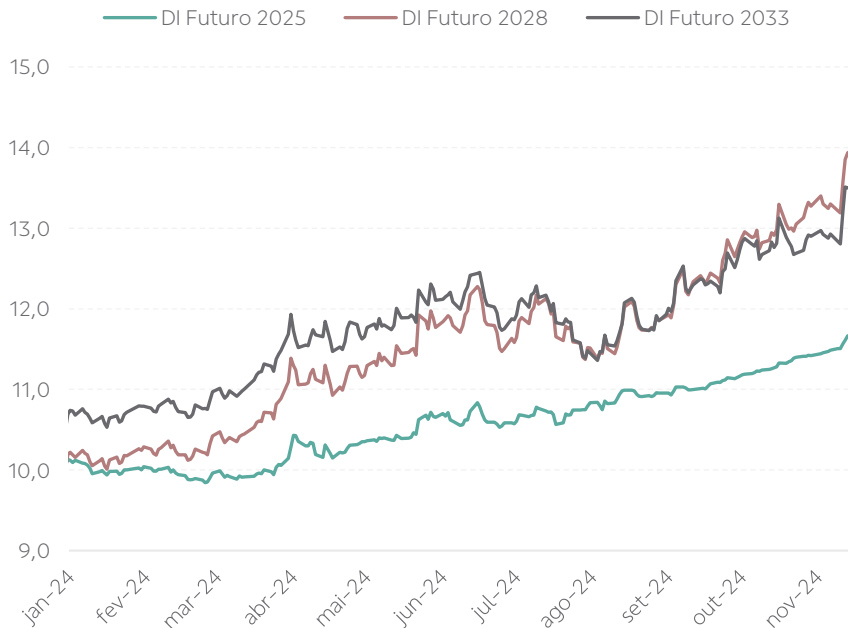
# Curvas de juros no Brasil (3/3)

A perspectiva de continuidade do ciclo de aperto monetário, com pressão sobre os juros, deve manter a renda fixa atrativa frente a níveis de prêmios nominais e reais historicamente altos.



## Evolução – Juros nominais

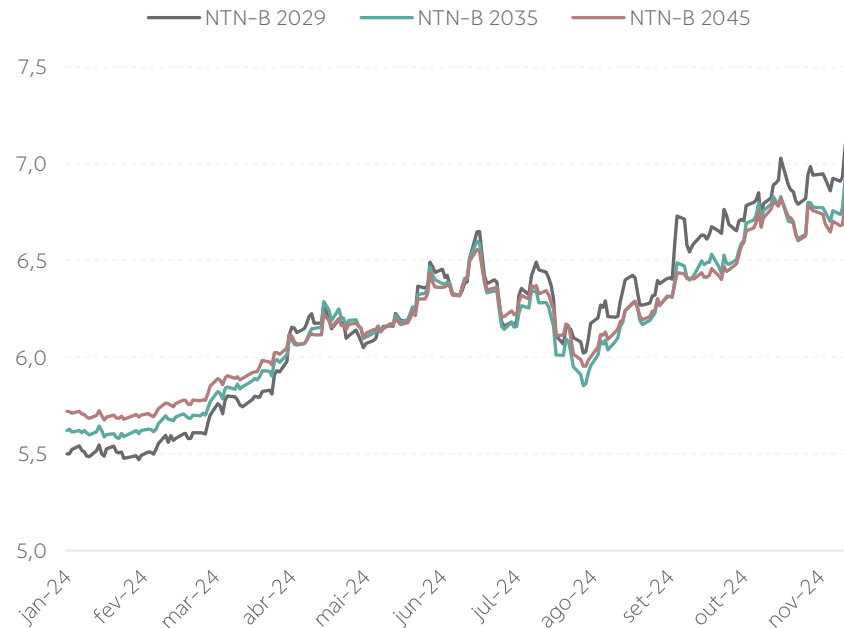
Curva de DI Futuro - % a.a.



Fonte: Anbima, Bloomberg, BB-BI.

## Evolução – Juros reais

Curva de Tesouro IPCA+ (NTN-B) - % a.a.



# Demanda aquecida (1/2)

Passados os eventos corporativos adversos que desafiaram a estabilidade da indústria em 2023, o ano de 2024 atingiu números recordes no volume de emissões primárias de renda fixa no mercado de capitais.



## Rentabilidade atraiu mais demanda

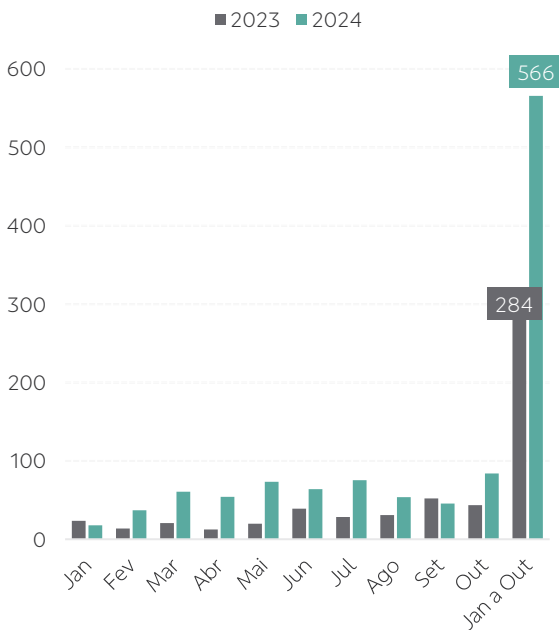
As ofertas no mercado de capitais já bateram recorde histórico em 2024 no acumulado do ano até o mês de outubro. Do total de R\$ 634 bilhões captados, R\$ 566 bilhões (89%) foram por meio de emissões de renda fixa, com destaque para as debêntures, que registraram o maior volume mensal da série histórica (R\$ 66 bilhões) em outubro. Os números evidenciam a maturidade do mercado de capitais no país, mas podemos correlacionar também à maior demanda por produtos de renda fixa e crédito privado, com investidores atraídos pela boa rentabilidade dessas classes de ativos, o que impulsionou novas ofertas.

A captação líquida de fundos de investimentos de renda fixa no acumulado do ano corrobora com este cenário, que no aspecto macroeconômico foi de bastante volatilidade nos mercados e favoreceu a alocação em ativos de menor risco. Além disso, vale destacar o aumento da liquidez no mercado secundário de ativos de renda fixa e crédito privado como incentivador de novas emissões.

Fonte: Anbima, BB-BI.

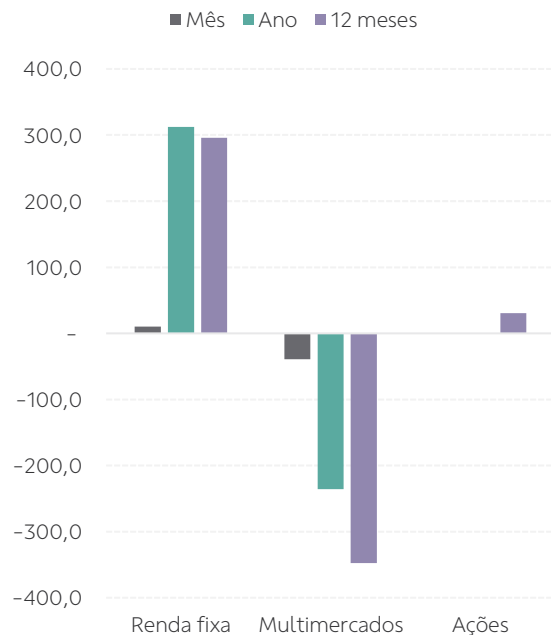
## Emissões domésticas de renda fixa

R\$ bilhões



## Fundos de Investimentos

Captação líquida em R\$ bilhões, até o mês de outubro/24



# Demanda aquecida (2/2)

Aumento da liquidez no mercado secundário, em especial após as novas regras para títulos isentos, corrobora com o amadurecimento e consolidação do crédito privado como alternativa de alocação para investidores. Diante do contexto macro, esperamos que a demanda pela classe se mantenha resiliente em 2025.

## Diversos fatores na mesma direção

Especialmente a partir de março, após a publicação das Resoluções do Conselho Monetário Nacional 5.118 e 5.119, o volume das negociações mensais no mercado secundário de debêntures, CRAs e CRIs cresceu consideravelmente. Isso porque, com a implementação de restrições às novas emissões destes títulos isentos, a busca por papéis no mercado secundário se intensificou.

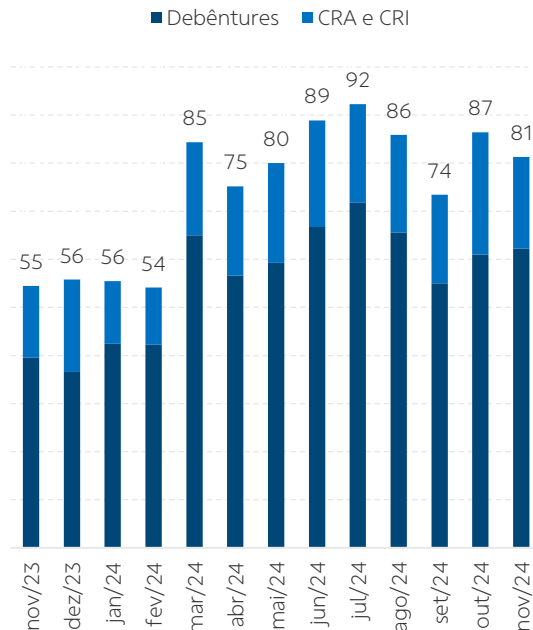
Além disso, as mesmas resoluções do CMN determinaram o aumento dos prazos de carência para Letras Financeiras (LCAs e LCIs) e, como consequência, os investidores migraram parte dos recursos que seriam destinados a esses ativos para opções com maior liquidez, como os fundos de renda fixa – impulsionando, outra vez, a demanda por esta classe de ativos.

Ao mesmo tempo, tivemos a instituição da tributação de fundos exclusivos e parte dos recursos ali alocados acabaram migrando para outros ativos que oferecessem a isenção fiscal para investidores pessoa física, como as debêntures incentivadas, CRAs e CRIs.

Fonte: CMN, B3, BB-BI.

## Negociações no mercado secundário

R\$ bilhões; nov/23 até o dia 29/11.



## Mudanças regulatórias

CRA	CRI
<p>Lastro <b>NÃO PODE CONTER</b> títulos de dívida de emissor, devedor, coobrigado ou garantidor que:</p> <p>i. Seja <b>companhia aberta</b> ou <b>parte relacionada</b> à companhia aberta, exceto se o setor principal da companhia for agronegócio.</p> <p>ii. Seja <b>instituição financeira</b> ou entidade autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil, bem como <b>partes relacionadas</b> à instituições financeiras ou entidades autorizadas pelo Bacen.</p>	<p>Lastro <b>NÃO PODE CONTER</b> direitos creditórios que:</p> <p>i. Seja <b>companhia aberta</b> ou <b>parte relacionada</b> à companhia aberta, exceto se o setor principal da companhia for imobiliário.</p> <p>ii. Sejam decorrentes de operações financeiras cujos recursos sejam utilizados para <b>reembolso de despesas</b>.</p>

# Risco em foco (1/2)

Do ponto de vista de risco de crédito, em linhas gerais, a melhora do *rating* soberano e da estrutura de liquidez da companhias, considerando acesso a crédito e alongamento de passivos a menores custos, permitiu que o número de elevações de *ratings* realizados pelas principais agências superasse o número de rebaixamentos em 2024.



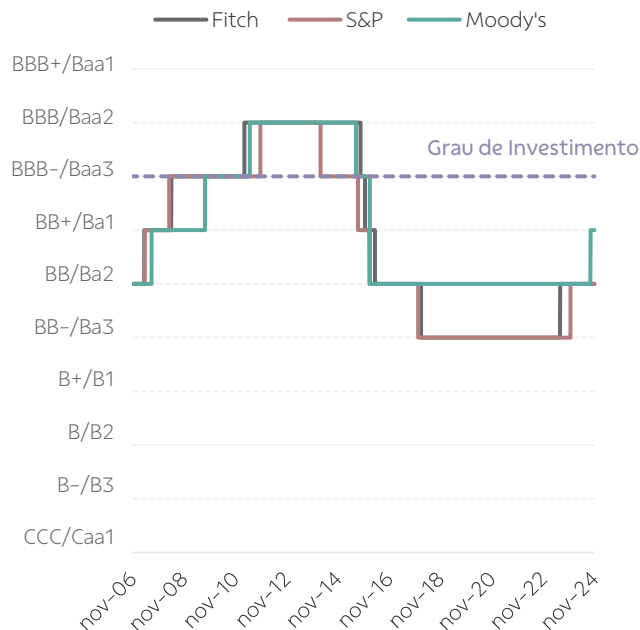
A análise de rentabilidade sempre deve ser acompanhada de uma avaliação de risco, e na renda fixa não é diferente, especialmente quando falamos de crédito privado, pois se trata de um título de dívida corporativa. Os *ratings* atribuídos pelas principais agências de classificação de risco aos emissores e suas emissões são os indicadores mais comuns a serem considerados neste caso.

Em 2024, a Moody's elevou o rating soberano do Brasil para Ba1, apenas um nível abaixo da nota considerada como grau de investimento, e a perspectiva foi mantida em positiva, abrindo espaço para uma nova revisão no horizonte dos próximos 12 a 18 meses. Como consequência, diversas empresas avaliadas pela Moody's também tiveram suas notas elevadas e o saldo do ano, considerando todas as alterações feitas pelas três principais agências, é positivo, com 86 elevações e 44 rebaixamentos.

O ano também ficou caracterizado pelo aumento dos pedidos de recuperação judicial, embora mais concentrados em micro e pequenas empresas, enquanto as empresas de maior porte atravessam o período de juros elevados com maior resiliência.

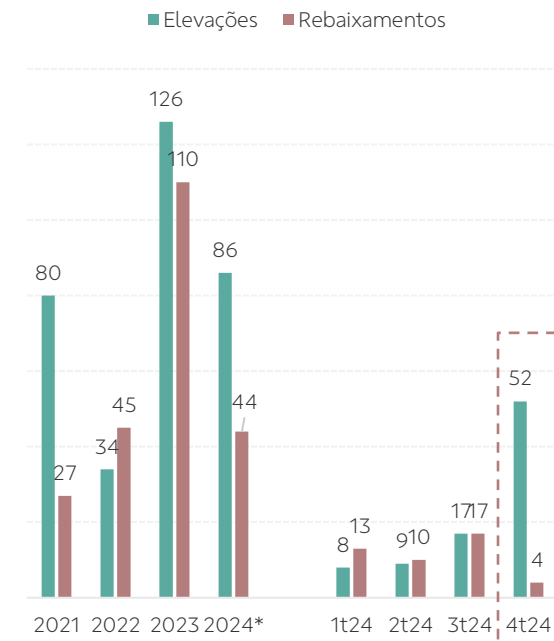
\*Em 14/11/2024; Fonte: Bloomberg, Fitch Ratings, Moody's, S&P Global Ratings, Serasa Experian, BB-BI.

## Rating soberano do Brasil



## Alterações de ratings de emissores\*

Considera alterações realizadas pela Fitch Ratings, S&P Global e Moody's.



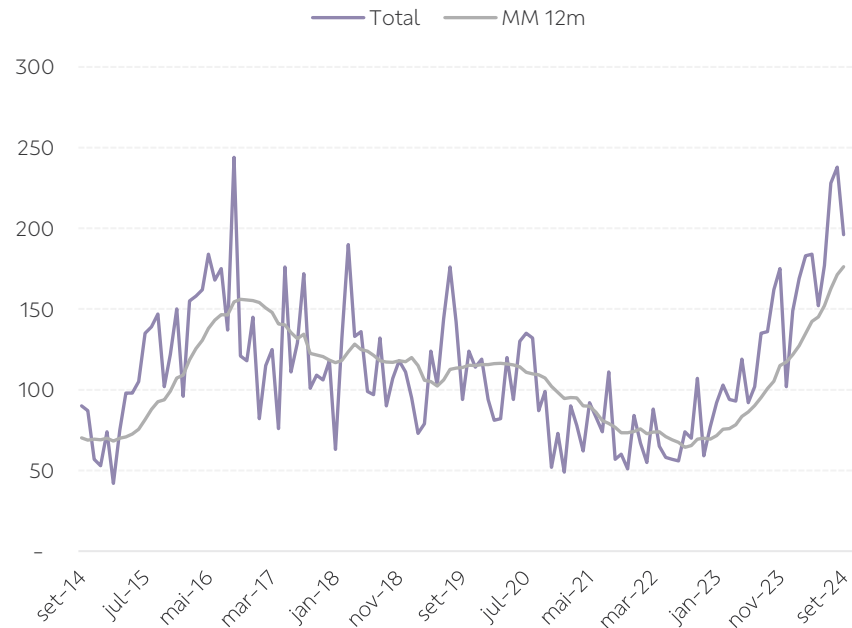
## Risco em foco (2/2)

O número de pedidos de recuperação judicial aumentou consideravelmente no ano, impulsionado por micro e pequenas empresas. Empresas de médio e grande porte, no entanto, apresentam menor quantidade de requerimentos, com declínio de pedidos por médias empresas no terceiro trimestre de 2024.



### Número de pedidos de recuperação judicial

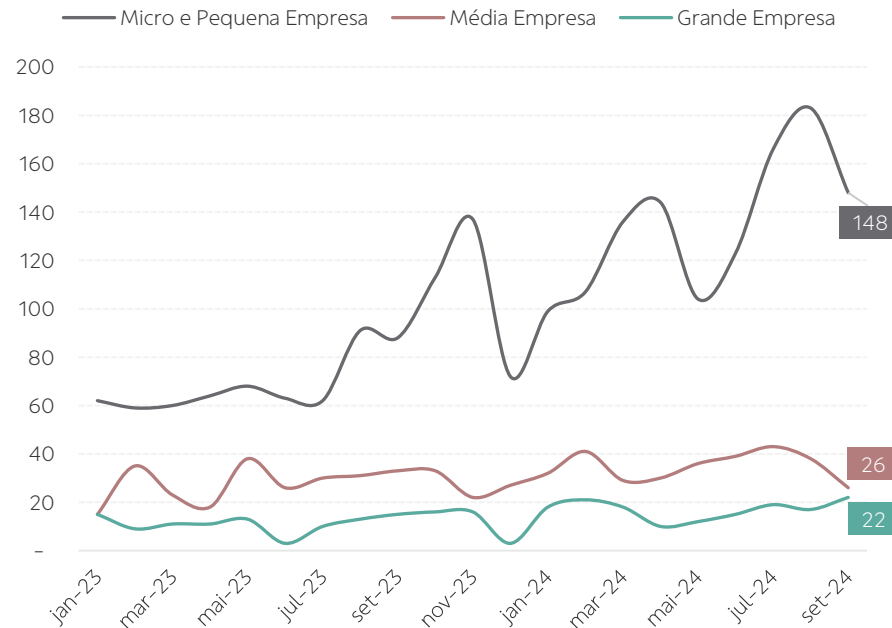
Quantidade requerida



Fonte: Serasa, BB-BI.

### Número de pedidos de recuperação judicial

Quantidade requerida





# Spreads de crédito

Frente a demanda aquecida, os spreads de crédito apresentaram forte fechamento no ano, beneficiando o desempenho e carregamento dos papéis para detentores de títulos. Pequenas correções técnicas já podem ser observadas, mas sem uma tendência clara de alta – esperamos que os prêmios sigam em patamares baixos em relação à média histórica.



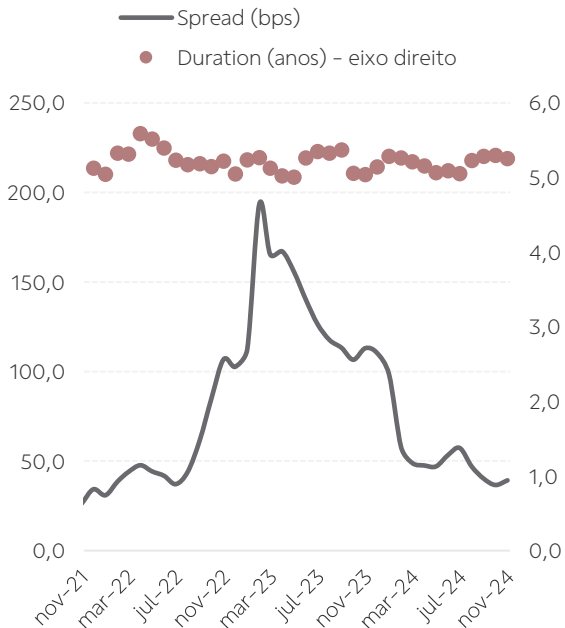
## Prêmios de risco comprimidos

Os *spreads* de crédito, também conhecidos como prêmios de risco, apresentaram fechamento expressivo ao longo do ano, refletindo a demanda aquecida pelos ativos de crédito privado. Ao mesmo tempo que a compressão dos *spreads* favoreceu a rentabilidade dos ativos em razão da marcação a mercado do carregamento dos papéis, ela impulsionou novas emissões no mercado primário, uma vez que os emissores tem aproveitado os baixos prêmios de risco exigidos para alongar o prazo médio e diminuir o custo do endividamento em seus balanços.

No entanto, os baixos níveis atuais de *spreads* podem não refletir, de maneira geral, o risco embutido em alguns ativos de crédito privado, especialmente quando comparamos com a rentabilidade dos títulos públicos, que são referência para a precificação desses ativos. Nessa conjuntura, analisar emissores, em diferentes setores de atuação, é imprescindível para uma seleção mais apurada de ativos de crédito privado.

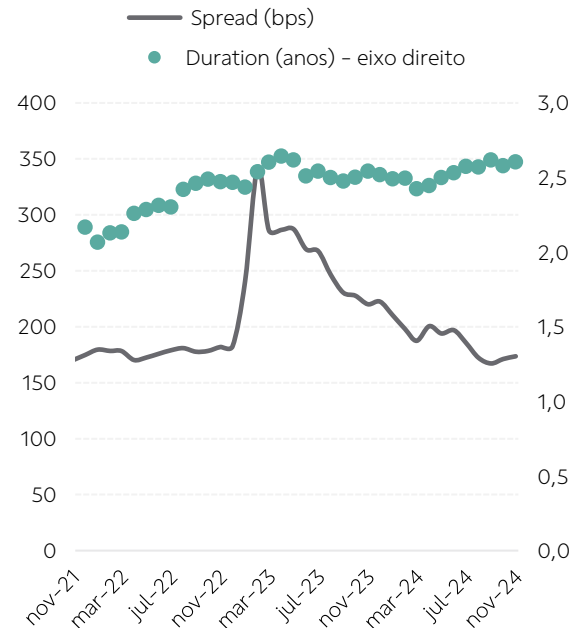
## Debêntures em IPCA+

Bps / Tesouro IPCA (NTN-B)



## Debêntures indexadas ao CDI+

Bps



Fonte: JGP-IDEX, BB-BI.

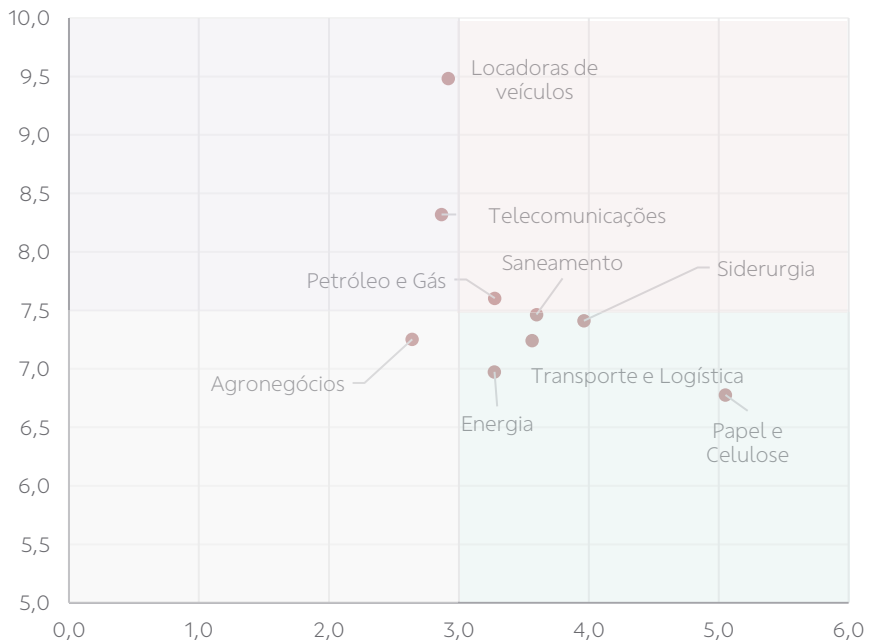
# Visão setorial para o crédito privado (1/3)

Os setores mais cíclicos, como varejo, locadoras de veículos e saúde possuem, em média, prêmios de risco mais elevados, considerando os ativos que compõem os Índices de Debêntures da Anbima (IDA-IPCA e IDA-DI), justamente por estarem mais expostos à atual volatilidade do cenário de juros mais elevados.



## Média setorial de yield vs. duration – composição IDA-IPCA

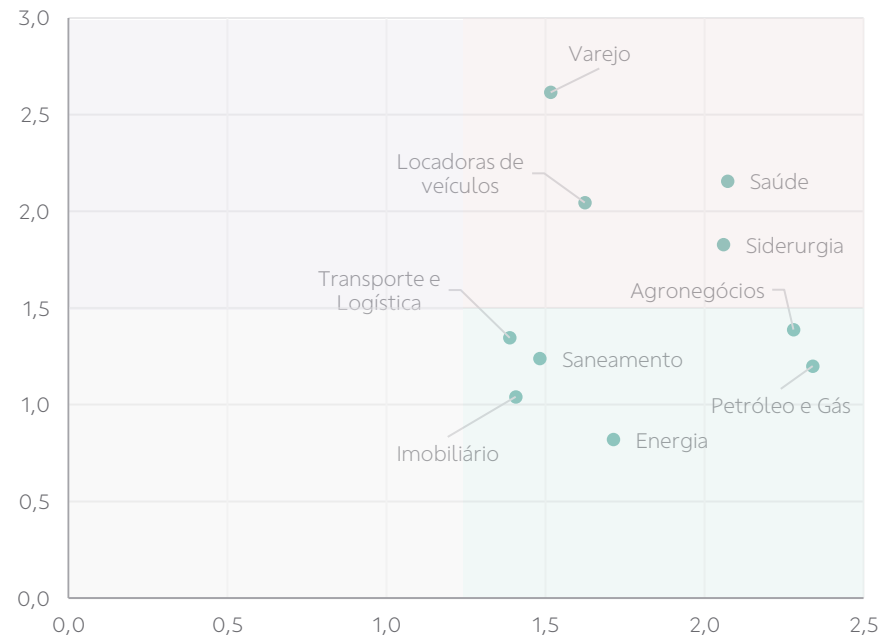
Taxa indicativa Anbima (IPCA+ % a.a – eixo Y) e duration (em anos no eixo X)



Data base: 19/11/2024. Fonte: Anbima, BB-BI.

## Média setorial de yield vs. duration – composição IDA-DI

Taxa indicativa Anbima (CDI+ % a.a – eixo Y) e duration (em anos no eixo X)




# Visão setorial para o crédito privado (2/3)

Na atual conjuntura de juros elevados, a seleção mais apurada de ativos de crédito privado torna-se cada vez mais importante na composição do portfólio dos investidores. Classificamos a seguir, de acordo com nossa percepção de melhor avaliação de risco vs retorno, as oportunidades em diferentes setores.



## Oportunidades de alocação considerando **risco vs. retorno em cada setor**

Energia elétrica	Saneamento	Transporte e Logística	Agro e Alimentos (Proteínas)	Commodities Agrícolas
				
<p>Para as <b>Geradoras</b>, a volatilidade do preço da energia no mercado <i>spot</i> pode trazer incertezas de curto prazo, mas enxergamos boas oportunidades no longo prazo, como no caso da <b>Eletrobras</b>, por exemplo, que também atua no segmento de <b>Transmissão</b>, o de maior previsibilidade de resultados. Neste segmento também avaliamos <b>Isa Energia (ex-Cteep)</b> com boa relação risco vs retorno. Para as <b>Distribuidoras</b>, vemos um cenário de maior cautela, ao menos até a conclusão do processo de renovação das concessões com término previsto a partir de 2025.</p>	<p>A previsibilidade de investimentos e de fluxos de caixa torna o setor de <b>Saneamento</b> pouco volátil e com característica defensiva. O segmento apresenta baixo risco de crédito considerando prestar um serviço de utilidade básica, que garante demanda inelástica aos cenários econômicos, regulado e com contratos de longo prazo reajustados pela inflação, trazendo certa previsibilidade de receitas às companhias. Empresas do setor como a <b>Copasa e Sabesp</b> se destacam por sua estrutura de capital robusta, alavancagem controlada e fluxos de caixa estáveis, que sustentam boas métricas de liquidez.</p>	<p>O setor de <b>Transporte e Logística</b> demonstra resiliência operacional mesmo com impacto dos ciclos econômicos, devido à sua importância para escoamento de produtos agrícolas, industriais e minerais, com contratos de longo prazo que aumentam a recorrência e a previsibilidade das receitas. Entre os nomes de destaque, a <b>Rumo</b>, especializada no transporte de cargas como grãos, combustíveis e contêineres vem, em nossa visão, apresentando ganhos de eficiência e aproveitamento da capacidade instalada, além de ampliar sua participação de mercado, mantendo níveis saudáveis de endividamento.</p>	<p>A demanda resiliente por alimentos em nível global tem refletido positivamente sobre as companhias que atuam no setor de <b>Proteínas</b>. Considerando que em 2025 a virada do ciclo pecuário deve pesar sobre a rentabilidade das empresas expostas à carne bovina, acreditamos que a <b>BRF</b> continue se destacando por sua atuação com proteínas de aves e suínos e diversificação entre mercados. Além disso, a companhia tem priorizado a geração de caixa, redução de custos operacionais e refinanciamento de dívidas em melhores condições, mantendo alavancagem em patamar relativamente baixo para o setor.</p>	<p>Embora o setor de <b>Commodities Agrícolas</b> apresente fundamentos positivos devido sua forte correlação com o mercado externo, o que favorece empresas exportadoras, especialmente em um contexto de câmbio elevado, o cenário de juros altos e inflação elevada, pode refletir sobre custos operacionais e financeiros de companhias que possuem maior dependência do mercado doméstico e que realizam investimentos com <i>funding</i> local. Da mesma forma, a volatilidade climática e o impacto de políticas públicas, como subsídios ou restrições comerciais setor de também adicionam incertezas ao setor.</p>

Fonte: BB-BI.

# Visão setorial para o crédito privado (3/3)

Em um mesmo setor, algumas empresas de maior porte e escala se posicionam melhor do que a média e apresentam maior resiliência ao cenário macro desfavorável aos setores cíclicos. Entretanto, a atividade econômica mais forte do que o esperado tem contribuído para mitigação de riscos de crédito em determinados setores.



## Oportunidades de alocação considerando **risco vs. retorno em cada setor**

### Siderurgia e Mineração



O segmento de **Siderurgia e Mineração** está exposto à volatilidade dos preços de commodities, que tem se mostrado elevada desde o início do ano em razão principalmente das incertezas com relação ao nível de crescimento da economia da China e da recuperação do setor imobiliário no país, que impactam diretamente a demanda por metais. No que pese o contexto desafiador, sob a ótica de crédito, a **Vale** mantém uma estrutura de capital conservadora, com alavancagem em níveis confortáveis e cumprimento de *covenants* financeiros, preservando sua solidez financeira.

Fonte: BB-BI.

### Imobiliário



Em um ciclo de elevação na Selic e maior inflação de custos, o setor **Imobiliário** tende a enfrentar maiores desafios, uma vez que a dependência da disponibilidade de crédito pode diminuir a demanda e impactar negativamente a receitas das companhias. Ainda assim, a **Cyrela** tem conseguido manter um ritmo de lançamentos resiliente no mercado de médio e alto padrão, além de balancear seu mix de lançamentos com atuação no segmento econômico, apresentado controle de alavancagem, mantendo uma estrutura de capital equilibrada e suportada por uma geração de caixa robusta.

### Saúde



O setor de **Saúde** privado enfrenta desafios em busca de retomar sua sustentabilidade financeira ainda como consequência do descasamento temporal da demanda por procedimentos eletivos e a elevada inflação de custos que atingiu o setor desde o início da pandemia do Covid-19. Prestadores de serviços, como os hospitais, têm se beneficiado da recuperação da demanda por cirurgias e demais procedimentos, enquanto as operadoras de planos privados de saúde têm buscado o reequilíbrio por meio da aplicação de reajustes de preços maiores e esforços na gestão de sinistros.

### Locadoras de veículos



As **Locadoras de Veículos** enfrentam um contexto desafiador, devido ao aumento do custo de financiamento e à necessidade contínua de renovação de frota, que pressionam a alavancagem. O repasse de custos ao consumidor final tem ajudado a suavizar os impactos da depreciação, enquanto o aumento da frota e a redução da idade média dos veículos refletem um esforço contínuo de renovação. Apesar das projeções de crescimento do mercado feitas pela Associação Brasileira das Locadoras de Automóveis (ABLA), as margens de lucro seguem pressionadas pela depreciação dos seminovos.

### Varejo



O setor de **Varejo** apresenta maior risco de crédito devido à sua sensibilidade ao consumo doméstico e às condições econômicas, como níveis de juros e inflação para o próximo ano. A inflação elevada e os altos custos de financiamento pesam sobre as margens e a liquidez do setor e, consequentemente, das companhias mais alavancadas considerando a ciclicidade do negócio. No entanto, o **Grupo Mateus**, uma das maiores redes de varejo e atacado do Brasil, beneficia-se de um modelo operacional eficiente, baixa alavancagem e forte presença em regiões menos competitivas, como Norte e Nordeste do Brasil.



# Setor Financeiro

Dezembro 2024

Por **Rafael Reis, CNPI-P**  
**William Bertan, CNPI**

# Bancos e Serviços Financeiros

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB-BI 2025: CXSE3 e ITUB4.

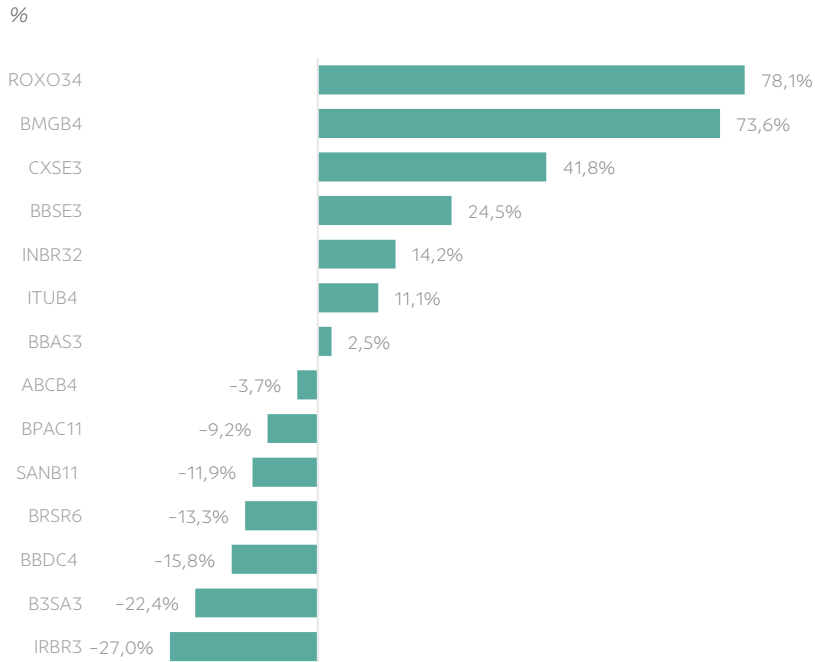


Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2025 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	P/L 2025e	P/L Média 5 anos	P/VP 2025e	P/VP Média 5 anos	ROE 2025e
<b>Bancos</b>											
ABC BRASIL	ABCB4	19,99	27,80	39,1%	Compra	4.890,7	4,5	4,9	0,8	0,6	15,4
BANCO DO BRASIL	BBAS3	24,73	-	-	-	141.723,5	3,6	3,5	0,7	0,6	20,0
BRADESCO	BBDC4	12,32	16,50	33,9%	Neutra	124.715,2	5,4	6,4	0,7	1,0	13,9
BMG	BMGB4	3,94	5,20	32,0%	Compra	2.297,9	4,8	5,2	0,5	0,4	7,8
BTG PACTUAL	BPAC11	30,61	40,00	30,7%	Compra	117.400,8	8,2	12,1	1,8	2,1	22,1
BANRISUL	BRSR6	10,20	14,50	42,2%	Neutra	4.493,2	3,7	3,8	0,4	0,4	11,2
INTER – BDR	INBR32	26,80	40,60	51,5%	Compra	11.764,9	8,1	15,0	1,2	1,1	9,8
<b>ITAU UNIBANCO</b>	<b>ITUB4</b>	<b>32,70</b>	<b>42,00</b>	<b>28,4%</b>	<b>Compra</b>	<b>301.803,3</b>	<b>7,0</b>	<b>7,0</b>	<b>1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>20,7</b>
NUBANK – BDR	ROXO34	12,03	18,30	52,1%	Compra	57.823,3	20,2	152,8	5,3	5,5	23,2
SANTANDER	SANB11	25,48	34,00	33,4%	Compra	94.547,9	5,9	6,9	0,9	1,1	16,0
<b>Serviços Financeiros</b>											
B3	B3SA3	9,93	14,80	49,0%	Compra	53.885,1	10,6	15,9	2,9	3,6	25,0
BB SEGURIDADE	BBSE3	35,42	-	-	-	70.840,0	8,5	8,2	6,2	5,5	82,4
<b>CAIXA SEGURIDADE</b>	<b>CXSE3</b>	<b>15,28</b>	<b>17,50</b>	<b>14,5%</b>	<b>Compra</b>	<b>45.840,0</b>	<b>10,6</b>	<b>8,0</b>	<b>3,9</b>	<b>2,4</b>	<b>32,9</b>
IRB BRASIL RESSEGUROS	IRBR3	38,96	-	-	-	3.205,0	6,6	13,1	0,7	1,1	7,5

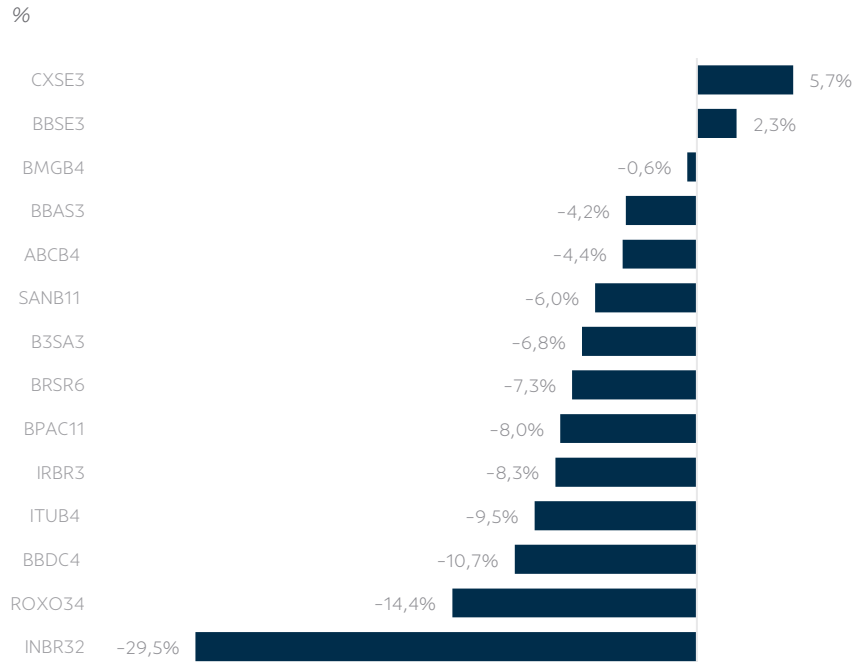
Fonte: Bloomberg, BB-BI. (Fechamento em 06/12/2024)



## Performance em 12 meses



## Performance 1 mês



Fonte: Bloomberg, BB-BI. (Fechamento em 06/12/2024)

# Bancos

Ambiente monetário mais restritivo e inflação sugerem arrefecimento no ritmo de concessões, enquanto emprego e renda podem contrabalancear e manter inadimplência estável. Em geral, o ano de 2025 promete menos que 2024.



## Entrando na curva

O cenário para 2025 se apresenta como menos construtivo para o setor bancário. Conforme revelado pela Pesquisa Febraban mais recente, a expectativa de crescimento do crédito de 9,3%, embora positiva, mostra uma leve desaceleração em comparação com 2024 (cuja projeção paira em 10,5%). Esse crescimento mais modesto reflete um ambiente econômico mais cauteloso, marcado por um novo ciclo de aperto monetário em resposta a um ambiente inflacionário. A trajetória da taxa Selic é um fator crucial que pode influenciar o desempenho dos bancos nesse contexto: As projeções indicam que a Selic deve permanecer acima de 13% ao ano, o que deve aumentar os custos de captação e, consequentemente, os custos dos empréstimos. Além disso, a taxa de inadimplência da carteira livre, projetada em 4,5% pela Febraban, sugere uma estabilidade, mas não sem potencial deterioração, especialmente para famílias e pequenas empresas, que podem enfrentar dificuldades adicionais oriundas desse provável cenário mais duro que se avizinha.

Fonte: BB-BI, Projeções BB (assessoramento econômico) Febraban e Banco Central do Brasil.

## Conectando 24 a 25

*Retrospectiva – visão fundamentos*

Além de olharmos para 2025, vale lembrar o cenário que se estabeleceu em 2024.

Após a desaceleração no crédito vista de forma mais proeminente ao longo de 2023, o ano de 2024 se iniciou com prognósticos de reaceleração, o que acabou de fato se confirmando, mantendo o ambiente de negócios para o setor predominantemente positivo, à medida que a inadimplência encontrava retração residual, assim como os *spreads*. De maneira geral, foi um ano em que sentimos por parte dos bancos um renovado apetite por crescimento, calcado na atmosfera mais benigna de juros, ainda que os sinais do mercado externo não viessem inspirando grande otimismo. Em meados do ano ainda vivenciamos as consequências das enchentes do RS, que trouxe novas camadas de incerteza, mas que acabou se provando eventualmente menos prejudicial do que inicialmente esperado no contexto do setor.

No entanto, o segundo semestre, que prometia uma expansão do momento de maior confiança, acabou encontrando obstáculos conjunturais: uma inflação persistente, que acabou por direcionar, opostamente ao que se esperava, uma nova rodada de escalada da Selic, acabou pesando sobre as perspectivas. Esta percepção, de forma contraintuitiva, se deu em meio a um momento de relativa estabilidade e avanços operacionais da maior parte – senão de todos – os bancos de nossa cobertura.

Sendo assim, **visualizamos para 2025 um cenário ligeiramente menos benigno do que vimos em 2024**, que na verdade foi bastante positivo para o setor bancário, cujos principais representantes observaram expansão de carteiras e de lucros. **Mesmo diante de um momento mais conturbado, devemos ver os bancos ainda se beneficiando inercialmente de um bom momento operacional.**



# Bancos: crédito

Em 2025, devemos ver a carteira de crédito consolidada SFN crescendo ligeiramente aquém do que em 2024, dado o contexto de elevações na Selic, que sensibilizam especialmente o crédito na modalidade livre.



## Seletividade incremental

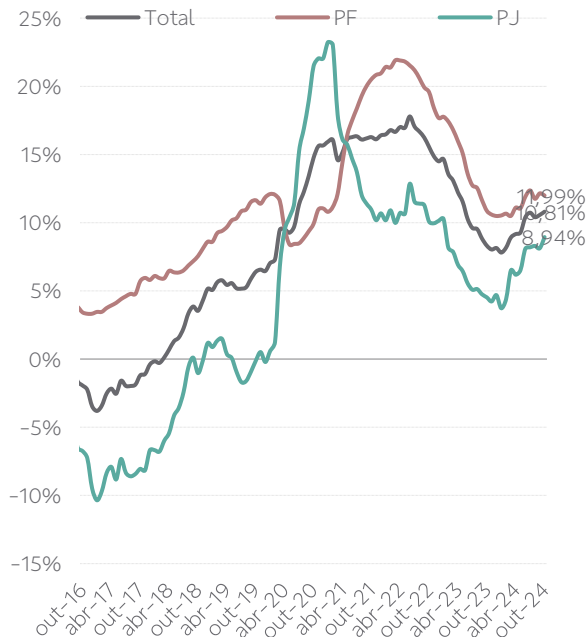
Quanto ao crescimento da carteira de crédito, iniciamos 2024 com expectativa de crescimento em torno de 8,5% no estoque consolidado (estimativas Bacen e Febraban). O que deve acontecer, de fato, é algo acima disso: com dados até outubro, os mais recentes disponíveis, temos exatamente 10,8% de variação anual, e projeção atualizada de 10,5% (Febraban), 11,1% (Bacen) e 11,2% (projeção BB). Esta diferença veio principalmente por conta da atividade econômica e mercado de trabalho mais aquecidos.

Já **para 2025, as projeções de crescimento do estoque de crédito SFN atualmente giram em torno de 9,3%, de acordo com a Febraban, 8,8% pela projeção do BB e 10,3% segundo o RTI mais recente do Banco Central**, todos representando uma ligeira retração diante do que se espera para 2024, reflexo da expectativa de ambiente monetário incrementalmente restritivo, que elevam a seletividade dos bancos, especialmente nas modalidades de crédito livres.

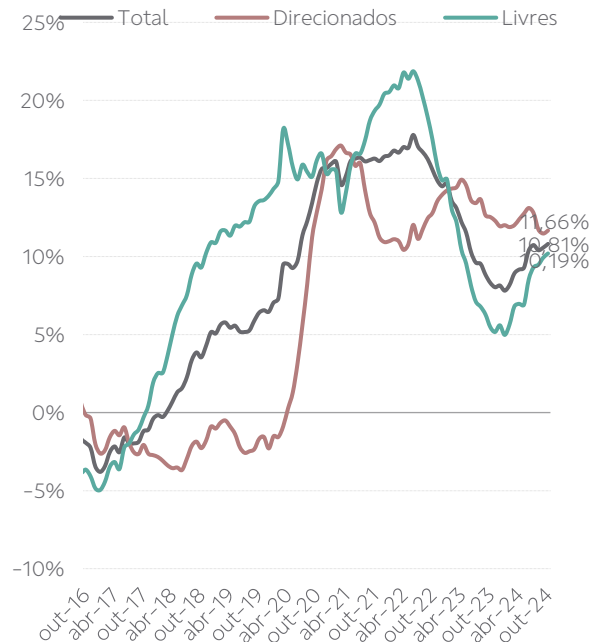
Fonte: BB-BI, Febraban, Projeções BB (assessoramento econômico) e Banco Central do Brasil.

## Crescimento de crédito - SFN

% a/a - PF e PJ



% a/a - Livres e Direcionados



# Bancos: inadimplência e spread

Para 2025, enxergamos uma predominante estabilidade tanto da inadimplência quanto dos spreads.



## De lado, mas pode subir

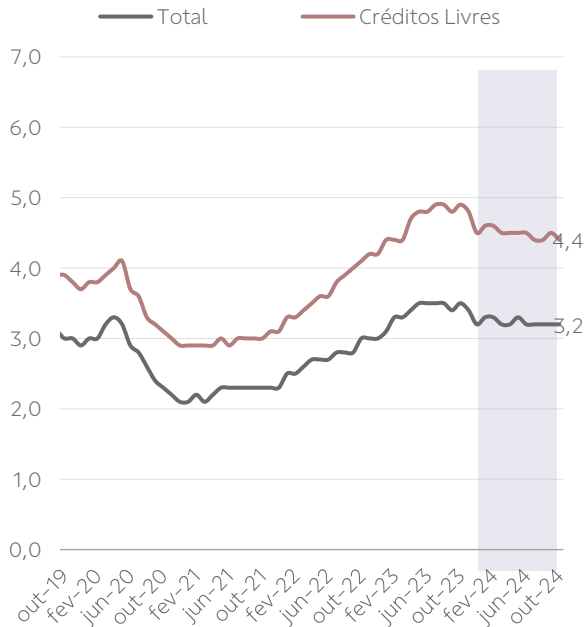
Em 2024, vimos a inadimplência geral praticamente estacionada aos 3,2%, muito próxima do período pré-pandemia, sugerindo certa acomodação passado o período mais turbulento das safras menos benignas dos anos recentes. Já a inadimplência dos créditos livres também ficou próxima da estabilidade no ano, mas encontra-se um pouco mais distante da normalidade, sugerindo que o panorama restritivo estabelecido atualmente pressiona de forma mais proeminente a capacidade de pagamento desta modalidade. **Com o novo ciclo de altas nos juros, todos os olhos devem se voltar para uma eventual deterioração deste índice, ainda que a economia e o mercado de trabalho aquecidos tenham capacidade de amortecer tal movimento.**

Já no lado do *spread*, esperamos uma ligeira recomposição, tendendo à estabilidade, já que a taxa de aplicação costuma responder de forma atrasada à de captação, que já sugere repique acompanhando a Selic.

Fonte: BB-BI e Banco Central do Brasil.

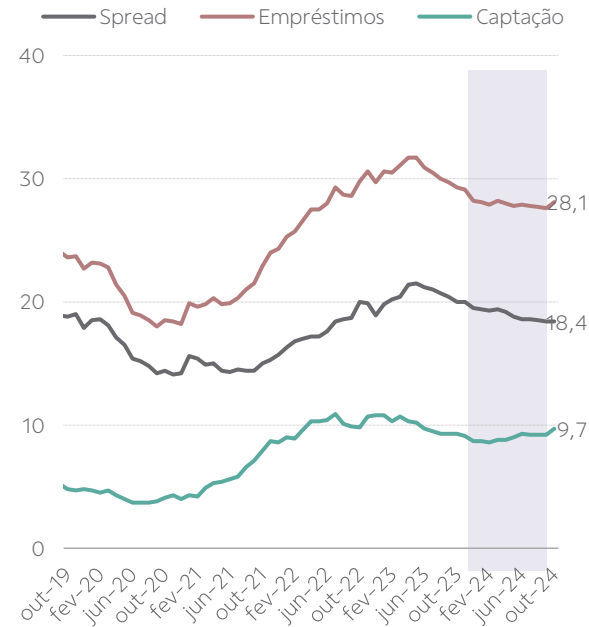
## Inadimplência

% de Operações em atraso acima de 90 dias



## Spread

% de juros a.a. sobre novas concessões



# Bancos

Qualidade e estabilidade de resultados, além de perfil diversificado e equilibrado de receitas e mix, foram os critérios para a seleção da nossa ação preferida do setor bancário para 2025.



**4.966, 1.261 e 14.467**

A **resolução 4.966** Introduce o conceito de **perdas esperadas para provisões de créditos**, substituindo a metodologia atual (2.682) a partir de 1/1/2025. Com sua implantação, [segundo o Banco Central](#), **estima-se que o nível de provisionamento geral do sistema financeiro seja cerca de 10,7% maior**, mas os impactos reais devem variar de banco para banco, sendo conhecidos ao longo do ano, e irão depender basicamente do nível de aderência ao modelo de perdas esperadas com que cada banco já apresenta atualmente. Já a **resolução 1.261** dá um novo prazo para o uso dos créditos tributários, passando de 3 para 7 anos, dando aos bancos mais espaço para a compensação desses créditos, enquanto a **Lei 14.467**, que entra em vigor em 2025, anula a divergência entre o registro fiscal e o registro contábil no tratamento de despesas de provisão para perdas de crédito, reduzindo a criação de créditos tributários. **Embora complexas, entendemos as modificações regulatórias como positivas para o sistema, e com os bancos capazes de manobrar tais demandas com limitado impacto material em suas DREs e em seu capital.**

Fonte: BB-BI e Banco Central do Brasil.

## Elegendo a melhor para 2025

Começando pelas nossas preferidas do ano anterior (BTG Pactual e Itaú), o destaque ficou por conta de [Itaú](#) (aprox. +4% ytd), que refletiu, em nossa leitura, não apenas os resultados sólidos entregues ao longo de todo o ano, mas também a predileção dos investidores pelo perfil defensivo e de liquidez que possui. Já o [BTG Pactual](#), apesar do excelente desempenho operacional, observou desvalorização das ações no ano (aprox. -15% ytd), refletindo volatilidade na percepção de risco diante de deterioração das expectativas mais associadas a mercado de capitais.

O ano de 2024 trouxe ainda, de forma destacada: a manutenção de resultados fracos do [Banrisul](#); as melhorias sequenciais do [Santander](#) e do [ABC Brasil](#); a continuidade de resultados pressionados do [Bradesco](#); e a continuidade das reviravoltas de [Inter](#) e [BMG](#), com o primeiro continuando seu caminho rumo à maior rentabilidade, enquanto o segundo também consolidando os resultados favoráveis oriundos de sua revisão estratégica implantada ao longo de 2023. Este ano também iniciamos a cobertura de [Nubank](#), que se encontra em plena expansão e já opera rentável.

Para 2025, diante de um prognóstico menos empolgante do se enxergava para 2024 para a maioria dos bancos de nossa cobertura, iremos privilegiar unicamente a estratégia de *earnings quality*, ou seja, destacamos como nossa favorita, as ações dos bancos que vêm apresentando resultados estavelmente rentáveis sem abrir mão do crescimento, ou seja, “à prova de qualquer terreno”.

Nossa Seleção BB-BI de bancos para 2025, que encontra justificativa nas próximas páginas é: Itaú Unibanco (ITUB4).

Por mais que Santander, Inter, ABC, Nubank e BMG também estejam com recomendação de compra, cada um em momentos e com potenciais distintos, entendemos que diante do cenário que se desenha, estes atores possuem uma suscetibilidade maior a eventuais movimentos desfavoráveis da curva de juros e/ou um eventual novo ciclo de deterioração da qualidade do crédito.

# Bancos: matriz rentabilidade x desconto

Com a perspectiva de um ano menos animador sob diversos ângulos, optamos pelo conservadorismo: privilegiaremos apenas um nome associado à qualidade, ainda que não seja particularmente uma barganha.



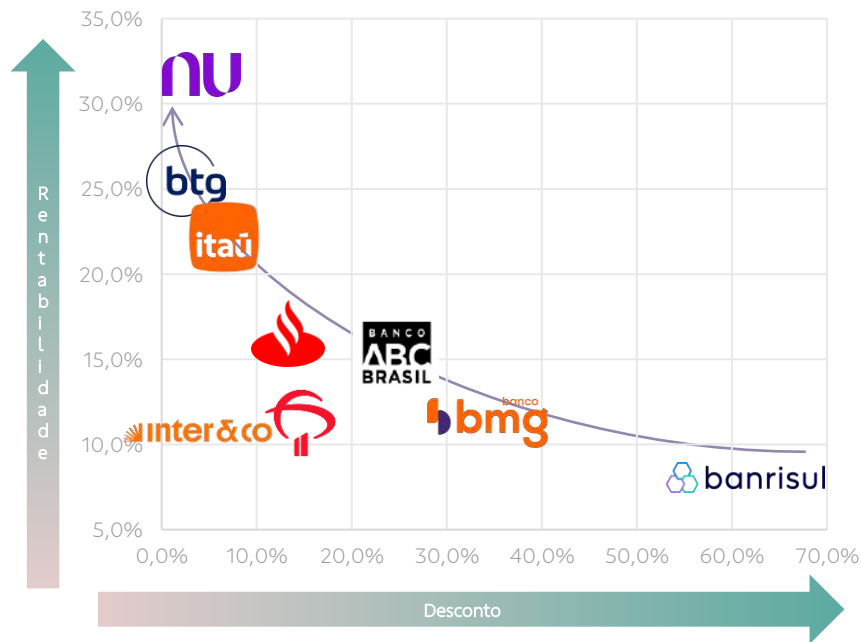
## O almoço para 2025 passa longe de ser grátis

Existe atualmente, em nossa análise, pouca assimetria a ser explorada quando a rentabilidade é confrontada com o desconto relativo entre os pares do setor, sob a ótica dos múltiplos P/L e P/VPA. **Em outras palavras: o que é bom, está caro, e o que parece barato não está em bom momento.** Representantes que operam na faixa de rentabilidade (ROE) acima de 20% basicamente não têm desconto, que só aparece na faixa de ROE entre 15% e 20%. Olhamos com carinho para essa faixa intermediária, onde se encontram Santander e ABC (ambos com recomendação de compra), mas em última análise, dado o cenário que se desenha, optamos pela indicação à Seleção 2025 apenas o **Itaú**, dada a menor suscetibilidade de resultados, ainda que com múltiplos sem dúvida menos tentadores.

	ROAE 3T24	P/VPA	P/LPA	Desconto*
Itaú	22,7%	1,7	8,3	7,1%
Bradesco	12,8%	0,8	7,9	15,8%
Santander	16,6%	0,9	6,2	17,9%
BTG Pactual	23,5%	2,2	10,7	4,2%
ABC Brasil	16,1%	0,8	4,9	25,5%
Banco BMG	11,6%	0,54	5,2	35,6%
Banrisul	7,8%	0,4	4	62,5%
Nubank	30,4%	5,5	20,3	0,9%
Inter	11,9%	1,8	12,9	4,3%

Fonte: BB-BI e RIs das cias. \*Tenta capturar o quanto as cias estão descontadas dados seus índices P/VPA e P/L relativos entre si.

## Matriz Desconto x Rentabilidade



# Seleção Bancos: Itaú Unibanco

Bom momento operacional e histórico comprovado de execução colocam o Itaú mais uma vez como representante da Seleção 2025 entre os bancos de nossa cobertura.



## Tese de investimento

Dentro do nosso universo de cobertura, o Itaú é, em nossa opinião, o banco que melhor vem se antecipando ao contexto de mercado que se estabeleceu ao longo dos anos recentes. Por conta disso, vem sendo capaz de entregar um conjunto de resultados que consideramos rentável e equilibrado, e que acreditamos, deva perdurar ao longo de 2025.

As fortalezas que colocaram o Itaú em posição de destaque diante de outros pares são, principalmente, o perfil da carteira de crédito, menos exposta a demografias mais suscetíveis a um ambiente de deterioração de capacidade de pagamento, e o *hedge* parcial dos ativos, que protege o resultado de tesouraria diante do ambiente de escalada dos juros.

Para 2025, esperamos a manutenção dos bons resultados, com disciplina de custos, volumetria de crédito satisfatória, receitas de serviços robustas, e custo do crédito contido, derivado de uma inadimplência controlada.

Fonte: Itaú Unibanco, BB-BI.

Apesar dos múltiplos evidenciarem pouco espaço para melhora em relação à sua média histórica, acreditamos que o Itaú seja uma opção que carrega atributos equilibrados entre desempenho histórico consagrado, bom momento operacional, e previsibilidade de resultados.

## Riscos

Principais mapeados

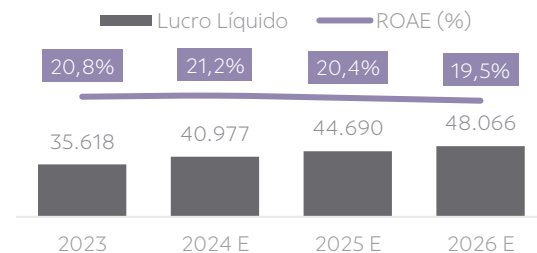
(i) Acirramento da concorrência (incluindo agenda regulatória – *open banking/open finance*) pode impor dificuldades à medida que os pares avançam estrategicamente sobre os filões mais rentáveis que o Itaú tradicionalmente explora.

(ii) Novos casos de estresse no segmento Large Corporate similares ao de Americanas podem requerer provisões extraordinárias.

(iii) Inadimplência atualmente controlada pode sofrer revés adicional das condições mercadológicas, majorando o custo do crédito.

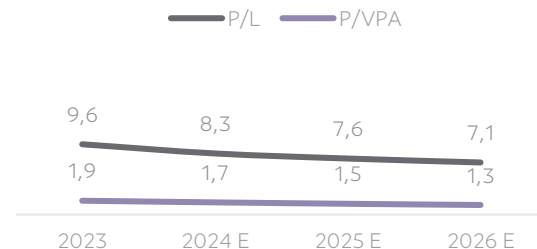
## Estimativa de lucro líquido e ROAE

R\$ milhões e %



## P/L e P/VPA

Preço atual/Lucro e VPA projetados



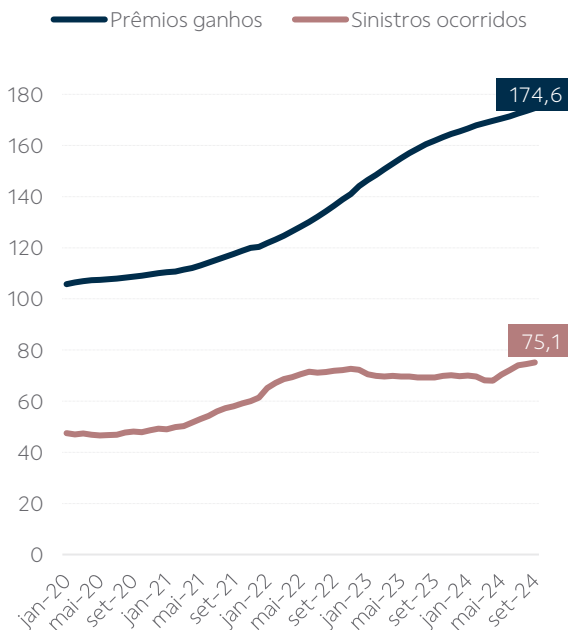
# Serviços Financeiros: Seguros

Mesmo com choque na sinistralidade em consequência dos eventos climáticos extremos que atingiram a região sul no final do primeiro semestre, o desempenho do setor de seguros foi positivo, com avanços sequenciais no volume de prêmios emitidos, demonstrando resiliência e gerando boas perspectivas para 2025.



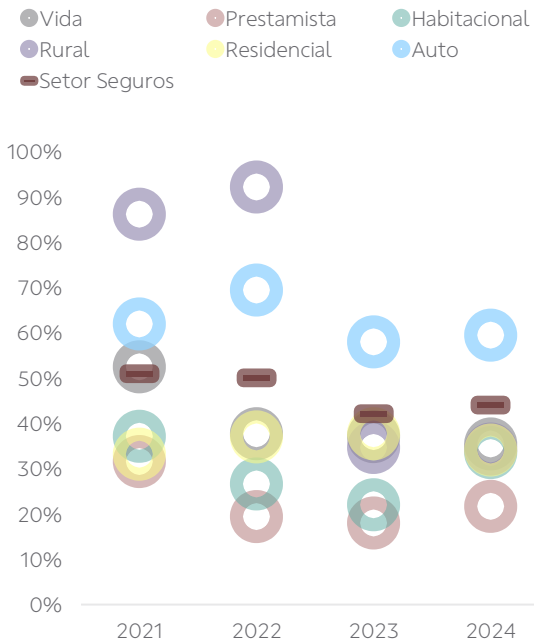
## Prêmios ganhos x sinistro ocorridos

R\$ bilhões (acumulado 12 meses\*)



## Sinistralidade

% sobre prêmios ganhos (acumulado 12 meses\*)



## Superando os obstáculos

As fortes chuvas que atingiram a região Sul no final do primeiro semestre provocaram aumento significativo no registro de ocorrências, principalmente nos ramos habitacional, residencial e auto, resultando em aumento do índice de sinistralidade. A atipicidade do indicador se concentrou nos meses de maio e junho, e retornou aos patamares históricos nos meses seguintes, enquanto o volume de prêmios emitidos apresentou crescimento ao longo de todo o ano de 2024. Assim, apesar do impacto no resultado das companhias no 2T24, avaliamos o desempenho do setor como positivo.

Para 2025, as projeções de manutenção da taxa de juros em níveis mais elevados são favoráveis para o resultado financeiro das companhias, que, juntamente com a expectativa de continuidade de evolução dos prêmios emitidos, devem seguir apresentando resultados crescentes em ambiente climático menos hostil, diante da sinalização de menor exposição a eventos extremos, com a indicação de um período mais longo de transição entre o fim do fenômeno *El Niño* e início da *La Niña*.

Fonte: Susep. Elaboração: BB-BI. (\*Dados de 2024 são parciais, até setembro-2024)

# Seleção Serviços Financeiros: Caixa Seguridade

O último resultado trimestral, que registrou as maiores receitas operacionais e lucro líquido em um único trimestre, demonstrou o potencial operacional da companhia e validou a limitação dos impactos dos eventos não recorrentes dos períodos anteriores, indicando uma retomada à evolução.

## Tese de investimentos

A superação dos eventos não recorrentes do segundo trimestre refletiu a capacidade operacional e eficiência na gestão de riscos da companhia, apresentando evolução em suas principais linhas de negócios e gerenciamento dos índices de sinistralidade em níveis saudáveis, o que valida nossas projeções de crescimento baseadas principalmente:

- (i) no direito exclusivo de acessar a base de clientes da CEF e de explorar economicamente a marca CAIXA e sua rede de agências próprias e outros canais de distribuição;
- (ii) potencial de penetração na base de clientes e no mercado brasileiro em geral;
- (iii) avanço de sua participação de mercado em ramos já relevantes na composição de seus resultados como o habitacional, residencial e prestamista; e
- (iv) alto valor de retorno para o acionista, com histórico de distribuição de dividendos superior a 90% do lucro líquido desde o IPO.

Fonte: Caixa Seguridade, BB-BI.

Em 2024, com o aumento da liquidez, as ações da companhia passaram a compor a carteira do índice Ibovespa.

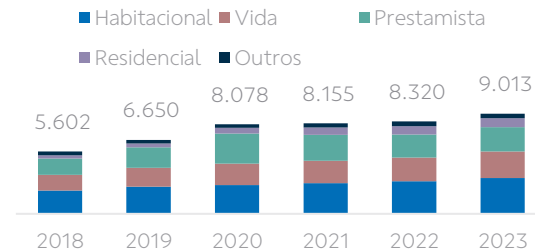
Espera-se, em breve, a realização de oferta pública secundária, já autorizada pela controladora (CEF), para atingimento do percentual mínimo de ações em circulação segundo as regras do segmento Novo Mercado da B3.

## Riscos

- (i) aumento da sinistralidade, seja pela frequência de ocorrência ou severidade, que é inerente ao negócio de seguros;
- (ii) principais linhas de seguros são correlacionados ao aumento do volume de crédito concedido pela CEF e podem ter variações por condições macroeconômicas ou estratégicas; e
- (iii) a oferta de condições mais atrativas dos produtos de captação da CEF, diante da necessidade de levantamento de recursos para financiamento imobiliários pode impactar o desempenho dos negócios de acumulação da seguradora, como a previdência.

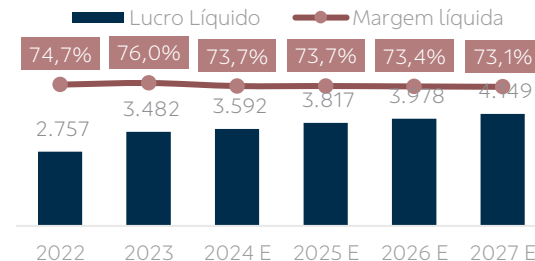
## Prêmios emitidos

R\$ milhões



## Lucro Líquido e Margem Líquida

R\$ milhões e %





 **BB INVESTIMENTOS**

# Siderurgia e Mineração

Dezembro 2024

Por **Mary Silva, CNPI-P**

menu



# Siderurgia e Mineração

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB-BI 2025: GGBR4.



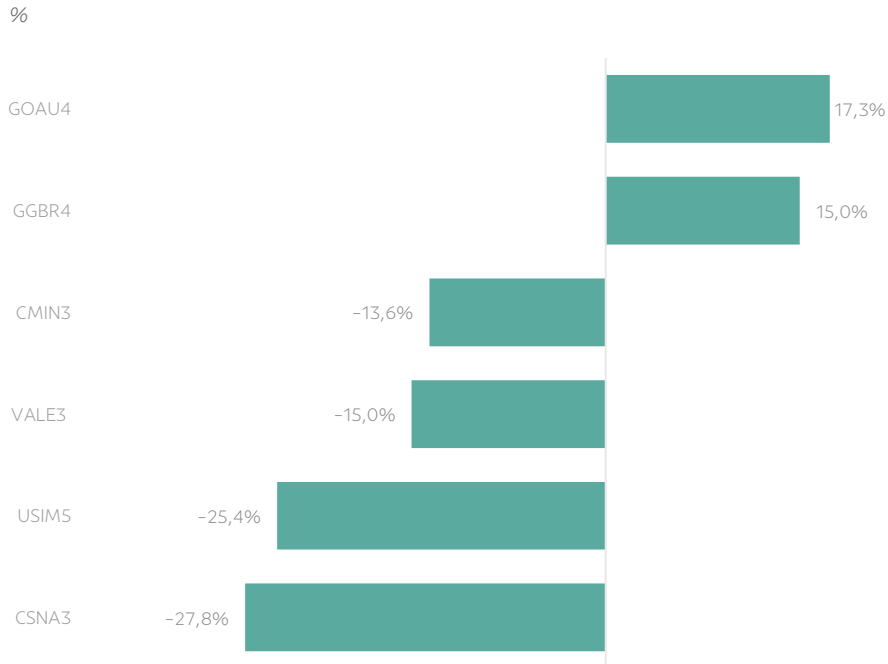
Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2025 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2025e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2025e	EV/EBITDA Média 5 anos
CSN MINERACAO	CMIN3	5,24	5,90	12,6%	Venda	30.224,2	-1.504,3	13,0	6,9	6,3	4,3
CSN	CSNA3	11,16	13,80	23,7%	Neutra	15.488,8	27.762,3	13,8	6,1	4,7	4,4
<b>GERDAU</b>	<b>GGBR4</b>	<b>20,47</b>	<b>24,00</b>	<b>17,2%</b>	<b>Compra</b>	<b>42.643,1</b>	<b>6.827,2</b>	<b>7,2</b>	<b>7,3</b>	<b>3,9</b>	<b>4,3</b>
METALURGICA GERDAU	GOAU4	11,57	-	-	-	11.949,0	6.530,2	5,9	5,0	-	19,3
USIMINAS	USIM5	5,98	8,70	45,5%	Neutra	7.643,5	13,5	7,7	34,8	3,1	4,4
VALE	VALE3	56,81	74,00	30,3%	Compra	267.302,2	49.680,0	5,1	4,4	3,4	3,6

Fonte: Bloomberg, BB-BI. (Fechamento em 06/12/2024)

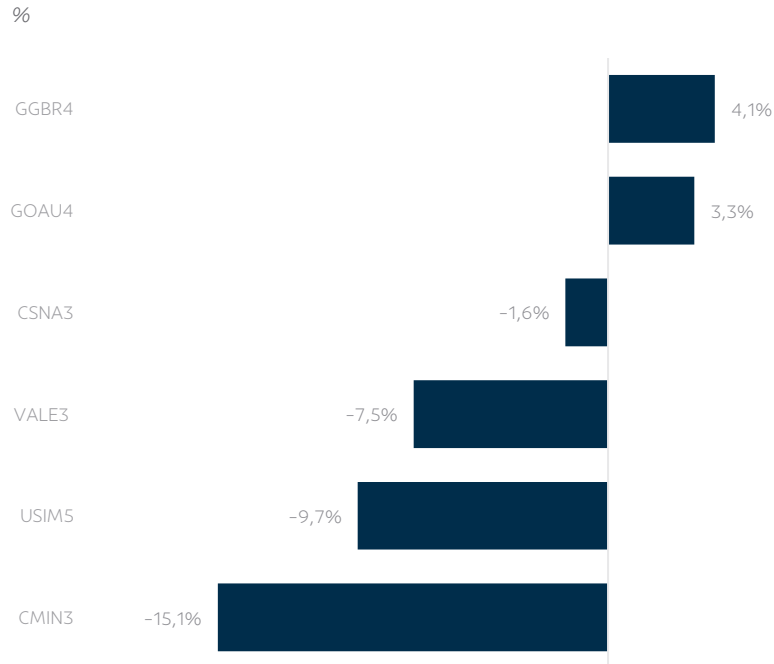
# Siderurgia e Mineração



## Performance em 12 meses



## Performance 1 mês



Fonte: Bloomberg, BB-BI. (Fechamento em 06/12/2024)

# Siderurgia e Mineração

Mineração | Incertezas com relação à demanda na China e especulação sobre a adoção de novos estímulos do governo chinês à economia devem continuar trazendo elevada volatilidade às cotações do minério de ferro em 2025

## Minério segue com elevada volatilidade

Após iniciarem 2024 em elevado patamar, na sequência do rali observado nos últimos meses de 2023, os preços de minério de ferro passaram por uma forte correção no primeiro quadrimestre do ano, refletindo a recuperação dos níveis dos estoques de minério e de aço na China diante da fraca demanda no país. Em seguida, voltaram a apresentar alta volatilidade ao longo do ano, acompanhando a reação do mercado não apenas à dinâmica de oferta e demanda, mas também a expectativa do anúncio de novos estímulos pelas autoridades chinesas, o que levou os preços a oscilarem entre US\$ 90 e US\$ 145 por tonelada. Após tocarem na mínima de US\$ 90 no ano – considerado um importante suporte por corresponder ao custo marginal de produção global – as cotações ganharam impulso no final de setembro com o anúncio de um pacote de medidas pelo governo chinês, mas a combinação de deterioração dos dados da indústria siderúrgica na China e dos estímulos posteriores aquém do esperado, voltou a pressionar os preços da commodity.

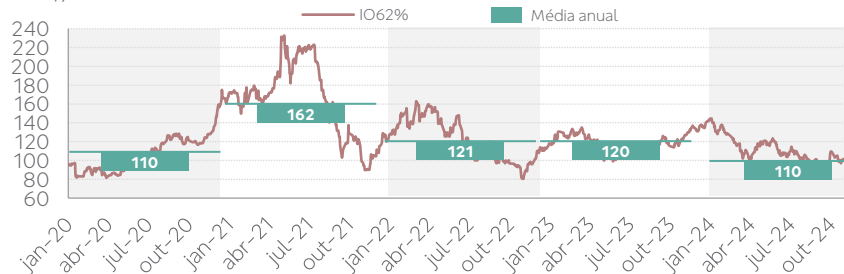
Para 2025, a trajetória de preço do minério está amplamente ligada ao nível de demanda na China, e da estratégia do governo chinês com relação a novos incentivos à economia, principalmente pela potencial mudança da relação comercial com os EUA, dado o contexto político na região e as crescentes barreiras à importação de produtos chineses impostas por diversos países. Diante desse cenário, estimamos um preço médio de US\$ 92 por tonelada para 2025 (-16% a/a em relação à média de 2024 até novembro). O recuo deve seguir gradualmente nos anos seguintes e estimamos que se estabilize em US\$ 80 por tonelada a partir de 2029, após a normalização da relação entre oferta e demanda global.

As exportações brasileiras de minério atingiram volume recorde em 2024 e somaram 397,8 Mt no acumulado de 12 meses até novembro (+7,3% em relação ao mesmo período do ano anterior), refletindo as condições climáticas favoráveis e a evolução operacional dos principais produtores, que deve suportar os embarques elevados no próximo ano.

Fonte: World Steel Association (WSA), SECEX, Bloomberg, BB-BI.

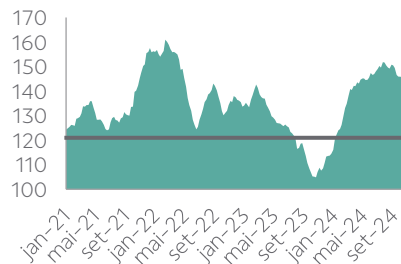
## Preços de minério

US\$/t



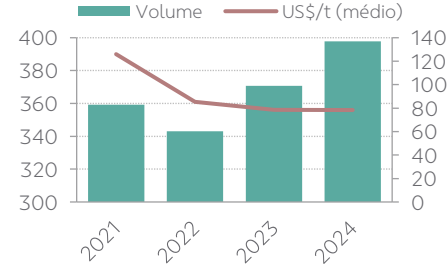
## Estoque de minério na China

Mt — Média semanal



## Exportações bras. minério

Mt (acumulado em 12 meses até novembro)



# Siderurgia e Mineração

**Siderurgia** | A demanda de aço na China deve continuar pressionada pela fraca performance do setor imobiliário em 2025, que combinada ao movimento crescente de medidas protecionistas por diversos países, com potencial de restringir as exportações de aço chinesas, deve limitar o espaço para uma expansão da siderurgia no país.

## Demanda de aço na China deve continuar enfraquecida

A profunda crise no setor imobiliário chinês ainda parece distante de ser revertida. Apesar das sucessivas medidas de estímulos implementadas pelo governo desde meados de 2022, ainda não houve uma estabilização das vendas e construções de novas moradias, que seguem enfraquecidas diante da continuidade de um ambiente de confiança do consumidor bastante abalada.

Nesse contexto, temos observado uma redução gradual na produção chinesa de aço, que tem sido acompanhada de uma retração ainda maior no consumo da commodity no país, cuja representatividade em relação à produção local tem sido cada vez menor. Assim, o volume excedente tem sido direcionado às exportações, cujo volume dobrou nos últimos 4 anos.

As projeções mais recentes da World Steel Association (WSA) indicam queda de 1,0% a/a na demanda de aço na China em 2025, que pode ser contida caso haja intervenção governamental mais substancial no apoio à economia e ao setor imobiliário do que aquelas adotadas até agora.

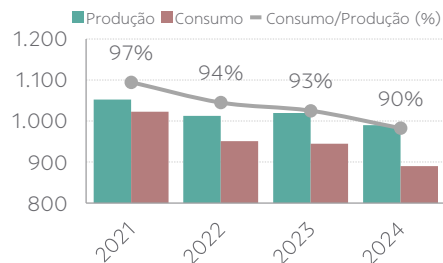
Para os demais setores demandantes de aço, a expectativa é de crescimento nos investimentos em infraestrutura, apoiados pelos efeitos das recentes medidas anticíclicas anunciadas pelo governo, enquanto para o setor automotivo é esperada uma recuperação de volumes, mas que deve ser limitada pela baixa confiança dos consumidores, que pressiona os preços dos bens para baixo – o que também é observado nas demais indústrias.

Além disso, acreditamos que a adoção e intensificação de medidas protecionistas por diversos países podem limitar o alcance dos embarques de aço chinês e o consumo interno de aço para a fabricação de bens manufaturados destinados às exportações (como é o caso dos veículos elétricos, por exemplo), de modo que não enxergamos espaço para uma expansão da atividade siderúrgica chinesa no curto prazo.

Fonte: World Steel Association (WSA), Bloomberg, Bloomberg Intelligence, BB-BI.

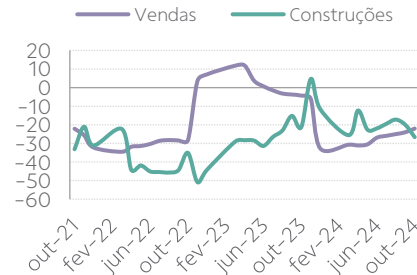
## Volumes de aço na China

Mt (acumulado em 12 meses até outubro)



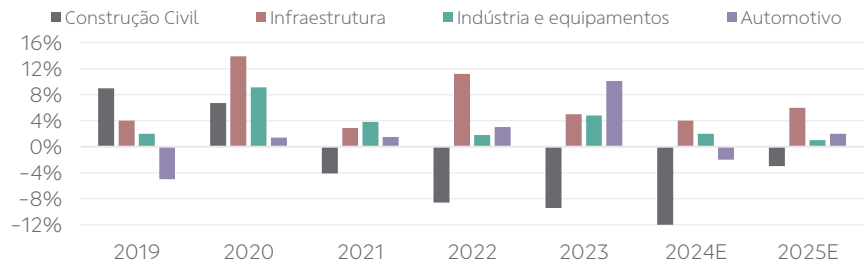
## Novas moradias

Variação a/a - %



## Variação da demanda de aço por setor - China

Variação a/a - %



# Siderurgia e Mineração

Siderurgia | Excluindo a China, as expectativas para 2025 são mais otimistas após o crescimento modesto da demanda mundial de aço em 2024. Espera-se um avanço de 3,3% na comparação anual, puxado principalmente pelo forte ritmo de investimentos de infraestrutura na Índia e nos Estados Unidos.

## Crescimento da demanda ex-China

Após incremento de 1,2% a/a esperado para 2024 no consumo de aço mundial, excluindo-se a China, diante do cenário de aperto monetário e queda no poder aquisitivo na maioria das regiões, as projeções para o próximo ano são mais otimistas. A WSA estima um crescimento de 3,3% a/a no consumo de aço global ex-China para 2025, impulsionado pela demanda robusta na Índia, cuja estimativa é de um avanço de 8,5% a/a, acompanhando o forte ritmo esperado para os investimentos em infraestrutura no país.

Vale mencionar a expectativa de recuperação da demanda de aço nos EUA, que segundo a WSA deve crescer 2% em 2025, após a retração de 1,5% a/a em 2024, apoiada pela significativa retomada da construção residencial no país com a esperada flexibilização das condições de financiamento e das taxas de juros, além dos investimentos em infraestrutura.

Os preços internacionais de aço iniciaram o ano de 2024 em patamar elevado, acompanhando o movimento do minério de ferro desde o final de 2023, mas passaram por uma correção e têm se mantido relativamente estáveis na segunda metade do ano, refletindo o cenário de equilíbrio entre demanda e oferta globais, que deve prevalecer em 2025.

Fonte: World Steel Association (WSA), American Iron and Steel Institute (AISI), Bloomberg, BB-BI. <sup>1</sup>Considerando o acumulado no período entre jan-out.

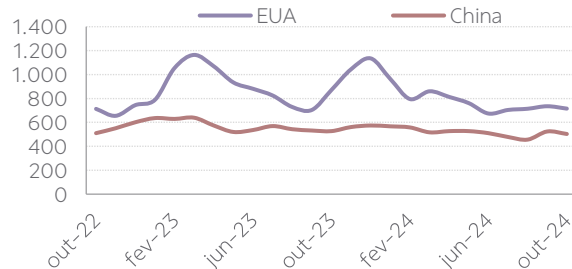
## Consumo de aço por país

Mt

#	País	Volume 2023	Variação 2024/2023E	Variação 2025/2024E
1	China	895,7	-3,0%	-1,0%
2	Índia	132,8	8,0%	8,5%
3	EUA	90,5	-1,5%	2,0%
4	Japão	53,3	-2,1%	1,7%
9	Brasil	24,0	5,0%	3,0%
<b>Total</b>		<b>1.767,0</b>	<b>-0,9%</b>	<b>1,2%</b>
<b>Total ex-China</b>		<b>871,3</b>	<b>1,2%</b>	<b>3,3%</b>

## Preços internacionais de aço

Laminado a quente - US\$/t



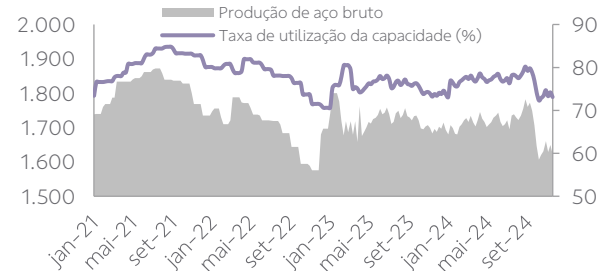
## Produção de aço por país

Mt

#	País	Volume 2024 <sup>1</sup>	Variação 2024/2023 <sup>1</sup>	Participação %
1	China	850,7	-3,0%	55,0%
2	Índia	123	5,6%	8,0%
3	Japão	70,2	-3,7%	4,5%
4	EUA	66,7	-1,9%	4,3%
5	Rússia	59,4	-6,8%	3,8%
9	Brasil	28,4	6,0%	1,8%
<b>Total</b>		<b>1.546,6</b>	<b>-1,6%</b>	<b>100%</b>

## Produção de aço nos EUA

Milhares de toneladas (dados semanais)



# Siderurgia e Mineração

Siderurgia | Produção e vendas de aço no Brasil seguem aquecidas, mas a forte entrada de aço importado no país continua pressionando a siderurgia local, que ainda não responde às medidas implementadas pelo governo neste ano.

## Importações ainda mais elevadas no Brasil

Após a desaceleração da produção de aço nos dois anos anteriores, o Brasil voltou a apresentar crescimento em 2024. No acumulado até outubro, a produção siderúrgica no país somou 28,4 milhões de toneladas, um avanço de 6% na comparação anual, substancialmente acima da estimativa inicial da WSA para este ano (1%). O consumo aparente também teve forte crescimento no período (+9,7% a/a, acima da estimativa inicial de WSA, de 1%), puxado pelo bom desempenho de alguns segmentos industriais demandantes de aço, como eletrodomésticos, veículos leves, autopeças e construção. Para 2025, a WSA projeta um crescimento de 3% a/a no consumo de aço brasileiro.

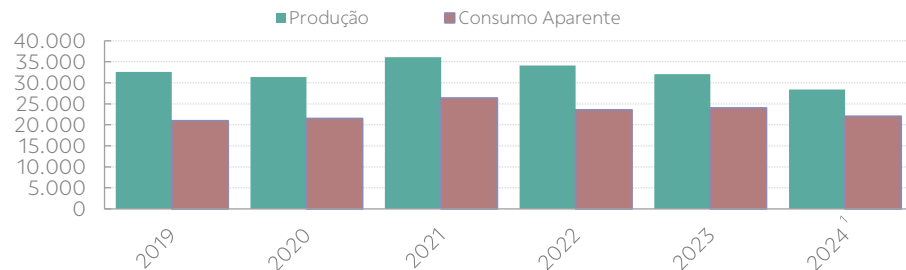
A entrada de aço importado no Brasil continuou avançando. Após saltarem 50% a/a em 2023, no acumulado de 2024 até outubro as importações somaram 5,2 milhões de toneladas – volume superior às 5 milhões de toneladas importadas em todo o ano de 2023 –, que representa um incremento de 25,8% a/a. A taxa de penetração de aço importado no consumo aparente local ficou em 23,8% nos 10 primeiros meses de 2024, significativamente superior à média de 2013 a 2022, que foi de 13,1%, e chegaram a atingir 27,6% no mês de setembro (ápice do ano).

Nesse contexto, após o pleito das empresas e entidades ligadas ao setor siderúrgico brasileiro, em abril/24 o governo aprovou um mecanismo de cotas e tarifas temporárias sobre as importações de alguns produtos siderúrgicos, e em outubro/24 foi anunciado o aumento provisório de imposto de importação de outros produtos de ferro e aço, além da aplicação de uma tarifa provisória sobre as importações chinesas de folhas metálicas como medida *antidumping*. Ainda não foram observados efeitos significativos sobre as importações de aço, de modo que as discussões sobre defesa comercial devem continuar em 2025, e podem abrir espaço para a aplicação de medidas mais severas para tentar conter a entrada de aço no país.

Fonte: World Steel Association (WSA), Instituto Aço Brasil (IABR), BB-BI. (1) Considerando o acumulado no período entre janeiro e outubro.

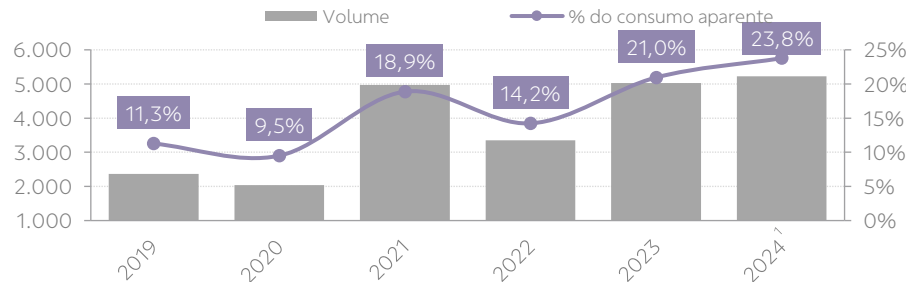
## Produção e consumo aparente de aço no Brasil

Mt



## Importação de aço no Brasil

Kt



# Seleção Siderurgia e Mineração: Gerdau

A Gerdau deverá continuar registrando resultados robustos, mesmo com a volatilidade e desafios para o setor, dado seu foco em redução de custos e busca por eficiência no Brasil, além de seu posicionamento no mercado norte-americano.

## Tese de Investimento

Em nossa visão, a Gerdau possui estratégias claras de crescimento para os próximos anos, visando manter sua relevância em seus mercados de atuação e no processo de descarbonização da cadeia produtiva.

No Brasil, seu foco em redução de custos e busca por maior eficiência e produtividade devem continuar em 2025, com potencial de entrega de uma rentabilidade satisfatória diante dos desafios enfrentados pela siderurgia brasileira com a forte competição com o aço importado. Na América do Norte, sua posição de liderança e seu portfólio com itens de alto valor agregado fazem com que esteja bem posicionada para capturar os benefícios do elevado nível de consumo de aço esperado para os Estados Unidos nos próximos anos, em linha com (i) a tendência de *reshoring* (retomada da produção de elos da cadeia de suprimento no país), (ii) o avanço da produção doméstica de chips, (iii) o alto potencial de crescimento mercado de energias renováveis, e (iv) o pacote de infraestrutura e demais incentivos do governo americano.

Além disso, a disciplina financeira e a manutenção de uma estrutura de capital fortalecida devem continuar limitando a elevação do nível de alavancagem, suportando a expectativa da continuidade dos investimentos e de retorno aos acionistas via dividendos.

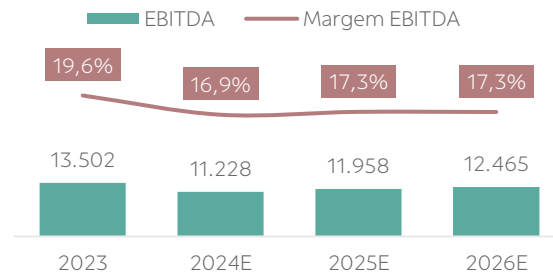
Fonte: Gerdau e BB-BI.

## Riscos

(i) Ritmo lento de recuperação da atividade industrial nas regiões de atuação da companhia, pressionando a demanda de aço; (ii) quedas abruptas nos preços de aço; (iii) escassez de matérias primas ou incrementos substanciais de seus custos, incluindo os custos com sucata, energia e de carvão; e (iv) persistência da elevada penetração de aço importado no Brasil.

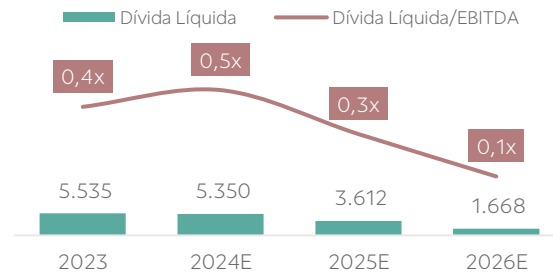
## EBITDA e margem EBITDA

R\$ milhões e %



## Dívida Líquida e Alavancagem

R\$ milhões e x





# Papel e Celulose

Dezembro 2024

Por **Mary Silva, CNPI-P**



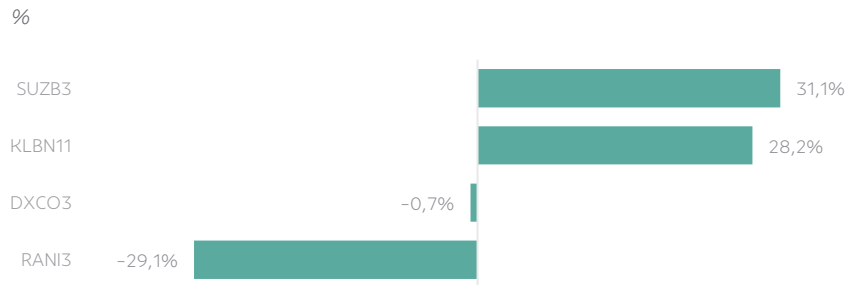
# Papel e Celulose

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB-BI 2025: n/a.

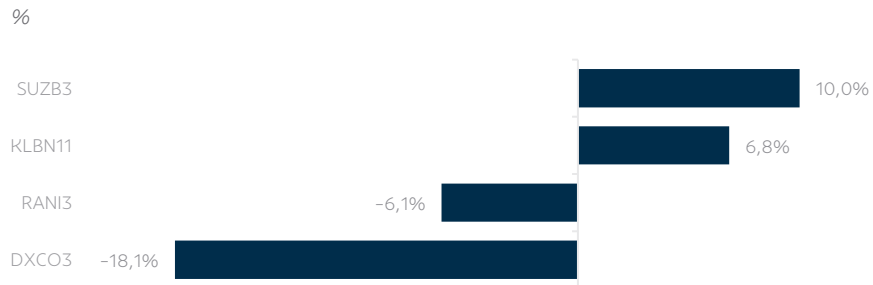


Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2025 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2025e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2025e	EV/EBITDA Média 5 anos
DEXCO	DXCO3	7,00	-	-	-	5.538,8	4.791,2	9,9	16,6	6,0	7,6
KLBIN	KLBN11	23,09	25,00	8,3%	Neutra	28.779,1	21.663,9	12,1	16,2	6,8	7,5
IRANI	RANI3	7,00	-	-	-	1.695,6	1.049,4	8,2	8,6	4,8	5,9
SUZANO	SUZB3	65,43	68,00	3,9%	Neutra	82.584,8	56.002,9	8,1	15,7	5,6	6,4

## Performance em 12 meses



## Performance 1 mês



Fonte: Bloomberg, BB-BI. (Fechamento em 06/12/2024)

# Papel e Celulose

**Celulose** | Na Europa, o consumo resiliente, a redução da importação de papéis e a recomposição dos estoques de celulose impulsionaram os preços da commodity no 1S24. Na segunda metade do ano, a combinação de queda da demanda na China, normalização dos estoques na Europa e adição de capacidade de celulose pressionou as cotações.

## Após escalada no 1S24, preços de celulose seguem arrefecidos

Na primeira metade de 2024, os preços de celulose passaram por uma forte escalada nas principais regiões de referência. Na Europa, o consumo resiliente e a redução da importação de papéis provenientes da China, em razão dos efeitos dos conflitos geopolíticos no Mar Vermelho que impactaram logística e fretes na região levaram a um aumento consistente da produção de papéis, impulsionando a demanda de celulose que, combinado aos estoques de fibras em baixos níveis, suportou sucessivos aumentos de preços da commodity. Na China, a demanda aquecida pela inauguração de fábricas de papel incentivou a antecipação das compras de celulose pela indústria, dada a menor disponibilidade de fibras em razão do maior direcionamento dos embarques para a Europa.

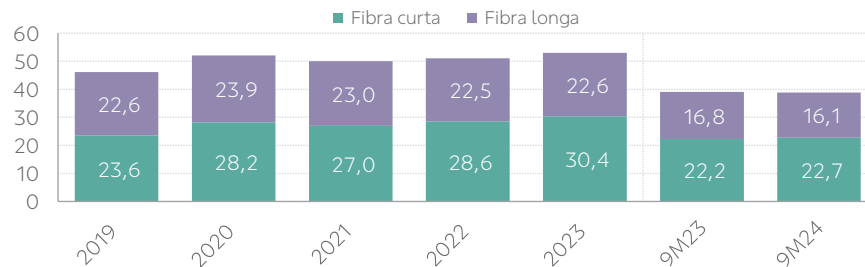
No entanto, o cenário mudou significativamente no final do 2S24. Do lado da oferta, houve adição de capacidade de fibra curta, inclusive pela nova planta da Suzano no Brasil. Na China, diante de condições macroeconômicas mais desfavoráveis, o mercado não absorveu toda a produção adicional de papel, que junto com a redução das exportações para a Europa, provocou uma sobreoferta de papel no mercado chinês, reduzindo seus preços, bem como as margens das papeleiras, e consequentemente novos pedidos de celulose. Como resultado, os preços de celulose na região tiveram forte correção, principalmente na fibra curta. Na Europa, os estoques nos portos foram recompostos, o que contribuiu para o arrefecimento dos preços de fibra curta, enquanto as cotações de fibra longa continuaram resilientes, dada a relação oferta e demanda ainda apertada pois não houve expansões de oferta.

Para 2025, esperamos a continuidade da tendência vista no 2S24, já que o *ramp-up* das plantas inauguradas deve continuar elevando a oferta global e proporcionando um melhor equilíbrio em relação à demanda. Os estoques abastecidos na Europa e as margens apertadas das papeleiras na China devem continuar desestimulando um crescimento significativo na importação de fibras, o que deve segurar novos impulsos nos preços.

Fonte: Bloomberg, BB-BI.

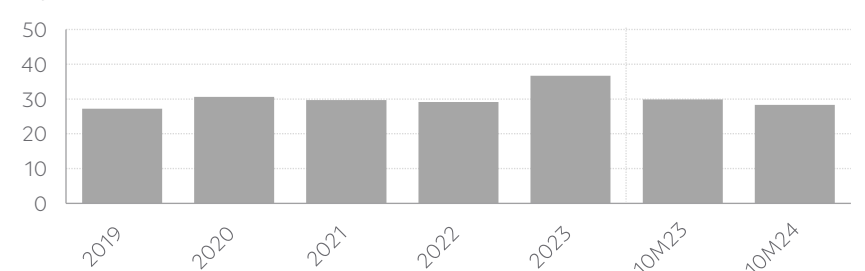
## Produção global de celulose

Mt



## Importações de celulose na China

Mt



# Papel e Celulose

Celulose | Apesar da queda nas importações de celulose pela China, as exportações brasileiras de celulose devem encerrar o ano de 2024 com receita recorde, refletindo o crescimento de volumes e preços médios.



## Exportações brasileiras recordes

Após a retração de 4,5% no ano de 2023, o volume de exportações brasileiras de celulose teve crescimento de 4,1% em 2024<sup>1</sup>, e manteve-se acima da média em quase todos os meses, com exceção de agosto, quando os embarques para a China reduziram substancialmente (-33,8% m/m) em razão da fraca demanda no país. Ainda assim, no acumulado de 2024 até novembro, a China foi o principal destino das exportações brasileiras, com 44,9% do total (-5,3 p.p. a/a), seguida pelos Estados Unidos, com 15,5% (+0,7 p.p. a/a).

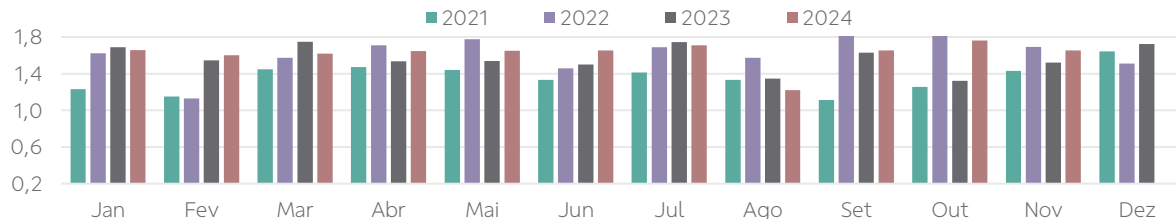
A receita de exportações superou US\$ 9,5 bilhões, que representa um salto de 35% em relação ao mesmo período do ano anterior, em função do incremento de ~30% nos preços médios por tonelada. O valor acumulado nos 11 primeiros meses de 2024 já superou o valor registrado em todo o ano de 2022, que foi recorde.

Para 2025, esperamos que o volume de exportações brasileiras de celulose continue consistentes, inclusive pela maior oferta no Brasil, mas não enxergamos espaço para um crescimento significativo dos embarques em relação à 2024, principalmente de fibra curta, considerando-se que os estoques europeus devem iniciar o ano abastecidos e a demanda ainda pode seguir enfraquecida na China, reduzindo também o valor das exportações.

Fonte: Bloomberg, SECEX, BB-BI. (1) Considerando o acumulado entre jan-nov.

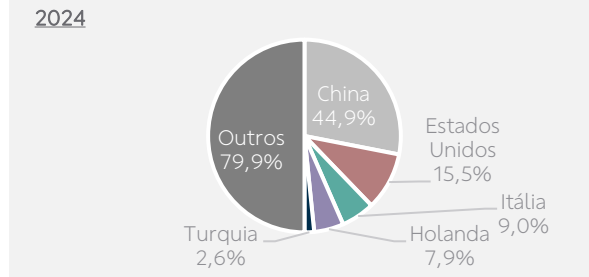
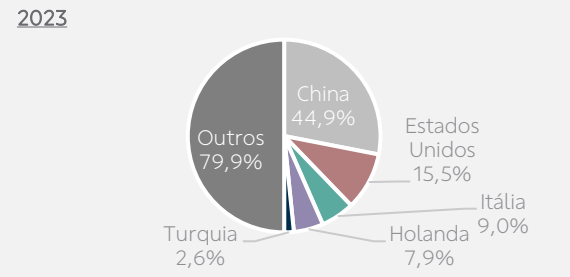
## Exportações brasileiras de celulose

Mt



## Destinos das exportações<sup>1</sup>

% dos embarques em volume



# Papel e Celulose

**Papel** | A demanda de Imprimir e Escrever voltou a crescer em 2024, puxada pelo ciclo eleitoral em diversas regiões. Já o segmento de papéis para embalagens teve forte avanço na América Latina, enquanto na Ásia o consumo foi mais fraco. No Brasil, a expedição de papelão ondulado surpreendeu positivamente e levou à elevação das projeções.

## Demanda global aquecida

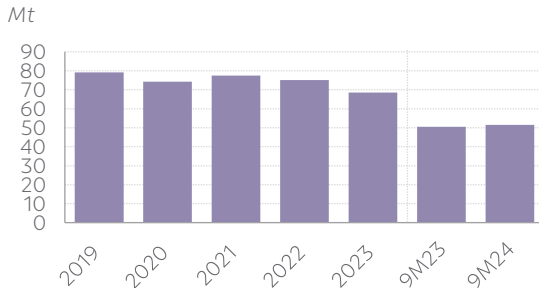
Apesar da tendência de desaceleração em razão da ampliação do uso de mídias digitais, a demanda global de papéis para Imprimir e Escrever teve crescimento de 0,8% a/a no acumulado de 2024 até setembro, refletindo movimentos de recomposição de estoques e o impulso positivo por aspectos locais, como as eleições ocorridas em vários países, incluindo o Brasil e os Estados Unidos.

Já a demanda global de papelão para embalagens cresceu 2,9% a/a no acumulado de 2024 até agosto, puxada principalmente pelo forte avanço no consumo na América Latina (+7,1% a/a), que compensou o tímido incremento na Ásia (+0,9% a/a).

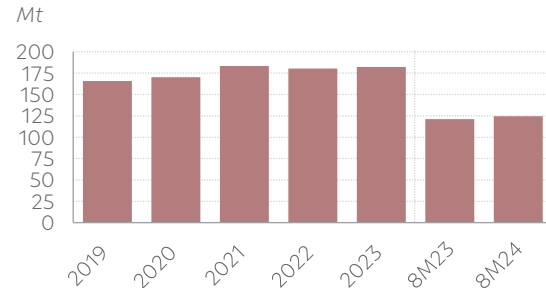
No Brasil, a expedição de papelão ondulado teve incremento de 4,1% a/a nos 10 primeiros meses de 2024, tendo atingido, no mês de outubro, o volume recorde mensal de 391 kt. O crescimento foi impulsionado pelo aumento da renda familiar e do consumo de bens não duráveis, com destaque para o segmento de produtos alimentícios, que representou quase 50% do total, e reflete diretamente no setor de embalagens, levando inclusive à revisão das estimativas pela Empapel para 2024 (de +4,8% para +5,2%). Para 2025, esperamos um cenário de crescimento em linha com o PIB brasileiro, em torno de 2%.

Fonte: Bloomberg, Empapel, BB-BI.

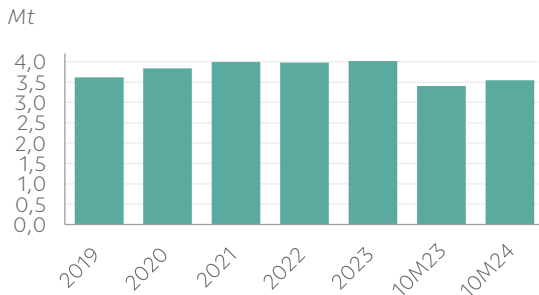
## Demanda Global Imprimir e Escrever



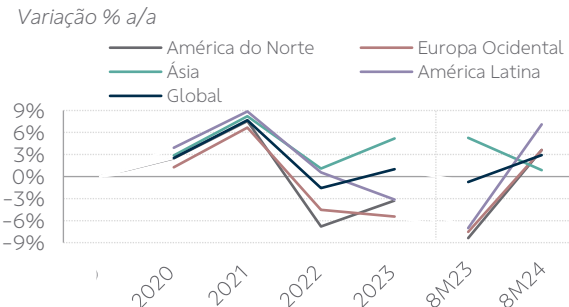
## Demanda Global Papelão Embalag.



## Expedição Papelão Ondulado - Brasil



## Demanda Papelão Embalag. por região





 **BB INVESTIMENTOS**

# Petróleo e Gás

Dezembro 2024

Por **Daniel Cobucci, CNPI-P**

[menu](#)

# Petróleo e Gás

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB-BI 2025: PETR4 e VBBR3.

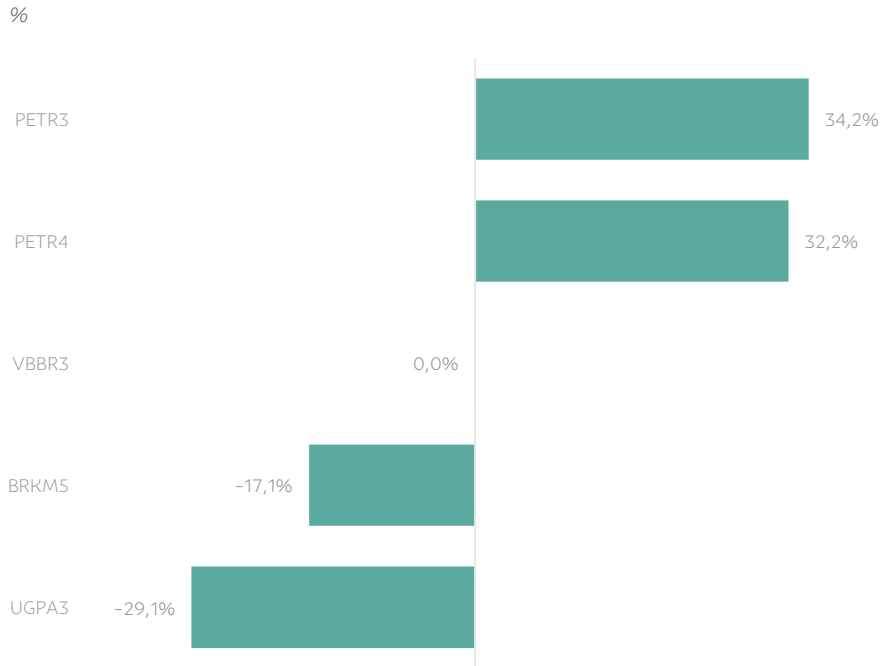


Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2025 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2025e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2025e	EV/EBITDA Média 5 anos
BRASKEM	BRKM5	14,44	24,00	66,2%	Neutra	11.885,5	38.276,0	-	44,7	5,9	5,2
PETROBRAS	PETR3	42,11	48,50	15,2%	Compra	539.203,9	216.138,0	4,3	14,8	3,2	3,1
PETROBRAS	PETR4	39,03	48,50	24,3%	Compra	539.203,9	216.138,0	4,0	14,8	3,2	3,1
ULTRAPAR	UGPA3	17,67	28,00	58,5%	Neutra	20.032,7	6.121,4	9,4	14,3	4,3	6,9
VIBRA ENERGIA	VBBR3	20,19	30,00	48,6%	Compra	23.073,8	8.852,0	7,8	10,4	5,3	7,4

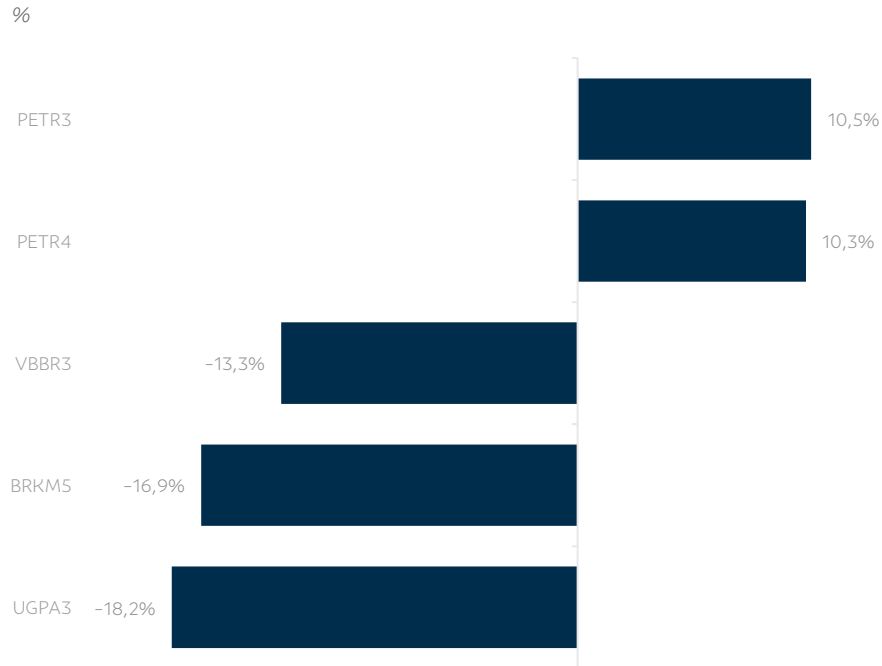
Fonte: Bloomberg, BB-BI. (Fechamento em 06/12/2024)



## Performance em 12 meses



## Performance 1 mês



Fonte: Bloomberg, BB-BI. (Fechamento em 06/12/2024)

# Petróleo e Gás

Em 2024, os preços de petróleo foram influenciados por uma combinação de demanda mais fraca e limitação da oferta. Para 2025, a preferência é por companhias menos alavancadas, mas que estejam entregando elevado fluxo de caixa livre por ação. Fusões e aquisições de ativos ligados à transição energética devem seguir em alta.

O ano de 2024 foi marcado por uma dinâmica de preços volátil no mercado global de petróleo, com o Brent oscilando em uma faixa entre US\$ 75 a US\$ 95 por barril. As incertezas macroeconômicas, incluindo a desaceleração da economia chinesa e o menor crescimento na zona do euro, colaboraram para uma demanda mais fraca. Por outro lado, os cortes de produção liderados pela OPEP+ e os riscos geopolíticos ajudaram a compensar a menor demanda, sustentando os preços.

As expectativas para 2025 indicam um mercado ainda equilibrado, mas com uma média anual projetada em US\$ 76 por barril, segundo estimativas da IEA. A desaceleração econômica global e aumento do foco em energias de menor pegada de carbono podem limitar a demanda por combustíveis fósseis, enquanto a oferta deve permanecer controlada pela OPEP+.

No Brasil, espera-se que a produção continue em alta, especialmente com o aumento da produção no pré-sal. As independentes deverão consolidar operações em ativos terrestres e águas rasas, enquanto a Petrobras continuará focada em ativos de alta produtividade. A transição energética deve ganhar força, com os incentivos e mandatos do programa Combustível para o Futuro favorecendo projetos ligados a biocombustíveis, com destaque para SAF (combustível de aviação), biodiesel e biometano.

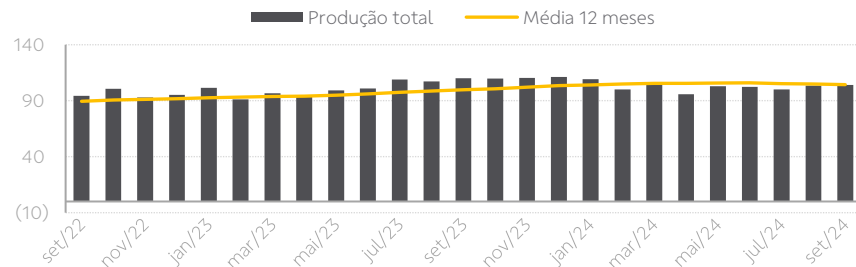
Nossa seleção para o ano busca conciliar bons retornos, medidos através do crescimento médio (CAGR) do fluxo de caixa livre por ação das companhias, e menor alavancagem, dada a pressão em despesas financeiras que deve seguir prejudicando o resultado das companhias mais alavancadas. Assim, vemos **Petrobras** com maior destaque em termos de retorno, além de **Vibra** também bem posicionada no ranking, enquanto **São Martinho** passa pela linha de corte (alavancagem menor do que 1x), apesar de apresentar maior risco.

Fonte: ANP, LSEG, BB-BI.



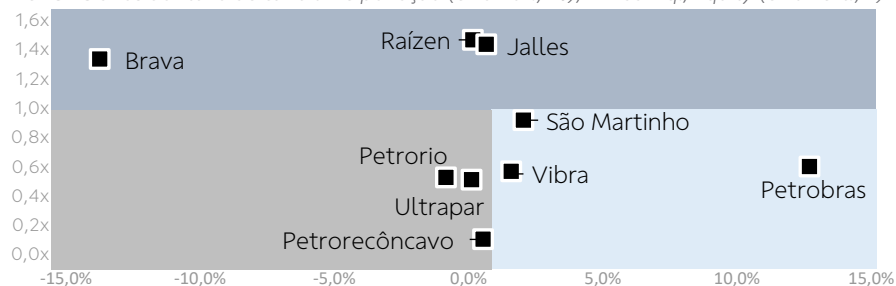
## Brasil: produção total de petróleo e gás

Mil boe



## Fluxo de Caixa Livre por Ação e Dívida Líquida/Equity

CAGR 3 anos do fluxo de caixa livre por ação (eixo hor., %); Dívida Líq./Equity (eixo vert.; x)





# Petróleo e Gás: distribuição de combustíveis

Em 2024, houve uma retomada no patamar de margens de comercialização, mas perda de *market share* das três companhias listadas para o grupo “outros” (ou bandeira branca). Para 2025, esperamos maior mobilização do setor em torno das ações para combater ilegalidades.



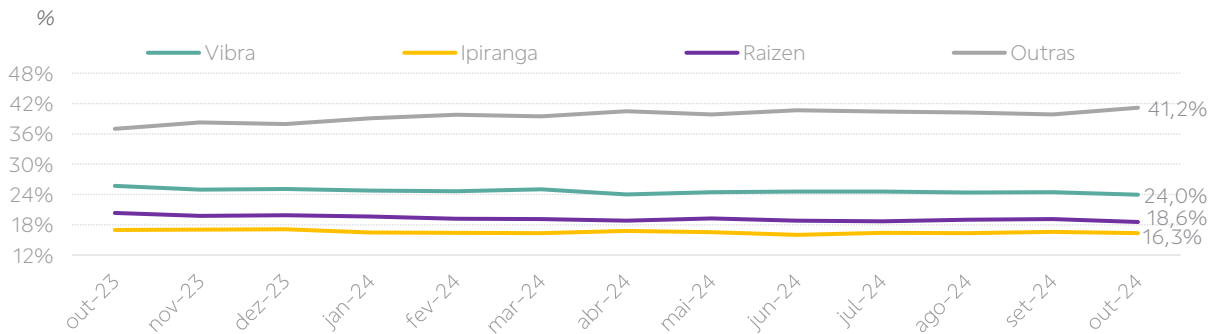
A demanda por combustíveis é ligada a fatores como crescimento econômico e aumento da frota de veículos. Nos últimos 12 meses, a venda de combustíveis líquidos teve um incremento de 4,5% a/a, como resultado de uma recuperação da atividade econômica e do aumento nas vendas de veículos novos (+8,9% a/a no período janeiro a outubro, segundo a Anfavea).

Entre as companhias listadas, Raízen e Vibra tiveram perdas na participação de mercado, com Ultrapar mais estável. No entanto, **Vibra segue com as melhores margens de comercialização e posicionamento estratégico para crescimento em renováveis, o que, junto com um valuation atrativo, justifica nossa escolha para a Seleção BB-BI 2025.**

Preocupa a acirrada competição no mercado de combustíveis, que vem pressionando margens, principalmente com competidores menores que fazem uso de sonegação fiscal e adulteração. As [recentes ações do ICL](#) para combate às ilegalidade e mobilização de grandes players do setor devem estar no foco em 2025. Uma medida estrutural que poderia colaborar com esse cenário seria a [antecipação da monofasia no etanol](#).

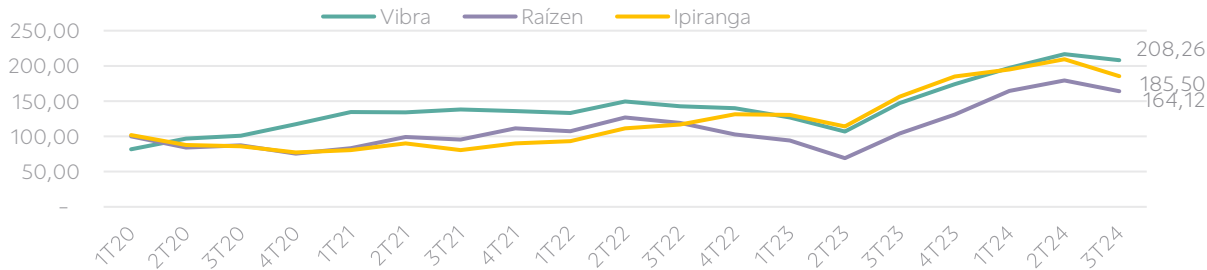
Fonte: ANP, Sindicom, LSGE e BB-BI.

## Participação de mercado



## Margem EBITDA/m<sup>3</sup>

EBITDA (em R\$) dividido pelo volume (metros cúbicos). Média móvel de 4 trimestres.



# Seleção Petróleo e Gás: Petrobras

A Petrobras tem como principal atrativo a combinação de elevados volumes de produção e diluição de custos fixos que resulta em um custo de extração de menos da metade do observado nas petroleiras nacionais independentes.



## Tese de Investimentos

Seguimos vendo a agenda de crescimento da produção e os baixos custos de extração como gatilhos para que a companhia siga entregando uma boa geração de caixa e elevado retorno ao acionista. A Petrobras atualizou seu Plano Estratégico para 2025-2029, com destaque para a continuidade do foco estratégico no pré-sal, com alocação de 82% do Capex total, e maior atenção a energias de baixo carbono e refino (que passaram de 11% para 15% dos investimentos). O investimento total subiu 8,8% em relação ao PN anterior, para US\$ 111 bilhões, contando com a entrada de 10 novos sistemas de produção. Vale mencionar que o Brent de equilíbrio projetado em US\$ 28/b deve colaborar para boa competitividade mesmo em cenários adversos. No refino, os investimentos cresceram 17%, impulsionados pela ampliação da Refinaria Abreu e Lima e modernizações em outras refinarias estratégicas, o que deve reduzir dependência de importações. Vale ressaltar que existe um relevante desafio de reposição de reservas, considerando a expectativa de declínio do pré-sal a partir de 2030.

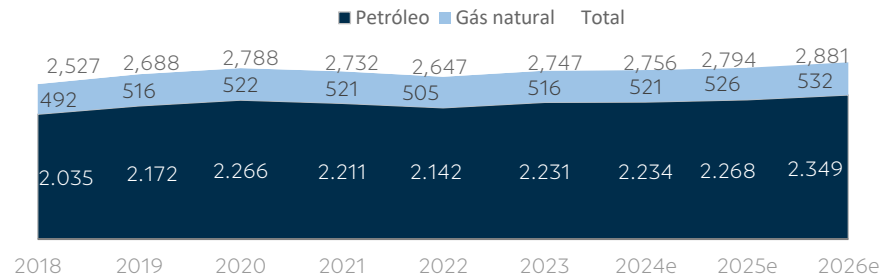
## Riscos

(i) Volatilidade nos preços do petróleo; (ii) mudanças na política de preços da empresa; (iii) risco de execução de projetos em andamento e futuros; (iv) resultado desfavorável de discussões judiciais, inclusive tributárias e trabalhistas; (v) eventual alocação de recursos em projetos com retornos menores do que o custo de capital da companhia; (vi) volatilidade cambial; (vii) alterações nos instrumentos de governança desfavoráveis aos acionistas minoritários.

Fonte: ANP, Petrobras, BB-BI.

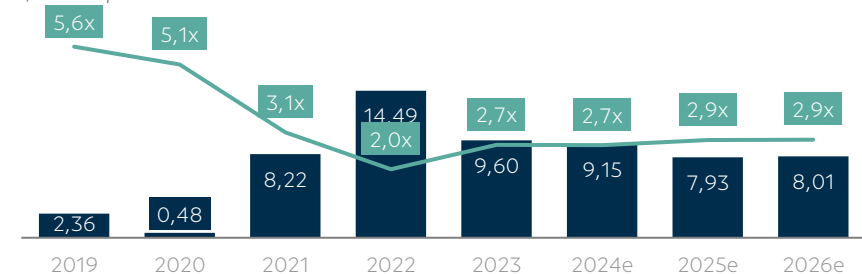
## Produção de Petróleo e Gás Natural

Mil barris/dia



## Lucro por ação (LPA) e EV/EBITDA - Estimativas BB-BI

R\$ e múltiplo



# Seleção Petróleo e Gás: Vibra

A Vibra tem tido a melhor rentabilidade entre os pares, com custos sob controle e um portfólio que tem potencial de crescimento em renováveis, além de sinergias a serem capturadas com a Comerc. Permanece como desafio a retomada de participação de mercado sem perda do bom patamar de margens.

## Tese de Investimentos

A Vibra Energia possui ampla rede de distribuição, com infraestrutura mais capilarizada do que concorrentes, e boas perspectivas de crescimento no segmento B2B, dadas as sinergias que vêm criando com seu portfólio de renováveis. A companhia vem aumentando investimentos em soluções de menor pegada de carbono, como energia elétrica e biocombustíveis. A Vibra também vem investindo em lubrificantes e em infraestrutura para o mercado agro, com foco em aumentar bases e outras estruturas nas principais regiões do país. O movimento deriva da percepção da companhia de que há forte espaço para crescimento dos volumes no agronegócio: o market share da Vibra no diesel é de 30%, enquanto no mercado de grãos está entre 22%. Assim, ações como o aumento nos investimentos e em produtos dedicados ao setor devem contribuir para consolidar sua atuação no setor e trazer novos volumes. A Vibra conseguiu recuperar parcialmente seu market share nos últimos meses, e tem mantido as melhores margens de comercialização, o que reforça nosso otimismo com a companhia.

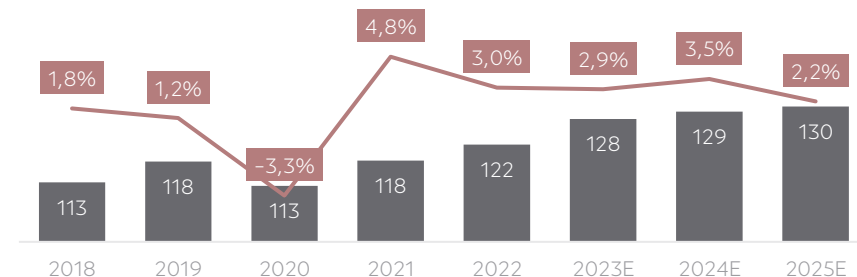
## Riscos

(i) Menor ritmo de crescimento da frota de automóveis, agravada por dificuldades de expansão da indústria; (ii) riscos de execução e/ou crescimento menor do que o esperado nas novas linhas de negócio; (iii) concorrência mais intensa na distribuição de combustível no varejo, o que pode afetar as margens da empresa e/ou a capacidade de embandeirar novos postos de combustível; e (iv) mudanças regulatórias que busquem reduzir a concentração da participação de mercado nas três maiores companhias listadas.

Fonte: ANP, Vibra, BB-BI.

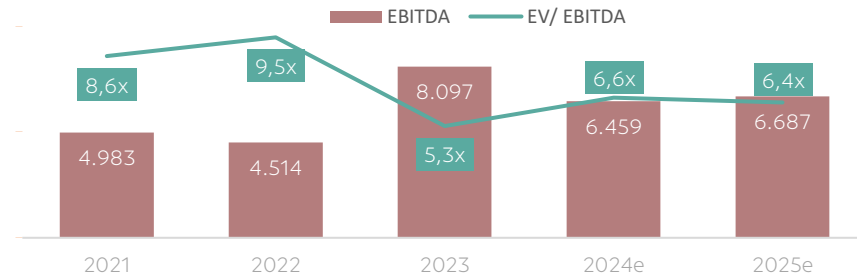
## Venda de combustíveis líquidos e PIB

Milhões de litros e variação anual do PIB (%)



## EBITDA Ajustado e EV/EBITDA - Estimativas BB-BI

R\$ milhões e múltiplo





# Sucroenergético

Dezembro 2024

Por **Daniel Cobucci, CNPI-P**

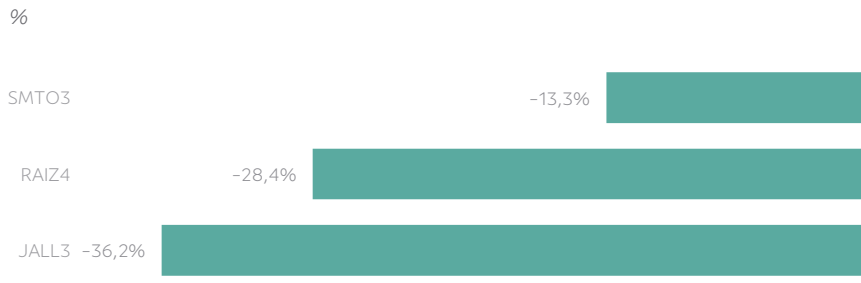
# Sucroenergético

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB-BI 2025: SMT03.

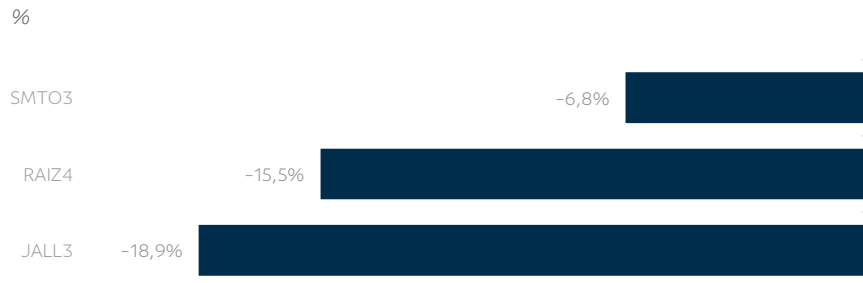


Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2025 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2025e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2025e	EV/EBITDA Média 5 anos
JALLES MACHADO	JALL3	4,93	11,50	133,3%	Compra	1.493,4	2.947,0	4,7	7,0	2,6	3,0
RAIZEN	RAIZ4	2,46	4,50	82,9%	Compra	25.777,7	19.096,6	7,4	9,6	2,9	4,3
SÃO MARTINHO	SMT03	25,23	31,00	22,9%	Compra	8.433,9	6.189,6	8,7	9,2	3,1	4,1

## Performance em 12 meses



## Performance 1 mês



Fonte: Bloomberg, BB-BI. (Fechamento em 06/12/2024)

# Sucroenergético

Esperamos para a safra 2025/26 que os preços de açúcar sejam favorecidos pela previsão de menores estoques, dada a menor produção brasileira e a elevação do consumo em países emergentes. Ponto de atenção nos custos, incluindo insumos como fertilizantes e diesel, mas também fretes internacionais.

A ISO (*International Sugar Organization*) projeta um crescimento na produção de açúcar na ordem de 4,7% para 2025, com o aumento na produção da Índia, Tailândia e União Europeia compensando o declínio de 4,7% no Brasil. O consumo deve bater novo recorde, puxado pelo aumento do consumo em mercados como a Índia e Paquistão. Tal dinâmica deve levar à redução de 6,1% nos estoques, colaborando para a manutenção de um cenário altista de preços.

A Conab projeta que a safra 2024/25 no Brasil deve ter uma redução de 4,8% na moagem de cana, influenciada por condições climáticas adversas, como estiagem e altas temperaturas, além das queimadas. Com isso, a produção de açúcar deve ter uma redução de 3,7% a/a, enquanto a produção de etanol deve crescer 1,3% a/a, puxada por uma forte alta de 22% na produção de etanol a partir de milho.

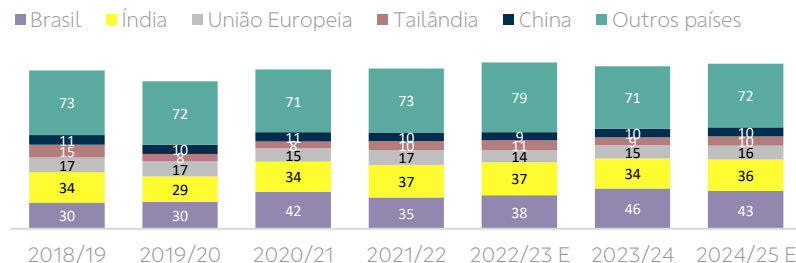
As exportações seguem fortes na safra 2024/25 até o momento, com elevação de 23% ante a safra anterior, recorde histórico no volume embarcado, mesmo com uma menor produção brasileira e diante de preços médio 10% menores, dada a oferta mais forte por países como Tailândia, China e Índia.

Esperamos que os preços de açúcar sigam elevados no mercado global, com a oferta mais restrita e forte consumo de emergentes, ao passo em que deve prosseguir uma forte demanda interna por etanol. No entanto, ainda que custos de insumos e fertilizantes estejam mais controlados, os fretes estão em forte alta, prejudicando as margens de exportação. **Nossa seleção para o setor em 2025 é a São Martinho**, que tem menor alavancagem, infraestrutura robusta e múltiplos descontados, sugerindo uma performance mais resiliente, ainda que este seja um setor particularmente sensível a altas taxas de juros.

Fonte: Conab, UNICA, USDA e BB-BI.

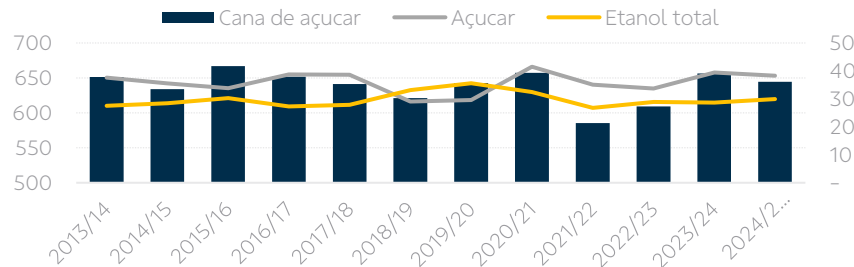
## Produção Global de Açúcar

Milhões de toneladas métricas



## Balanco da Safra (Brasil)

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



# Seleção Sucroenergético : São Martinho

A São Martinho combina uma forte atuação agrícola, com alta produtividade, além de baixa alavancagem e boa infraestrutura para exportação de açúcar.

## Tese de Investimentos

A São Martinho é uma das maiores produtoras e exportadoras de açúcar do país, com excelente histórico de bons resultados operacionais e financeiros. A companhia tem enfrentado uma pressão baixista em bolsa, dentro de um contexto setorial que envolve maior impacto das elevadas taxas de juros para o setor, bem como uma dinâmica de elevação de custos, notadamente em fretes, o que deve seguir afetando as exportações. No entanto, vemos o patamar como um ponto atrativo de entrada, já que o papel está sendo negociado nas mínimas dos últimos doze meses, com o EV/EBITDA em 3,2x, ante média de 4,2x nos últimos dois anos. Esperamos uma continuidade da retomada nos volumes de venda de etanol no mercado doméstico, principalmente agora com o início da entressafra, período que geralmente favorece companhias grandes, como a São Martinho, que tem maior capacidade de estocagem. Os investimentos anunciados recentemente devem colaborar para manter a produtividade em alta, com aumento da área irrigada e incremento na produção de açúcar.

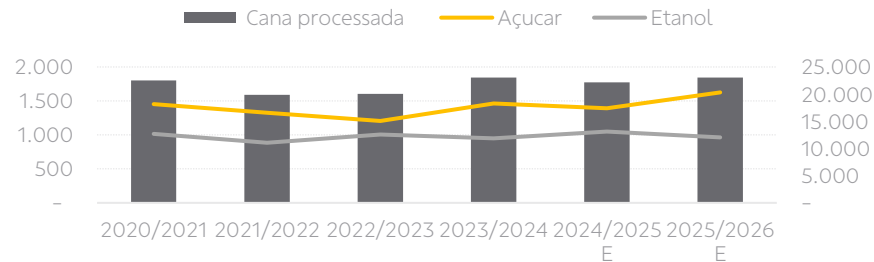
## Riscos

(i) Queda significativa nos preços internacionais de açúcar; (ii) novas políticas e/ou intervenções dos principais produtores globais de açúcar, como Índia e Tailândia; (iii) redução em preços ou nos tributos de petróleo e de combustíveis líquidos, que possam afetar a competitividade do etanol; (iv) incrementos substanciais de custos de produção, incluindo os custos de fertilizantes, fretes e logística; e (v) variações cambiais podem impactar a dívida da companhia, além das receitas em moeda estrangeira e a estratégia de hedge.

Fonte: São Martinho, Única, Conab e BB-BI.

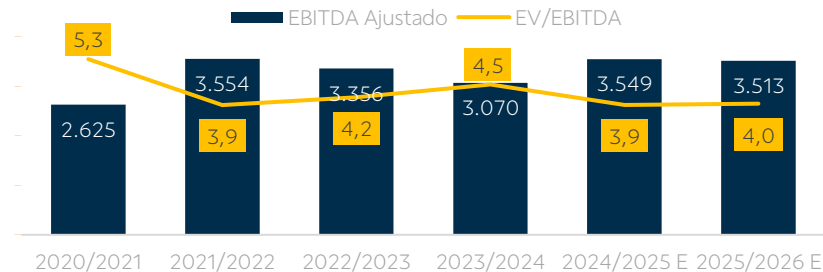
## Cana processada e produção de açúcar e etanol

Cana (eixo dir.) e Açúcar (eixo esq.): milhões de ton.; Etanol (eixo esq.): milhões de m<sup>3</sup>



## EBITDA Ajustado e EV/EBITDA - Estimativas BB-BI

R\$ milhões (eixo esquerdo) e múltiplo (eixo direito)





 **BB INVESTIMENTOS**

# Agronegócios, Alimentos e Bebidas

Dezembro 2024

Por **Georgia Jorge, CNPI-P**

[menu](#)



# Agronegócios, Alimentos e Bebidas

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB-BI 2025: BRFS3.

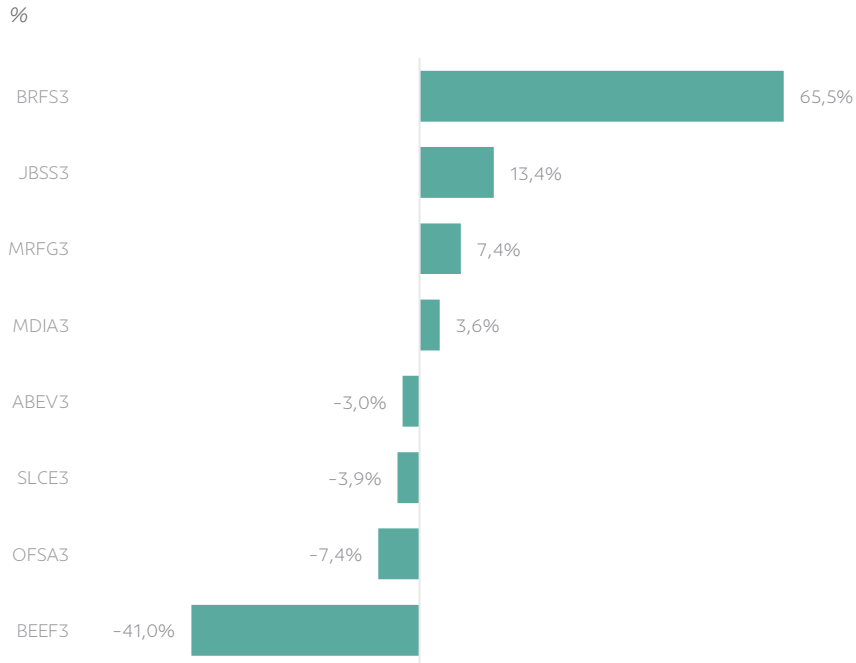


Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2025 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2025e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2025e	EV/EBITDA Média 5 anos
AMBEV	ABEV3	14,22	16,00	12,5%	Compra	224.073,9	-13.077,3	14,3	16,1	7,0	8,7
MINERVA	BEEF3	5,91	10,00	69,2%	Neutra	3.589,0	8.906,3	7,1	6,9	4,7	4,7
<b>BRF</b>	<b>BRFS3</b>	<b>28,32</b>	<b>33,00</b>	<b>16,5%</b>	<b>Compra</b>	<b>47.647,6</b>	<b>13.784,9</b>	<b>13,4</b>	<b>143,4</b>	<b>5,1</b>	<b>5,9</b>
JBS	JBSS3	39,02	47,00	20,5%	Compra	86.550,9	82.972,1	7,3	6,7	4,7	4,6
M DIAS BRANCO	MDIA3	21,67	42,00	93,8%	Neutra	7.346,1	244,1	8,4	12,9	5,1	9,4
MARFRIG	MRFG3	19,49	23,00	18,0%	Compra	17.268,1	33.612,0	-	31,3	4,2	5,1
OURO FINO	OFA3	21,69	21,00	-3,2%	Neutra	1.170,2	127,9	-	12,7	7,8	8,7
SLC AGRICOLA	SLCE3	18,57	26,00	40,0%	Compra	8.232,6	6.055,6	8,8	8,0	4,5	5,7
BOA SAFRA SEMENTES	SOJA3	10,68	20,80	94,8%	Neutra	1.445,2	-156,5	5,5	7,2	3,5	5,6

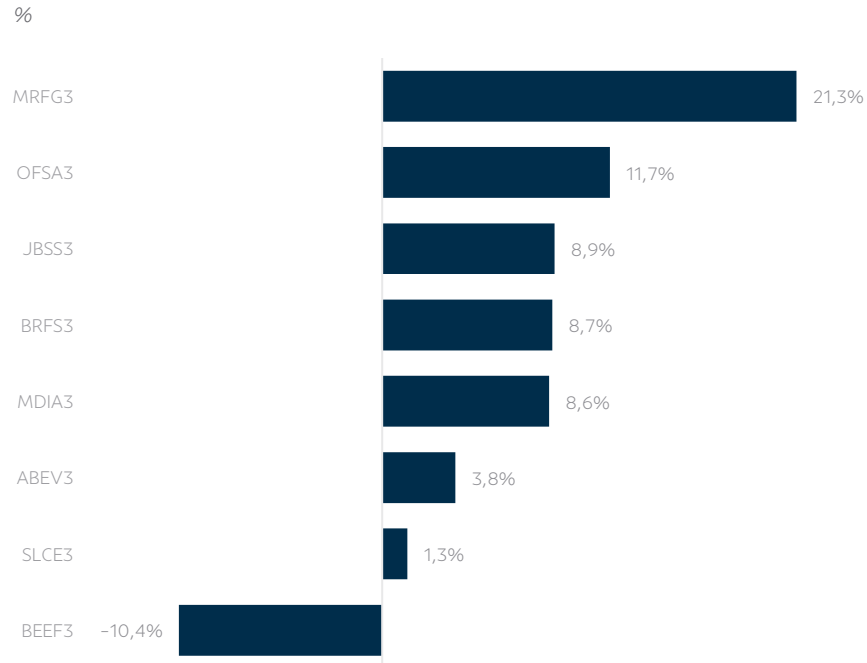
Fonte: Bloomberg, BB-BI. (Fechamento em 06/12/2024)



## Performance em 12 meses



## Performance 1 mês



Fonte: Bloomberg, BB-BI. (Fechamento em 06/12/2024)

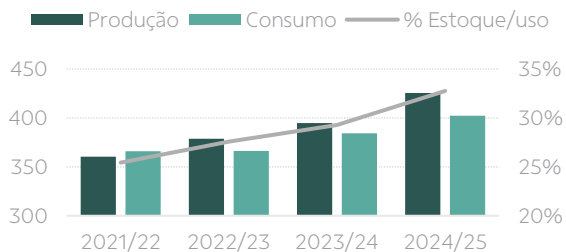
# Agronegócios: soja e milho global

Panorama | Perspectivas da relação estoque/uso em patamares historicamente altos tem mantido a pressão sobre a cotação da soja. No caso do milho, a perspectiva é de uma produção inferior ao consumo, o que tem implicado em elevação dos preços nos últimos meses.



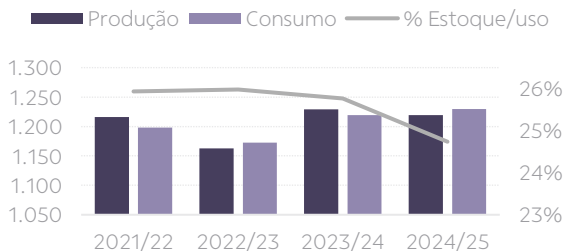
## Soja – Produção e consumo global

Milhões de toneladas



## Milho – Produção e consumo global

Milhões de toneladas



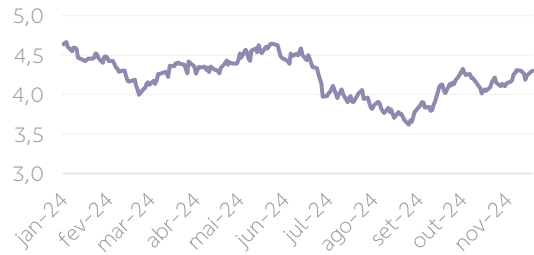
## Soja – Preço futuro (1º vencimento)

CBOT – USD/bu



## Milho – Preço futuro (1º vencimento)

CBOT – USD/bu



## Soja e Milho em direções opostas

No cenário mundial, o USDA projeta crescimento de 7,8% para a safra 2024/25 na produção de soja, com os principais produtores (EUA, Brasil e Argentina) contribuindo positivamente. Já o crescimento do consumo vem sendo projetado em menor intensidade (+4,7% a/a), o que tem levado as cotações do grão a atingir preços inferiores aos US\$ 10/bushel. O alto nível de estoque/uso e o excedente de 23 milhões de toneladas devem manter as cotações da soja em patamares historicamente baixos no próximo ano.

No caso do milho, o cenário mundial tem se desenhado de forma diversa. O USDA projeta retração de 0,8% da produção na safra 2024/25, impactada pela queda da produção nos EUA (maior produtor de milho do mundo), União Europeia e Ucrânia. A queda na produção mundial, combinada ao crescimento estimado de 0,7% do consumo, tem favorecido a cotação do milho na Bolsa de Chicago, com o mercado prevendo retração da relação estoque/uso diante da menor disponibilidade do grão em 2025.

<sup>1</sup> De acordo com o relatório mensal de 08/11/24. | Fontes: USDA, Bloomberg, BB-BI.

# Agronegócios: soja e milho Brasil

Cenário Brasil | As projeções apontam para elevação da produção de soja e milho para a safra 2024/25, enquanto a desvalorização do real tem ajudado a sustentar a cotação dos grãos, apesar da queda dos preços em dólar.



## Recuperação de Produtividade

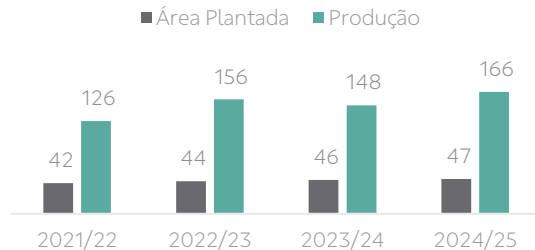
No Brasil, é estimado um crescimento de 2,6% da área plantada e de 9,6% da produtividade da soja na safra 2024/25, implicando em uma projeção de produção de 166 milhões de toneladas, 12,5% superior à safra anterior. Apesar do lento início de plantio devido ao atraso no começo das chuvas no Centro-Oeste, o plantio evoluiu significativamente em outubro, com a maioria dos cultivos encontrando-se em boas condições e dentro da janela climática ideal. A desvalorização do real tem ajudado a compensar a queda dos preços em dólar.

No caso do milho, é esperada uma queda da área plantada na 1ª safra (-5% a/a), mas elevação na 2ª safra (+1% a/a), a qual é responsável por ~80% da produção total. A estimativa de crescimento da produção para a próxima safra em 3,6% a/a decorre, principalmente, da projeção de aumento da produtividade, após uma queda na safra 23/24 devido a irregularidades climáticas. Além da cotação do milho em reais estar acompanhando a alta observada na bolsa de Chicago, observamos também prêmios sobre a paridade de exportação.

Fontes: Conab, Cepea-Esalq, BB-BI.

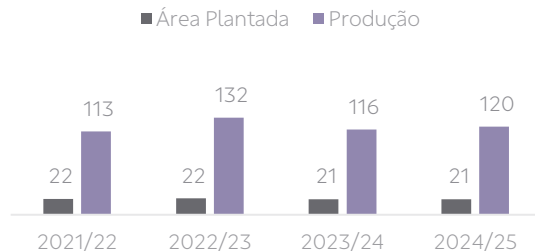
## Soja – área plantada e produção

Área em milhões de hectares e produção em milhões de toneladas



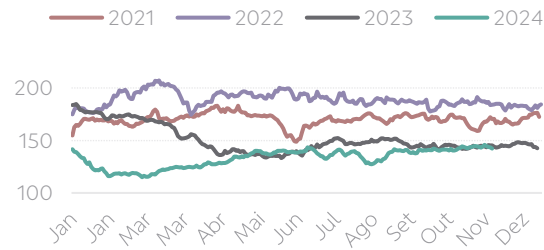
## Milho – área plantada e produção

Área em milhões de hectares e produção em milhões de toneladas



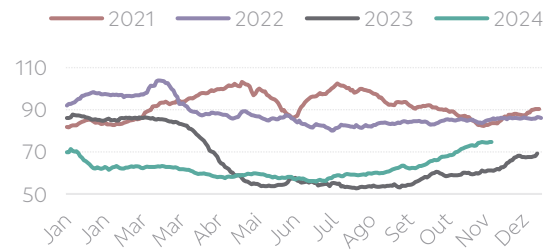
## Soja - Preços históricos

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



## Milho – Preços históricos

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



# Alimentos e Bebidas: proteínas

Carne Bovina | Virada do ciclo pecuário no Brasil implicará em menor produção de carne bovina em 2025. Apesar da retração na produção, é esperada manutenção das exportações nos elevados patamares observados em 2024.



## Virada do ciclo e exportações em alta

No acumulado de 2024 até outubro, o volume de abate no Brasil cresceu 16% a/a, refletindo a maior disponibilidade de fêmeas para abate. Já as exportações brasileiras acumulam alta de 32% a/a, refletindo uma forte demanda mundial combinada com o preço atrativo da carne brasileira em dólares, o menor dentre os principais produtores mundiais.

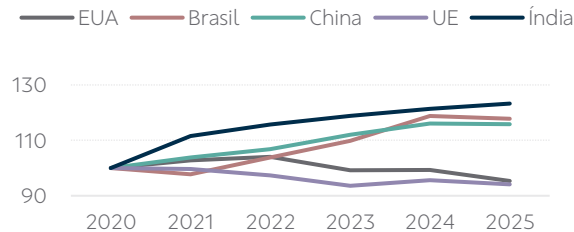
Para 2025, o USDA projeta retração da produção mundial (-0,8% a/a) nos principais produtores. A Conab também estima queda na produção brasileira em 4,3%, refletindo a virada do ciclo pecuário, com maior retenção de fêmeas e menor disponibilidade de gado para abate.

Apesar da retração da produção no Brasil, tanto o USDA quanto a Conab estimam crescimento das exportações brasileiras (+0,7% a/a e +2,5% a/a, respectivamente), beneficiadas pelo aumento das importações na China e nos EUA, os quais representaram, em conjunto, 71% das exportações brasileiras em 2024.

Fonte: USDA, Conab Secex e BB-BI.

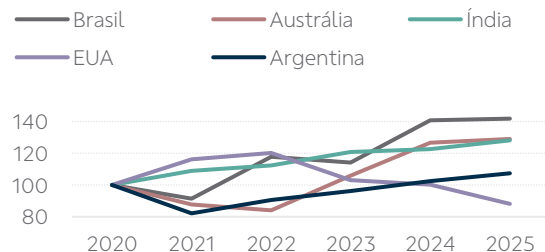
## Varição da Produção Mundial

Base 100 – ano base 2020



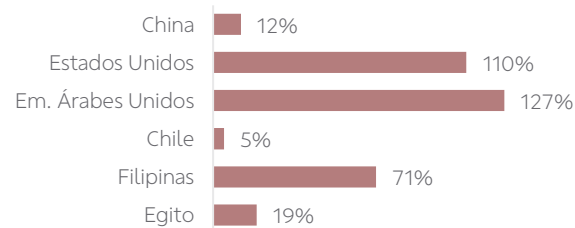
## Varição das Exportações

Base 100 – ano base 2020



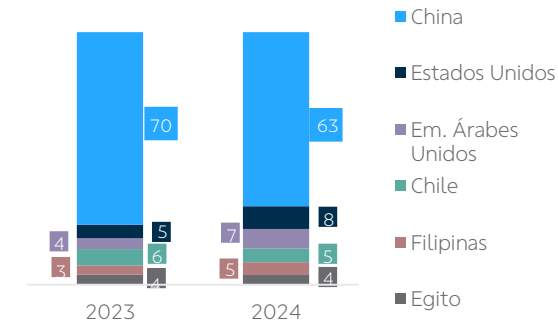
## Varição das Exportações brasileiras

(% a/a)



## Principais Destinos das Exportações

% ytd até out/24



# Alimentos e Bebidas: proteínas

Carne de Frango | Setor vem vivenciando um momento próspero de recuperação de margens diante de melhores preços da proteína combinado com custos menores, o que deve se manter ao longo de 2025.



## Ritmo elevado de exportações

Após um 2023 marcado pelo desequilíbrio entre oferta e demanda pressionando os preços, o mercado de carne frango tem aproveitado um momento bastante favorável ao longo de 2024, com recuperação dos preços no mercado interno, retração dos custos com ração animal e forte desempenho das exportações, favorecidas pelo real desvalorizado. Nesse contexto, a produção brasileira de carne de frango em 2024 tem crescido cerca de 4% (até out) e as exportações 33% na comparação anual.

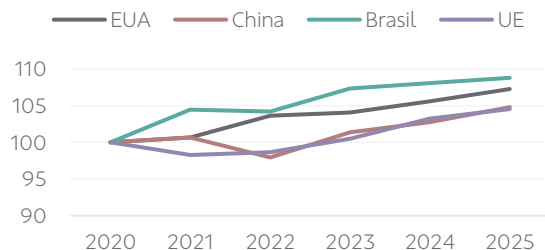
Para 2025, o USDA projeta um crescimento de 1,8% da produção mundial, com o Brasil contribuindo com alta de 0,7%, enquanto a Conab estima aumento da produção brasileira em 2,0% para o próximo ano.

Atualmente, o Brasil é responsável por cerca de 36% do volume mundial de frango exportado. O país deve manter sua liderança nas exportações, com crescimento estimado de 2,0% tanto pelo USDA, quanto pela Conab, favorecido pela manutenção do câmbio nos atuais patamares, pela rentabilidade positiva para os produtores e pelo forte trabalho de ampliação das habilitações de plantas para exportações.

Fonte: USDA, Conab, Secex e BB-BI.

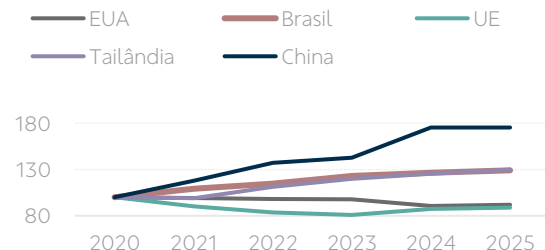
## Varição da Produção Mundial

Base 100 – ano base 2020



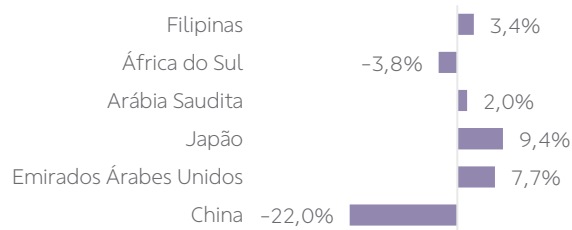
## Varição das Exportações

Base 100 – ano base 2020



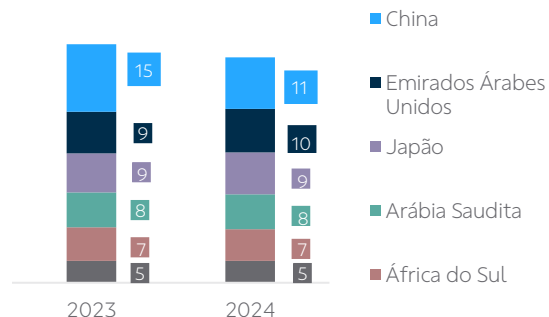
## Varição das Exportações brasileiras

(% a/a)



## Principais Destinos das Exportações

% ytd até out/24



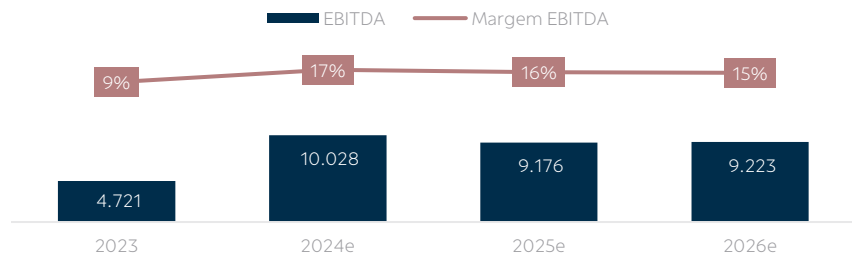
# Seleção Proteínas: BRF

A combinação de fatores como equilíbrio na oferta de aves e suínos, forte demanda mundial, real desvalorizado e reversão do ciclo do gado no Brasil devem impulsionar o desempenho operacional da BRF em 2025.



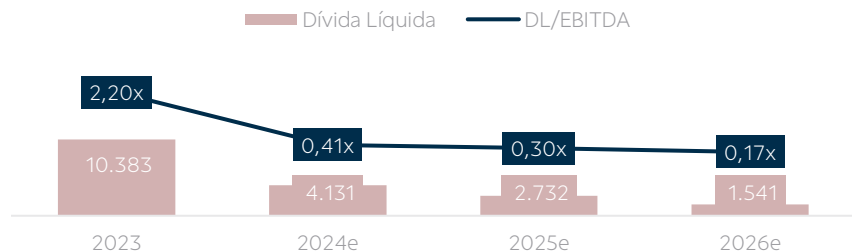
## EBITDA e Margem EBITDA

R\$ milhões e %



## Dívida líquida e Dívida líquida/EBITDA

R\$ milhões e vezes



Fonte: BRF e BB-BI.

## Tese de Investimento

Escolhemos a BRF para compor a Seleção BB-BI 2025 diante das boas perspectivas observadas para as proteínas de aves e suínos, considerando: (i) a reversão do ciclo do gado no Brasil, que vai implicar em aumento do preço da proteína bovina e migração de consumidores para proteínas mais baratas, como as de aves e suínos; (ii) oferta equilibrada entre os principais produtores mundiais de proteína de aves, diante do surto de gripe aviária vivenciado pela União Europeia e pelos Estados Unidos; (iii) manutenção do câmbio desvalorizado, favorecendo as companhias com receitas em dólar; e (iv) demanda mundial aquecida pelas proteínas de aves e suínos, contribuindo positivamente para a rentabilidade da companhia. Além disso, consideramos também para a indicação o baixo patamar de alavancagem financeira da BRF, o menor já reportado, o que permitirá que a companhia passe por um período de taxas de juros mais elevadas de maneira mais confortável. Vale pontuar que, mesmo com nossa perspectiva de elevação nos preços do milho, relevante na formação de preços das rações animais, entendemos que os pontos acima se sobrepõem a esse aspecto, o que justificaria nossa escolha.

## Riscos

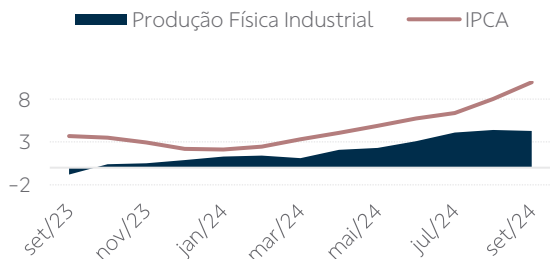
(i) Crescimento da demanda no mercado externo apenas por carne in natura, cujas margens são menores; (ii) volatilidade dos preços das commodities e dólar afetam diretamente a rentabilidade da companhia; (iii) embargos sanitários e questões geopolíticas podem ameaçar exportações, levando a queda de volumes no mercado internacional; e (iv) ciclo curto de aves pode levar ao descasamento entre oferta e demanda e prejudicar a rentabilidade do setor.

# Alimentos e Bebidas: geral

Ambos os segmentos tiveram crescimento de produção ao longo de 2024. Em 2025, a expectativa de desaceleração da atividade econômica deve influenciar negativamente o desempenho desses setores, os quais já vem sentindo a elevação da inflação de alimentos e bebidas nos últimos 12 meses.

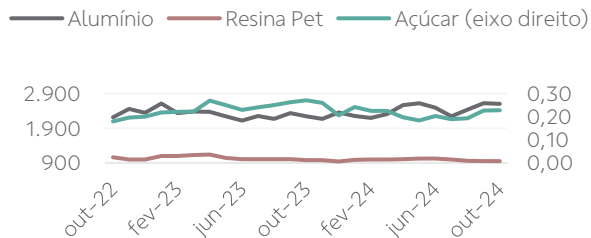
## Produção e Inflação – Bebidas

% a/a acumulado 12 meses



## Preço Principais Insumos – Bebidas

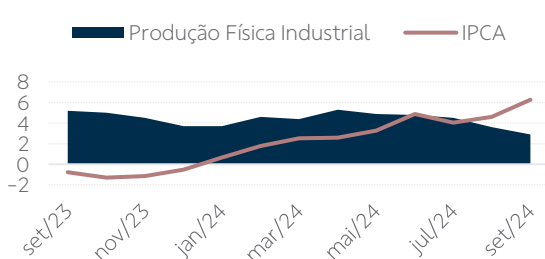
US\$/ton em alumínio e resina pet e US\$/lb em açúcar



Fonte: IBGE, Bloomberg e BB-BI.

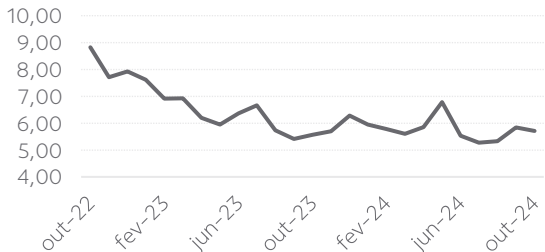
## Produção e Inflação – Alimentação

% a/a acumulado 12 meses



## Preço do Trigo

US\$/bushel



## Cenário e Perspectivas

Nos últimos 12 meses findos em set/24, a produção industrial física do segmento de Bebidas cresceu 4,3%, enquanto de Alimentos subiu 2,9%. Essa alta em ambos os setores refletiu uma economia mais pujante em 2024, com incremento de renda real dos consumidores. Contudo, a inflação de ambos os segmentos já começa a impactar o IPCA amplo, com Bebidas acumulando alta de 10% e Alimentos (em domicílio) elevação de 6,3% ao fim de set/24.

Em relação aos principais insumos, observamos que o alumínio apresentou alta de 3,4% nos últimos 12 meses até out/24, o que deve penalizar margens da Ambev por ser o principal insumo de cerveja, enquanto a resina pet e o açúcar recuaram, compensando parcialmente os custos de não alcoólicos da companhia.

Em alimentos, vislumbramos queda de 12% a/a no preço do trigo, principal matéria-prima da M.Dias Branco, a qual fez um movimento de repasse de custos não acompanhado pelo mercado, o que pode impactar o market share da companhia à frente.





# Setor Elétrico

Dezembro 2024

Por **Rafael Dias, CNPI-P**

# Setor Elétrico

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB-BI 2025: ALUP11, ELET3 e ISAE4.

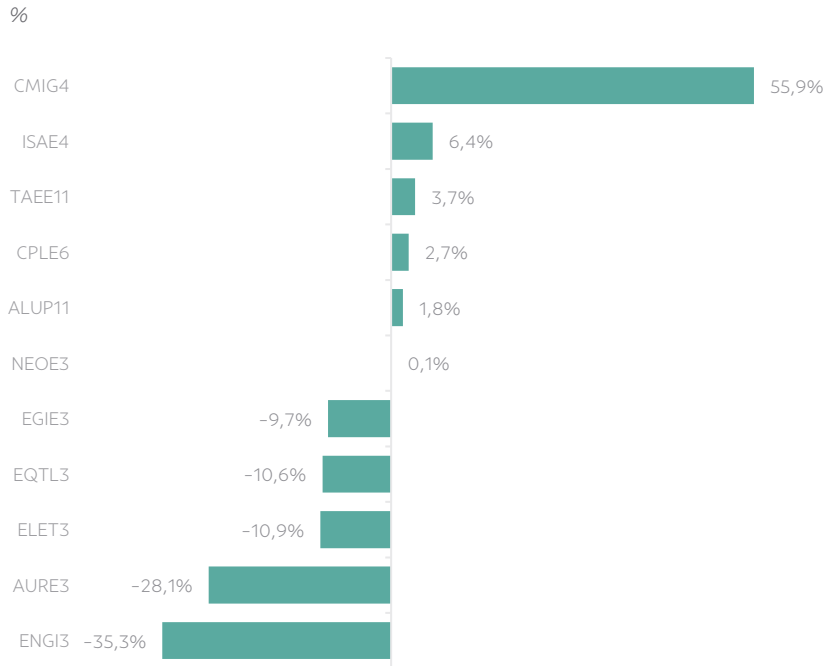


Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2025 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	EV/EBITDA 2025e	EV/EBITDA Média 5 anos	P/VP 2025e	P/VP Média 5 anos
ALUPAR	ALUP11	27,53	37,85	37,5%	Compra	8.760,1	8.989,0	5,7	8,4	1,1	1,1
AUREN	AURE3	9,46	-	-	-	9.947,1	3.180,2	6,7	9,2	0,8	0,9
CEMIG	CMIG4	11,50	-	-	-	36.258,3	7.952,6	6,4	6,0	1,2	0,9
COPEL	CPL6	9,59	-	-	-	27.105,2	8.800,5	7,4	5,8	1,1	0,9
ENGIE	EGIE3	38,00	-	-	-	30.948,1	15.090,3	7,2	7,8	2,9	3,5
ELETRORBRAS	ELET3	36,47	51,10	40,1%	Compra	84.330,2	41.150,1	5,3	6,0	0,7	0,7
ENERGISA	ENGI3	11,14	-	-	-	19.694,0	24.865,5	5,8	5,9	1,6	2,7
EQUATORIAL	EQTL3	29,75	-	-	-	39.467,2	33.761,5	6,9	8,3	1,4	1,9
ISA ENERGIA	ISAE4	24,53	33,40	36,2%	Compra	17.730,9	7.496,6	8,0	8,1	0,8	0,9
NEOENERGIA	NEOE3	19,78	24,10	21,8%	Compra	24.033,2	38.058,0	6,2	6,6	0,7	0,8
TAESA	TAEE11	34,13	34,50	1,1%	Neutra	11.724,3	8.385,0	10,0	11,0	1,7	1,5

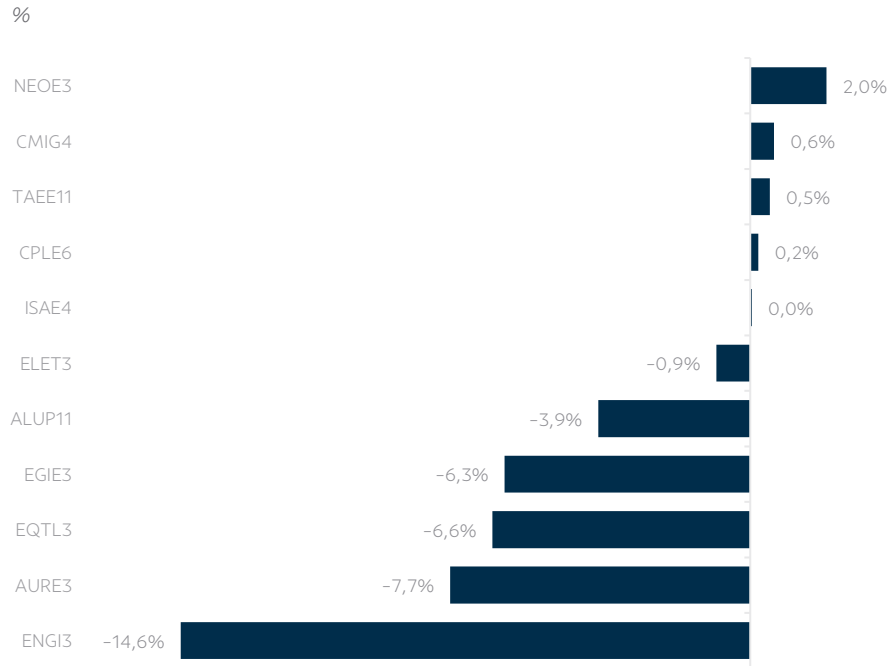
Fonte: Bloomberg, BB-BI. (Fechamento em 06/12/2024)



## Performance em 12 meses



## Performance 1 mês



Fonte: Bloomberg, BB-BI. (Fechamento em 06/12/2024)

# Setor Elétrico: demanda

Clima quente e seco impulsiona consumo residencial e surpresa positiva na atividade puxa demanda comercial e industrial em 2024, marcando sucessivos recordes de consumo de eletricidade no país.



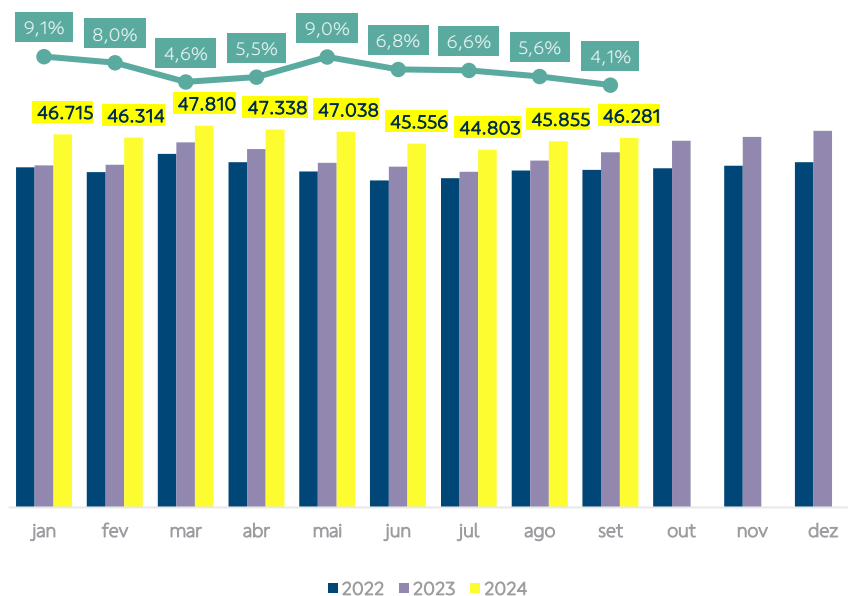
## Consumo anual e variação sobre ano anterior

GWh e %



## Consumo mensal e variação sobre mesmo mês de 2023

GWh e %



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

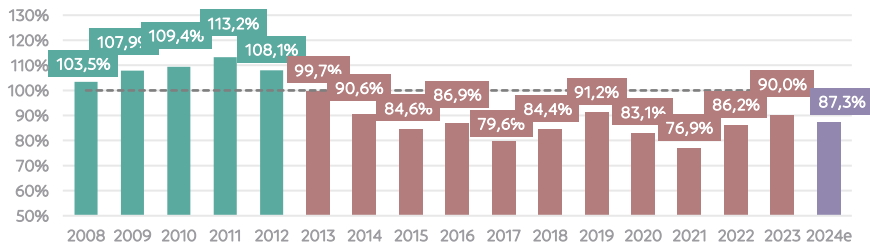
# Setor Elétrico: oferta

Após 2 anos de hidrologia favorável, reservatórios em alta e preços de energia nas mínimas, forte impacto do El Niño desde o final de 2023 trouxe uma das piores afluências da década em 2024, com queda nos reservatórios mesmo sob gestão conservadora do ONS.

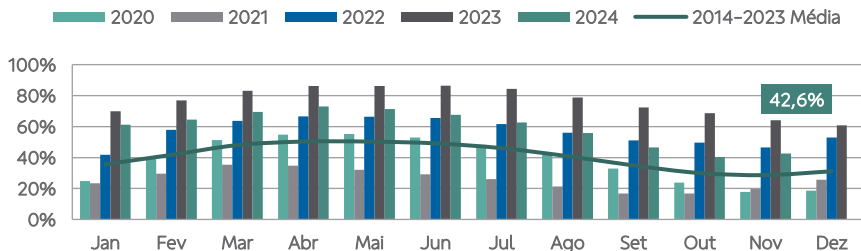


## Rebaixamento hidrológico (GSF)

% da garantia física



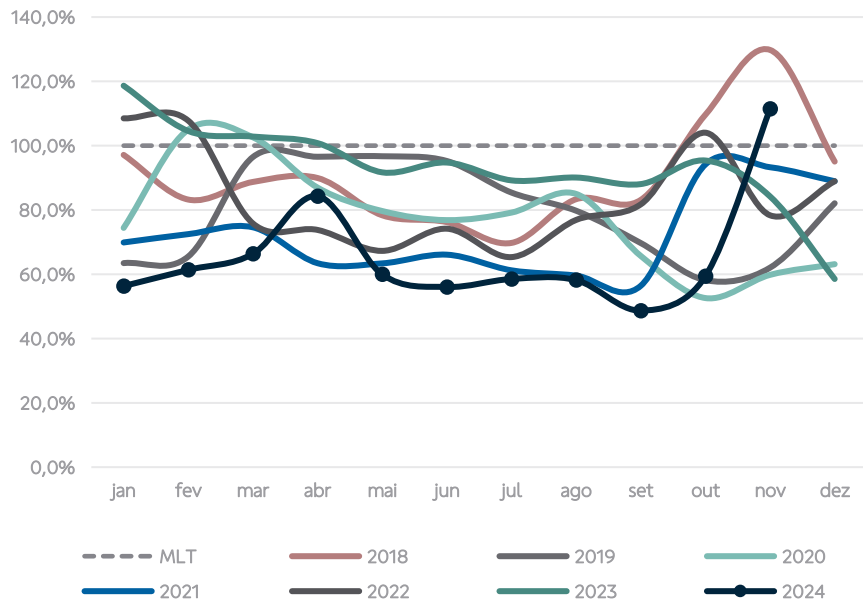
## Energia armazenada nos reservatórios de hidrelétricas



Fonte: ONS (Operador Nacional do Sistema), CCEE (Câmara de Comercialização de Energia Elétrica) e BB-BI.

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

% da Média de Longo Prazo

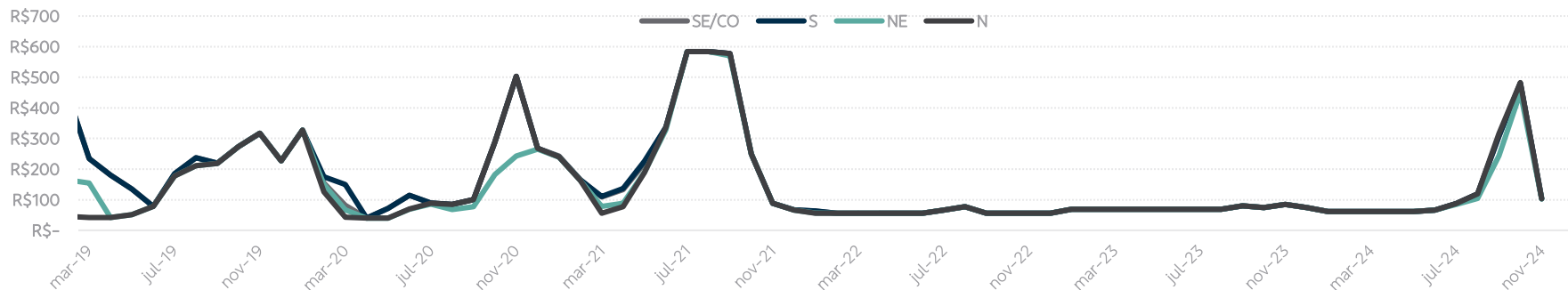


# Setor Elétrico: preços

Demanda forte e oferta restrita com hidrologia marcada por uma das piores estiagens das últimas décadas tiram preços das mínimas.

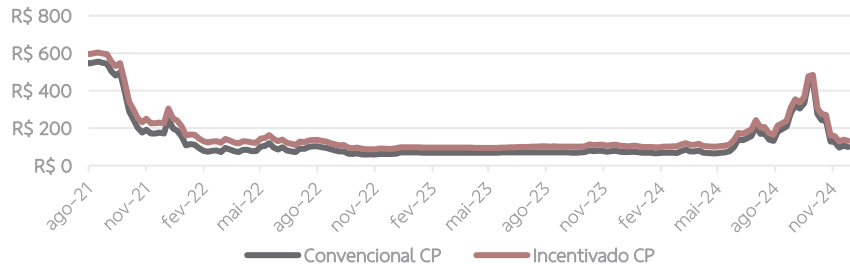


## Preço spot – média mensal dos preços de liquidação das diferenças (PLD)



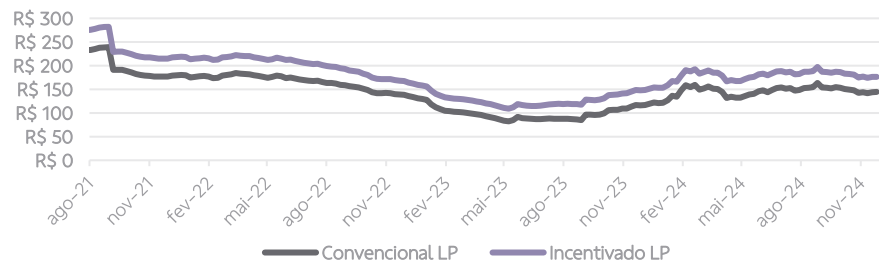
## Preços para contratos de curto prazo (próximo trimestre)

R\$ por MWh



## Preços para contratos de longo prazo (1 a 5 anos)

R\$ por MWh



Fonte: CCEE (Câmara de Comercialização de Energia Elétrica), DCIDE, BB-BI.

# Setor Elétrico: perspectivas

Preços em patamares mais racionais com menor oferta de novos projetos e restrições na geração frente à forte demanda devem favorecer as geradoras em 2025. Oportunidade de expansão na Transmissão concentra-se em reforços. Renovações de concessões de Distribuição devem se concretizar em 2025.



## Geração

Forte demanda de energia impulsionada pela atividade econômica, fatores climáticos e restrições de geração tanto pela estiagem quanto por gargalos na transmissão pressionam a carga, principalmente no horário de pico de consumo. Expectativa de menor oferta de energia por novos projetos também deve reduzir a sobreoferta de energia, favorecendo os preços de energia de longo prazo.

A oferta decorrente da descotização de energia da Eletrobras, que vem sendo recontratada no mercado livre entre 2023 e 2027, ainda pressiona no sentido contrário, mas já está em sua maior parte contratada.

## Transmissão

Após dois leilões robustos em investimentos contratados em 2023, 2024 repetiu a realização de dois leilões. Porém, apenas o primeiro manteve o volume alto de investimentos contratados, acima dos R\$ 15 bilhões cada. O segundo leilão do ano foi bem menor, licitando R\$ 3,3 bilhões em investimentos e 2025 deve manter um nível reduzido de licitações.

Por outro lado, **os investimentos em reforços e melhorias nas concessões mais antigas, que já mostraram forte aceleração desde 2023 devem se manter e inclusive se intensificar nos próximos anos, com destaque para as companhias listadas Eletrobras e ISA Energia Brasil.**

## Distribuição

O principal tema relacionado ao segmento de Distribuição em 2025 deve ser a **concretização da renovação das 20 concessões que vencem entre 2025 e 2031**, ao completarem os 30 anos a partir das privatizações ocorridas entre 1995 e 2001.

Entre as companhias listadas na B3:

- (I) a Light tem sua concessão vencendo em junho de 2026;
- (II) a Neoenergia possui quatro concessões vencendo, sendo 2 em 2027, 1 em 2028 e 1 em 2030;
- (III) a Energisa possui cinco (3 em 2027, 1 em 2030 e 1 em 2031);
- (IV) a CPFL possui três (2 em 2027 e 1 em 2028) e;
- (V) a Equatorial possui duas (em 2028 e 2030).

Fonte: ONS, Aneel, Ministério de Minas e Energia, Eletrobras, BB-BI.

# Seleção Setor Elétrico: ISA Energia Brasil

Expansão suportada pelos novos projetos conquistados em leilões nos últimos anos e nos investimentos em reforços e melhorias já autorizadas pelo órgão regulador e características do segmento trazem boa combinação de alta previsibilidade, bons dividendos e crescimento de geração de caixa.

## Tese de Investimento

Tese de investimento amparada na previsibilidade dos fluxos de caixa da companhia, garantida pelos contratos do segmento de transmissão de energia no Brasil que não sofrem impacto de volume de eletricidade transportado ou preços de energia, apenas na disponibilidade dos ativos. Receita definida no leilão de licitação dos ativos e reajustada anualmente pela inflação acumulada em 12 meses também traz proteção contra riscos inflacionários. As altas margens de lucro do segmento também proporcionam bom nível de dividendos, que devem contribuir com retornos por volta de 7,5% ao ano nos próximos anos, já considerando a maior alavancagem para fazer frente ao atual programa de expansão.

A atual fase de crescimento, que conta com novos projetos conquistados em leilões nos últimos anos e em construção atualmente e com grande volume de investimentos em reforços e melhorias nas concessões mais antigas já autorizados pela ANEEL, adiciona o crescimento à tese de resiliência e previsibilidade. Os efeitos da expansão sobre a receita em 2024 e 2025 estão abafados pela redução em valores recebidos como indenização da RBSE a partir de julho de 2024, após a revisão tarifária periódica do contrato mais antigo da companhia, que teve em contrapartida o acréscimo em montantes a serem recebidos após 2028.

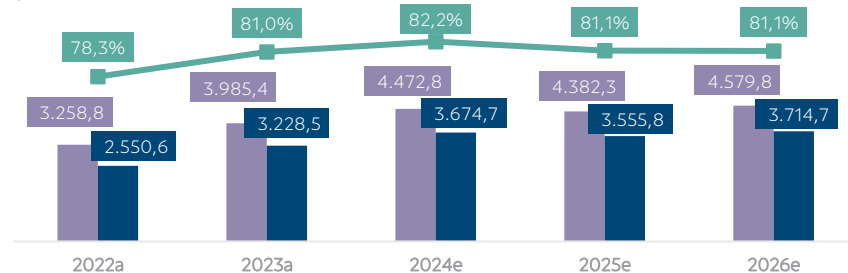
## Riscos

Os riscos à tese de investimento referem-se a (i) construção dos novos projetos que podem sofrer atrasos ou sobrecustos; (ii) discussões judiciais e regulatórias sobre os valores e cronograma de recebimento da indenização da RBSE e (iii) nova oferta de venda de ações da companhia pela Eletrobras como ocorrido em julho de 2024, pressionando o preço das ações.

Fonte: ISA Energia Brasil, BB-BI.

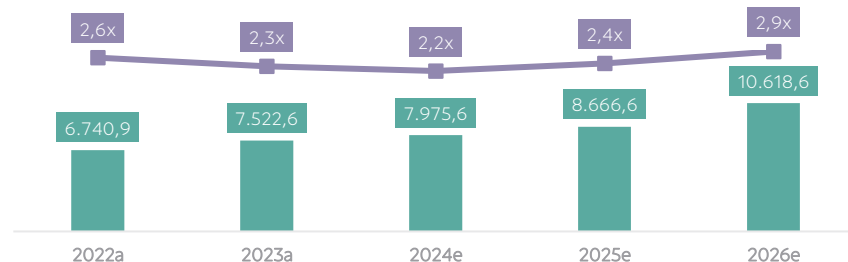
## Receita, EBITDA e margem EBITDA

R\$ milhões e %



## Endividamento líquido e alavancagem (dív. líquida/EBITDA)

R\$ milhões e vezes (X)





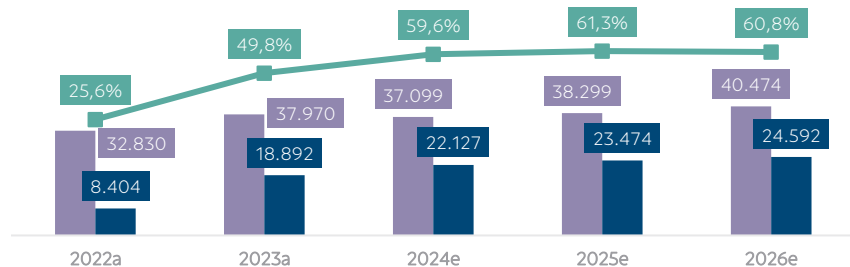
# Seleção Setor Elétrico: Eletrobras

Reestruturação societária e administrativa em andamento deve trazer ganho de rentabilidade, enquanto recebimentos de indenização RBSE garante recursos para financiar investimentos em reforços e melhorias nas concessões antigas garantindo crescimento na Transmissão. Preços mais racionais devem favorecer Geração.



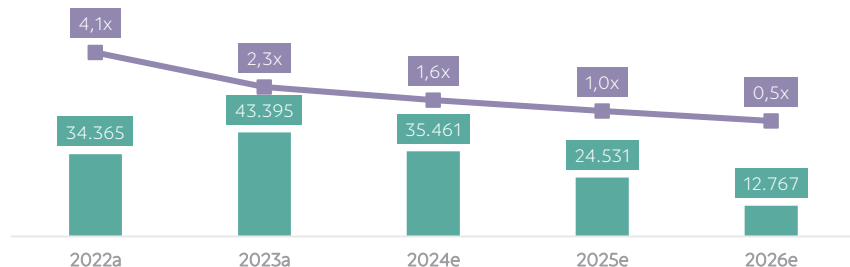
## Receita, EBITDA e margem EBITDA

R\$ milhões e %



## Endividamento líquido e alavancagem (dív. líquida/EBITDA)

R\$ milhões e vezes (X)



Fonte: Eletrobras, BB-BI.

## Tese de Investimento

Maior geradora e transmissora de energia do Brasil, com portfólio de geração 100% renovável e localização geográfica dos ativos bem diversificada podendo trazer diferenciais de sinergia na disputa por novos ativos ou ativos operacionais disponíveis para venda.

A companhia passa por uma reestruturação desde 2016, que ganhou novo impulso a partir de sua privatização em julho de 2022, trazendo desalavancagem, redução de custos operacionais e financeiros, simplificação societária e redução de passivos não financeiros e consequentemente ganho de margens de lucro operacional.

A Eletrobras está recebendo indenização de ativos antigos de Transmissão, ao mesmo tempo em que teve bilhões de Reais em investimento autorizado pelo órgão regulador para reforços e melhorias nas concessões antigas, abrindo importante avenida de crescimento.

O cenário de preços de energia recente, que coincidiu com a descotização de grande parte de sua energia a partir da privatização, trazendo necessidade de vender grandes volumes de energia no mercado livre, penalizou as ações da empresa no mercado, mas acreditamos que preços em patamar mais racional a partir de maior equilíbrio entre oferta e demanda já ocorrido no segundo semestre de 2024 devem trazer melhor perspectiva para o segmento de Geração.

## Riscos

Os riscos referem-se a (i) manutenção do cenário depreciado de preços de energia, (ii) discussões judiciais e regulatórias sobre os valores e cronograma de recebimento da indenização da RBSE, (iii) reveses nas negociações dos passivos não financeiros e (iv) inviabilidade de acordo com governo federal sobre questionamento da constitucionalidade do modelo de governança pós privatização.

# Seleção Setor Elétrico: Alupar

Crescimento recente amparado pela previsibilidade do segmento de transmissão, expansão internacional garantindo parte da receita em dólar e parte dos contratos indexados ao IGP-M podem favorecer geração de caixa no atual cenário de desvalorização cambial.

## Tese de Investimento

Transmissora que aproveitou bem as oportunidades de expansão nos últimos anos, mantendo boa disciplina de capital, inicia fase de desalavancagem no Brasil, enquanto expande sua atuação para outros países da América do Sul, onde o segmento de transmissão de energia tem receita em Dólar.

Esperamos aumento do retorno por dividendos e redução da alavancagem ao longo dos próximos anos, com a finalização da mais recente fase de expansão tanto na Transmissão quanto na Geração. Os novos ativos conquistados no exterior devem proporcionar algo em torno de 15% de sua receita em moeda estrangeira em 5 anos.

A desvalorização cambial recente no Brasil tem impactado também o IGP-M que já acumula alta de 6,3% nos últimos 12 meses, após reajustar negativamente as receitas das concessões de transmissão em 0,34% em julho de 2024. Essa volatilidade que prejudicou essas concessões no último reajuste anual podem favorece-las em 2025.

Os ativos de geração também devem se beneficiar do maior equilíbrio entre oferta e demanda de energia trazendo cenário mais racional de preços para energia elétrica no Brasil do que o visto nos últimos anos.

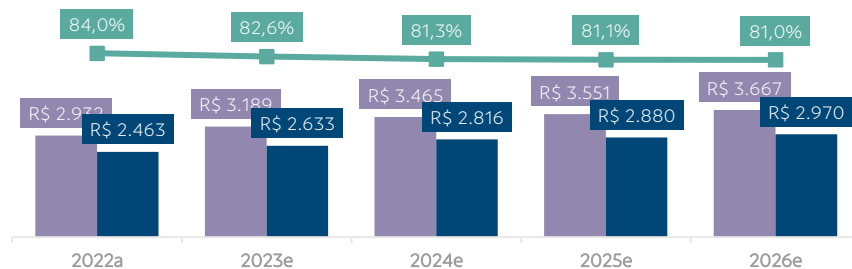
## Riscos

Os riscos referem-se a (i) construção dos novos projetos no exterior que podem sofrer atrasos ou sobrecustos (ii) manutenção do cenário de preços depreciados de energia no Brasil e (iii) volatilidade e descasamento dos índices de inflação que reajustam sua receita na periodicidade que serve de recorte para sua apuração, que é de julho a junho.

Fonte: Alupar, BB-BI.

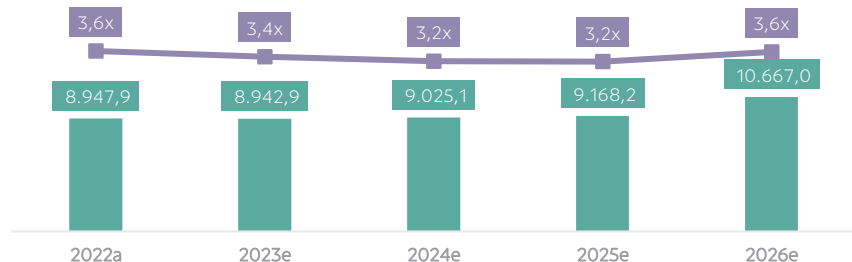
## Receita, EBITDA e margem EBITDA

R\$ milhões e %



## Endividamento líquido e alavancagem (dív. líquida/EBITDA)

R\$ milhões e vezes (X)





 **BB INVESTIMENTOS**

# Saneamento

Dezembro 2024

Por **Rafael Dias, CNPI-P**

menu

# Saneamento

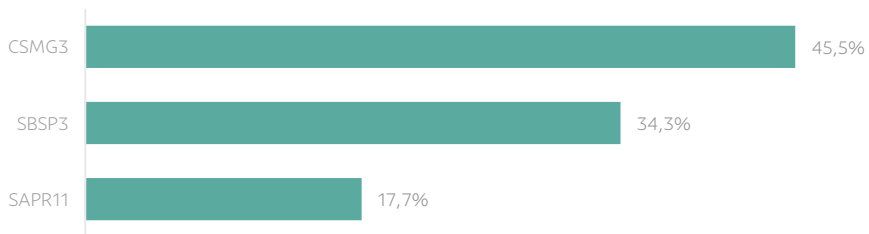
Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB-BI 2025: CSMG3.



Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2025 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Div. Líquida (R\$ milhões)	EV/EBITDA 2025e	EV/EBITDA Média 5 anos	P/VP 2025e	P/VP Média 5 anos
COPASA	CSMG3	24,75	27,50	11,1%	Compra	9.437,9	3.729,1	4,9	4,3	1,2	0,7
SANEPAR	SAPR11	30,75	30,20	-1,8%	Neutra	9.052,1	4.492,5	5,4	4,5	0,9	0,8
SABESP	SBSP3	91,06	101,00	10,9%	Neutra	62.520,6	16.271,1	7,2	6,1	1,6	1,4

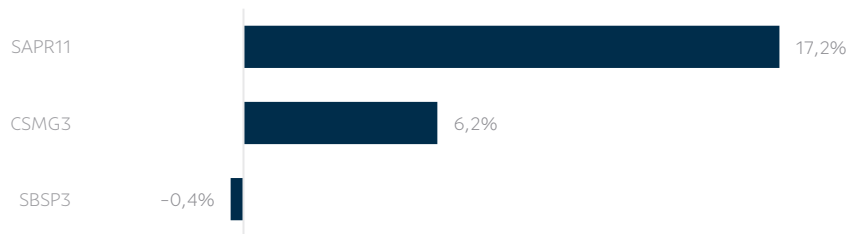
## Performance em 12 meses

%



## Performance 1 mês

%



Fonte: Bloomberg, BB-BI. (Fechamento em 06/12/2024)

# Saneamento

Em evolução desde o novo marco regulatório do Saneamento de 2020, com diversas PPPs e privatizações de Corsan em 2023 e Sabesp em 2024 concretizadas, há expectativa de mais licitações e desestatização da Copasa.



## Sabesp

A oferta de ações que implicou na privatização da Sabesp foi concluída em julho de 2024, tendo ocorrido em duas etapas, com a venda de 15% do capital social da companhia detida pelo Governo de SP para a Equatorial, que se tornou acionista de referência na primeira etapa, e uma segunda etapa vendendo mais ~17% do capital da companhia para investidores institucionais e de varejo, somando R\$ 14,7 bilhões de volume financeiro total da oferta. O preço das ações na oferta ficou em R\$ 67,00, mas o interesse dos investidores levou o preço das ações no mercado para patamar acima dos R\$ 80,00 ainda em julho.

Com a conclusão da privatização, o novo Contrato de Concessão nº 1/2024 assinado em 24/5 com a URAE1, passou a ter vigência, com destaque para a prorrogação do vencimento de todas as concessões municipais para 2060 de forma unificada.

## Copasa

O Governo de MG protocolou, no dia 14/11, anteprojeto de lei junto à Assembleia Legislativa do Estado que autoriza o poder executivo a realizar a desestatização da Copasa, seja pela alienação de ações, seja pela diluição de participação via capitalização, prevendo a substituição dos contratos de programa por contratos de concessões com os devidos ajustes e extensões dos prazos contratuais.

**O maior contrato da companhia, com a capital do Estado, Belo Horizonte, responde por ~27% de sua receita tem seu vencimento em 2032 e sua extensão pode adicionar valor para as ações.** De acordo com o novo marco regulatório do setor, a privatização permite a renovação dos atuais contratos para mais uma concessão.

## PPPs, licitações e Sanepar

Após 12 leilões de PPPs de saneamento entre 2020 e 2023, mobilizando ~R\$ 93 bilhões entre investimentos (~R\$ 61 bi) e outorgas, em 2024 tivemos (i) o leilão de licitação de parte dos serviços de saneamento de 74 dos 75 municípios do Estado de Sergipe, realizado em 4/set, no qual a Iguá Saneamento foi a vencedora, com proposta de R\$ 4,5 bilhões, ágio de 122% sobre o lance mínimo para assumir os serviços por 35 anos, quando deve investir mais ~R\$ 6,3 bilhões para atingir a universalização; e a (ii) licitação de serviços de saneamento no Piauí foi realizada em 30 de outubro após mudança de regra para pagamento de outorga parcelada e teve a Aegea como vencedora e única proponente, já atuante na capital Teresina, passará a atuar em todas as 224 cidades do Estado. Para assumir a concessão por 35 anos, pagará bônus de outorga de R\$ 1 bilhão e investirá mais de R\$ 8 bilhões ao longo de 15 anos.

**Em 2025, podemos ter licitações nos estados do Paraná (Sanepar), Pará, Pernambuco, Paraíba e Rondônia.**

Fonte: Sabesp, Copasa, Sanepar, BNDES, ANA e BB-BI.

# Seleção Saneamento: Copasa

Melhoria operacional e forte recuperação pós-pandemia impulsiona receita e reduz custos, levando a margem Ebitda a superar 40% e o ROIC a superar o custo de capital, apoiados ainda por maiores dividendos.



## Tese de investimento

A Copasa e o seu setor de atuação contam com grande previsibilidade de receita e geração de caixa e passam por um momento muito positivo desde a recuperação pós-pandemia e os incentivos trazidos como novo marco regulatório de saneamento.

Nos últimos anos, houve forte crescimento de receita, tanto pelo aumento de volume faturado com maior consumo e redução de perdas, quanto por revisões e reajustes tarifários. O controle de custos contou com redução de custo com pessoal após realização de PDV em 2023.

A melhora operacional recente fez com que o retorno sobre capital investido da companhia superasse seu custo médio de capital a partir de 2023 e tem permitido maior distribuição de dividendos extraordinários, que em 2024 já soma 8,5% de retorno.

Além dessas melhorias já contempladas em nossa avaliação, a possibilidade de renovação ou postergação de seu principal contrato, com a capital Belo Horizonte, bem como a possível privatização que teve projeto de lei recentemente protocolado na ALMG, podem trazer maior potencial de valorização.

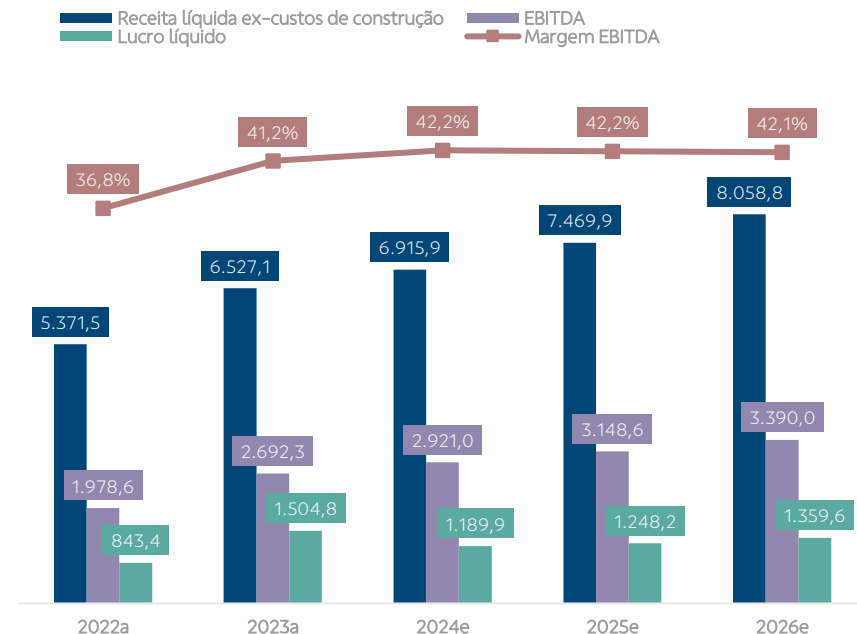
## Riscos

Os riscos referem-se aos processos e metodologias de revisão tarifária e ao desafio político da desestatização que pode trazer volatilidade às ações bem como à possibilidade de federalização em troca de amortização de dívida do Estado de MG, que ainda pode ser uma alternativa à privatização.

Fonte: Copasa e BB-BI.

## Projeções financeiras

R\$ milhões e %





# Indústria, Transportes e Logística

Dezembro 2024

Por Luan Calimério, CFA

menu

# Indústria, Transportes e Logística

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB-BI 2025: WEGE3.



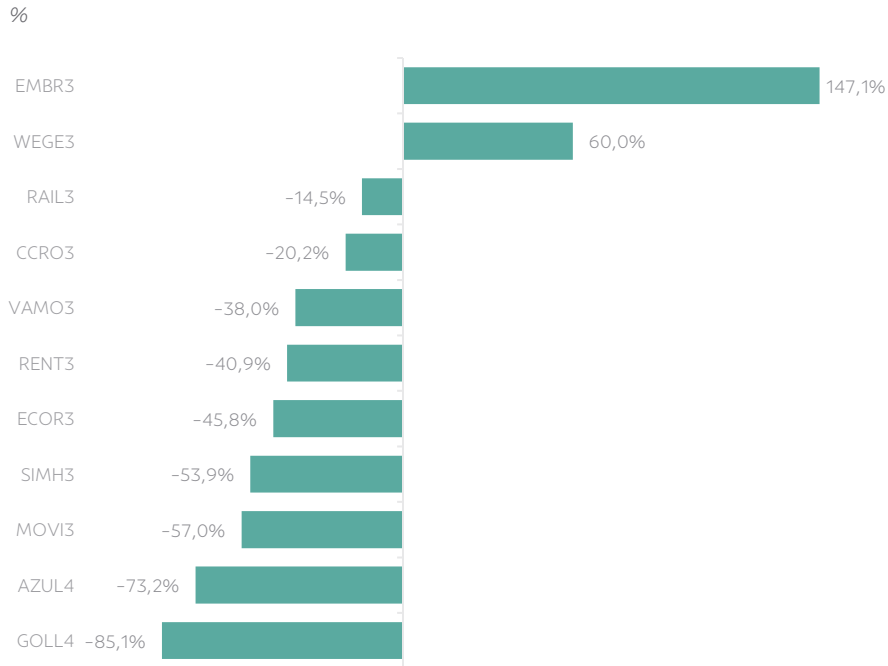
Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2025 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2025e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2025e	EV/EBITDA Média 5 anos
AZUL	AZUL4	4,37	8,00	83,1%	Neutra	1.556,2	22.193,5	-	28,9	4,9	6,9
CCR	CCRO3	10,70	17,50	63,6%	Compra	21.917,0	23.384,0	12,2	16,0	5,6	6,4
ECORODOVIAS	ECOR3	5,08	9,80	92,9%	Compra	3.551,3	13.732,6	4,0	13,9	4,5	5,9
EMBRAER	EMBR3	57,32	60,00	4,7%	Compra	42.510,1	3.201,6	19,6	20,3	9,1	9,1
GOL	GOLL4	1,26	1,20	-4,8%	Neutra	533,9	19.242,5	-	15,2	4,2	6,8
MOVIDA	MOVI3	5,03	10,00	98,8%	Compra	1.804,3	12.300,7	5,9	9,8	3,8	5,8
RUMO	RAIL3	19,20	28,00	45,8%	Compra	35.724,8	15.137,7	14,1	29,4	6,1	9,4
LOCALIZA	RENT3	34,82	62,00	78,1%	Compra	37.348,9	30.668,5	10,2	21,6	5,1	12,8
SIMPAR	SIMH3	4,02	8,40	109,0%	Compra	3.483,4	34.149,1	5,2	7,8	3,4	5,2
VAMOS	VAMO3	5,30	10,00	88,7%	Compra	5.963,4	9.412,0	5,7	15,1	4,4	7,9
<b>WEG</b>	<b>WEGE3</b>	<b>55,60</b>	<b>62,00</b>	<b>11,5%</b>	<b>Compra</b>	<b>234.630,1</b>	<b>-3.700,0</b>	<b>32,4</b>	<b>37,2</b>	<b>23,3</b>	<b>28,5</b>

Fonte: Bloomberg, BB-BI. (Fechamento em 06/12/2024)

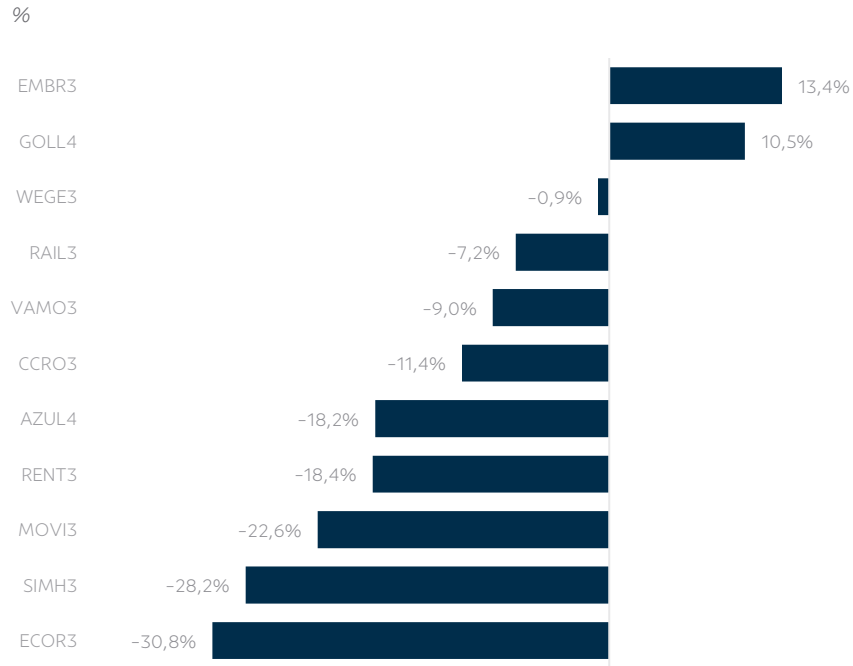




## Performance em 12 meses



## Performance 1 mês



Fonte: Bloomberg, BB-BI. (Fechamento em 06/12/2024)

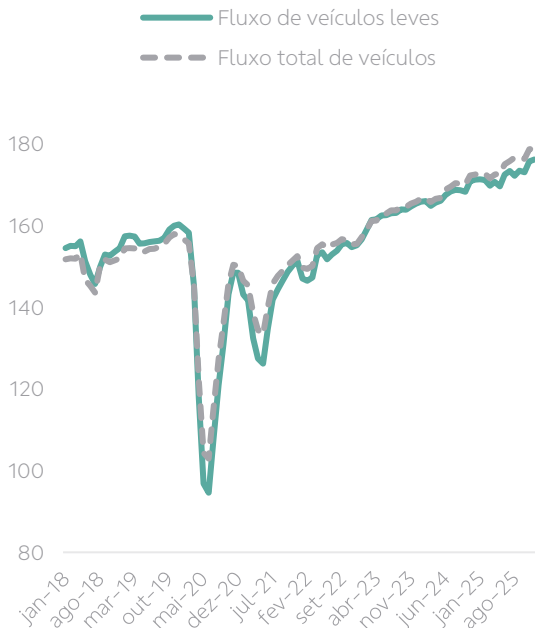
# Transportes e Logística: rodovias

Em 2024, o fluxo de veículos seguiu trajetória de crescimento, puxado principalmente pelo transporte de cargas agrícolas. Além disso, avanços em eficiência e tecnologia também marcaram o setor.



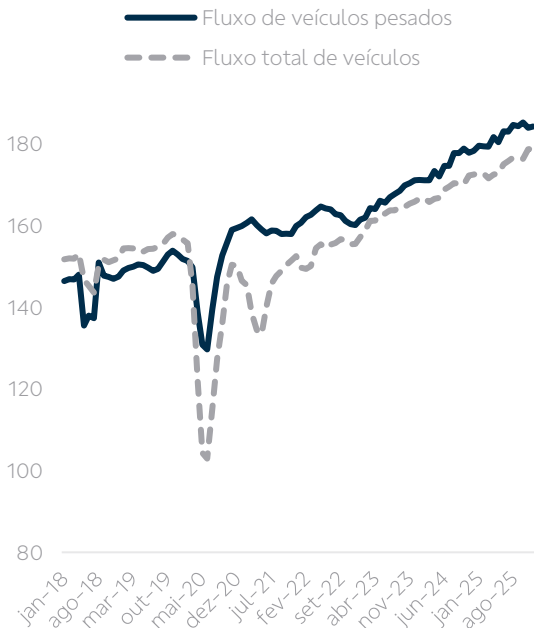
## Fluxo de veículos leves

Índice ABCR – Média móvel trimestral (MMT)



## Fluxo de veículos pesados

Índice ABCR – Média móvel trimestral (MMT)



O fluxo de veículos consolidado no Brasil, medido pelo índice IBCR, foi positivo em 2024, seguindo trajetória observada desde o final do período da pandemia. O destaque do ano foi o fluxo de veículos pesados, que cresceu acima da média e das projeções de mercado. O desempenho é explicado pela safra de produtos agrícolas, principalmente destinados à exportação, cujo transporte é realizado prioritariamente pelo modal rodoviário. O fluxo de veículos leves também manteve trajetória positiva, embora mais estável, com impulso principalmente do turismo regional.

**Para 2025, projetamos dinâmica semelhante à observada em 2024, mas com leve e gradual acomodação. Estimamos crescimento de fluxo de veículos pesados e leves em ~1,5x PIB e ~1,3x PIB, respectivamente, com expectativa de manutenção das alavancas principalmente relacionadas à exportação de produtos agropecuários.**

Fonte: Associação Brasileira de Concessionárias de Rodovias (ABCR), BB-BI.

# Transportes e Logística: rodovias

2024 também foi marcado pela concessão de novos projetos rodoviários, com notável avanço na realização de leilões e pelo aumento da competição, o que sugere maior equilíbrio na relação risco/retorno dos editais.

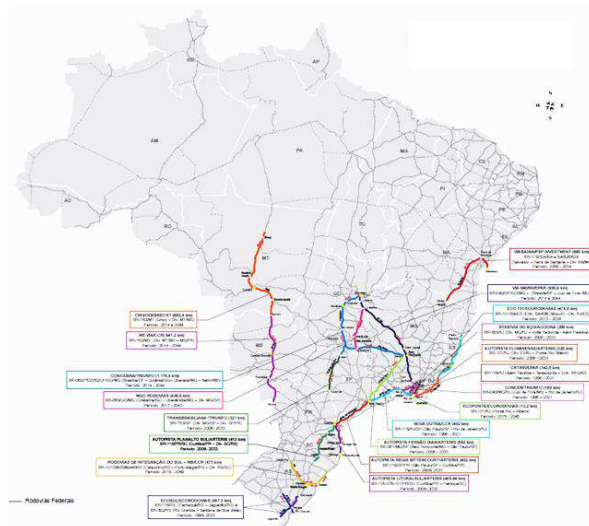


O ano de 2024 deve se encerrar com a conclusão de, ao menos, 6 leilões de concessões rodoviárias federais, com expectativa de aproximadamente R\$ 45 bilhões em investimentos e por prazo médio de 30 anos, a saber: (i) BR040 – Rota dos Cristais; (ii) BR262 – Rota do Zebu; (iii) BR381/MG; (iv) BR060 – Rota Verde; (v) Rodovias Integradas do Paraná – Lote 3; e (iv) Rodovias Integradas do Paraná – Lote 6. Observamos nos últimos pregões o aumento da quantidade de participantes, o que sugere maior viabilidade econômica e maior atratividade da relação risco/retorno nos editais publicados pelo poder concedente em relação a anos anteriores.

**Para 2025, esperamos continuidade dessa dinâmica, com a realização de 8 leilões:** (i) BR040/RJ/MG; (ii) BR060 – Rota do Agro; (iii) BR070 – Rota do Agro Central; (iv) BR153 – Rota Sertaneja; (v) BR364 – Rota do Agro Norte; (vi) Lotes do RS; (vii) Rodovias Integradas do Paraná – Lote 4; e (viii) Rodovias Integradas do Paraná – Lote 5, com expectativa de R\$ 41 bilhões em investimentos.

## Concessões rodoviárias federais

Em ago/2023.



## Novos projetos de concessão

Rodovias federais. Em dez/2024.



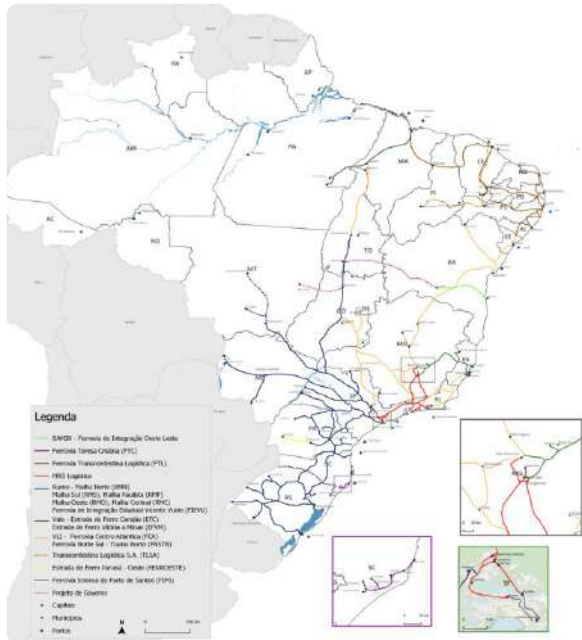
Fonte: Programa de Parcerias de Investimentos (PPI), Ministério dos Transportes, ANTT, BB-BI.

# Transportes e Logística: ferrovias

2024 foi positivo para o setor ferroviário, com expansão de volumes transportados e ambiente de preços favorável. Para 2025, devido à expectativa de menor demanda chinesa por minério de ferro, esperamos impacto negativo, embora compensado positivamente pela expansão de volumes em produtos agrícolas.

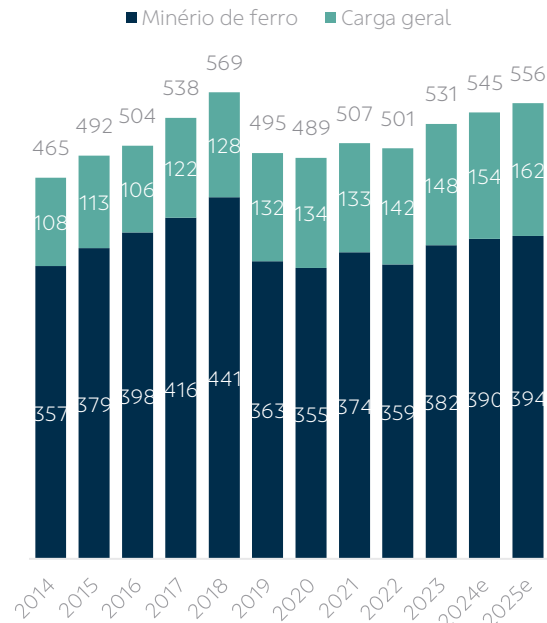
## Mapa ferroviário do Brasil

Em dez/2024.



## Volume transportado

Milhões TU



A matriz logística brasileira, embora predominantemente dominada pelo modal rodoviário (~68%), encontra nas vias férreas (~22%) importante canal para o escoamento de produtos destinados à exportação, especialmente minério de ferro e commodities agrícolas, como soja e milho.

**Para 2025, projetamos uma dinâmica mista para o desempenho do setor, com crescimento da demanda global por minério de ferro e produtos agrícolas contrabalanceado pela queda relativa da demanda chinesa, principal consumidor das produções globais e principal importador da produção brasileira.**

Com relação à expansão da malha ferroviária, esperamos avanço em projetos como a Ferrogrão, Transnordestina e Ferrovia Oeste-Leste (Fiol I), com expectativa de ~1.500 km em novos trilhos e adição de capacidade de mais de 60 milhões de toneladas de carga por ano.

Fonte: ANTF, BB-BI.

# Transportes e Logística: transporte aéreo

Em 2024, o transporte aéreo manteve o ritmo operacional observado desde 2022, com níveis satisfatórios de oferta, demanda, taxa de ocupação, tarifa e *yield*. Entretanto, combustível e câmbio pesaram negativamente.

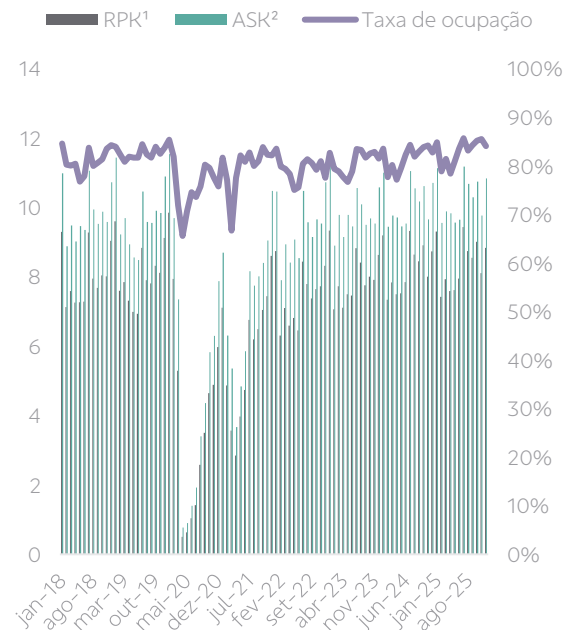


O setor aéreo brasileiro, do ponto de vista operacional, tem apresentado bons resultados, com demanda resiliente, crescimento de oferta e bom nível de ocupação das aeronaves. Em 2024, observamos expansão de malha aeroviária, inclusive com adição de rotas internacionais, e expansão da frota operacional, além de evolução de negócios complementares como transporte de carga, programas de fidelidade, entre outros; o que proporcionou ao setor níveis recordes de receita.

Entretanto, despesas atreladas ao câmbio, como combustível e arrendamento (~40% e ~15% das despesas totais, respectivamente) se sobrepuseram ao desempenho operacional e levaram grande parte das companhias a dificuldades financeiras no período, culminando em um pedido de “recuperação judicial” (*Chapter 11*) da Gol, que segue em andamento, e em um processo de reestruturação financeira da Azul, concluído no 4T.

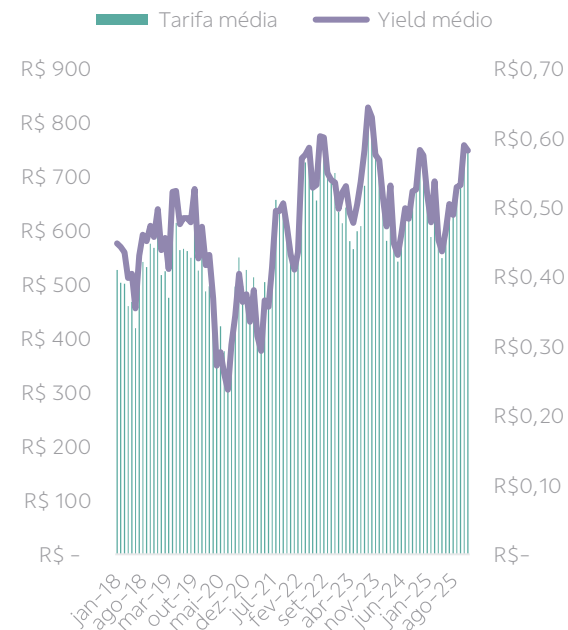
## RPK<sup>1</sup>, ASK<sup>2</sup> e taxa de ocupação

Bilhões e %



## Tarifa média e yield médio

R\$ e R\$



Fonte: ANAC. <sup>1</sup>Passageiros-quilômetro transportados. <sup>2</sup>Assentos-quilômetro oferecidos, BB-BI.

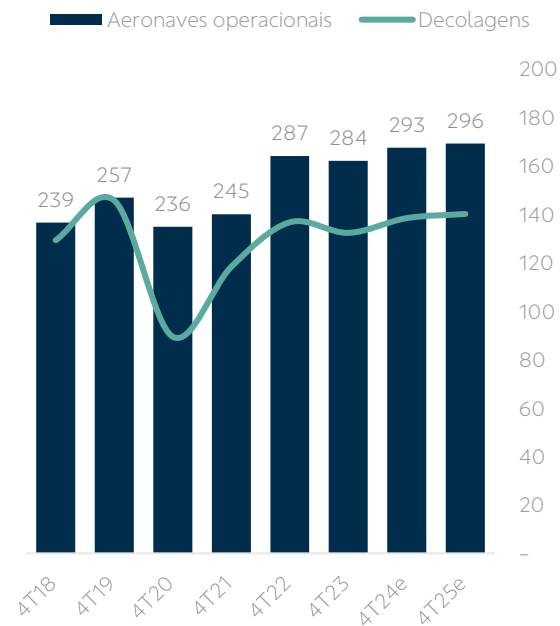
# Transportes e Logística: transporte aéreo

Apesar de avanço na receita, despesas atreladas ao câmbio devem continuar impactando o setor em 2025.



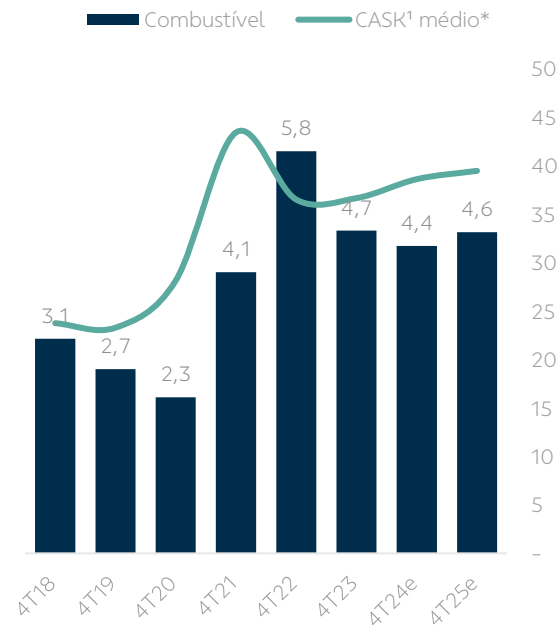
## Frota e decolagens\*

Unidades e mil



## Custos

Preço médio/litro (R\$) e R\$ centavos



Para 2025, esperamos continuidade da dinâmica observada em 2024, com demanda resiliente, avanço nos passageiros-quilômetro transportados, expansão de rotas e de assentos-quilômetro oferecidos. Projetamos taxa de ocupação em patamar estável, aproximadamente 84%, com *yield* médio de ~R\$ 50 centavos/km.

Entretanto, acreditamos que os desafios também permanecerão tal como observados em 2024, especialmente os relacionados a despesas com combustível, com avanço de ~6% no preço-médio/litro devido à expectativa do câmbio mais elevado no período, o que deverá levar a um patamar de ~43% do custo total médio das companhias e corroer parte dos avanços operacionais esperados para o ano.

Não obstante, alertamos também para o risco de liquidez das companhias devido à alta alavancagem observada, especialmente para a Gol, que segue em processo de negociação com credores no âmbito do Chapter 11.

Fonte: ANAC, Gol, Azul, BB-Bi. \*Considera as companhias Gol e Azul. †Custo por assento-quilômetro oferecido.

# Transportes e Logística: Locadoras

2024 foi mais um ano de dinâmicas mistas para o setor de locação, marcado por avanços operacionais contrabalanceados negativamente por condições de mercado desfavoráveis.



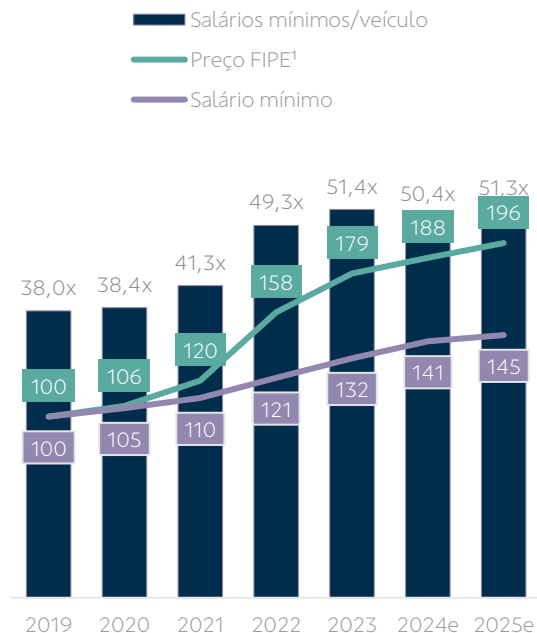
O setor de locação no Brasil tem apresentado dinâmica incerta nos últimos anos. Ao mesmo tempo em que foi possível observar avanços importantes do setor, principalmente relacionados a indicadores operacionais, condições de mercado fizeram contrapeso negativo e prevaleceram sobre os resultados das companhias no ano, levando as ações do setor a cair, em média, 45% em 2024.

Dentre os pontos positivos observados, podemos destacar, de maneira geral: (i) recomposição de tarifas; (ii) expansão de *yield*; (iii) crescimento de frota; (iv) redução da idade média dos veículos; (v) crescimento do número de locadoras; (vi) crescimento no número de usuários; e (vii) manutenção do percentual de utilização (veículos alugados/veículos operacionais) em torno de 80%.

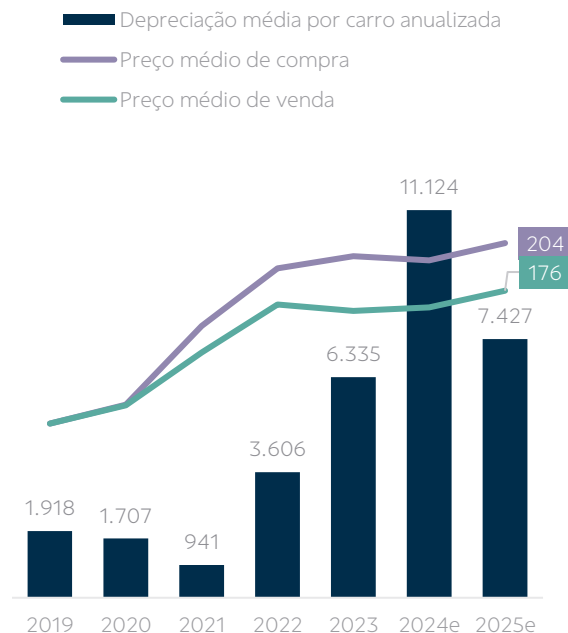
Entretanto, como mencionado, contrapontos negativos prevaleceram. Foram eles, principalmente: (i) diferença de preço entre veículos novos e seminovos, que elevaram despesas de depreciação; e (ii) custo do crédito.

## Preço e poder de compra

Base 100



## Preço médio e depreciação\*



Fonte: ABLA, Datamonitor, ANFAVEA, Fenabrave, BB-BI. <sup>1</sup>Referência: preço médio do modelo FIAT MOBI LIKE. \*Considera dados de Localiza e Movida.

# Transportes e Logística: Locadoras

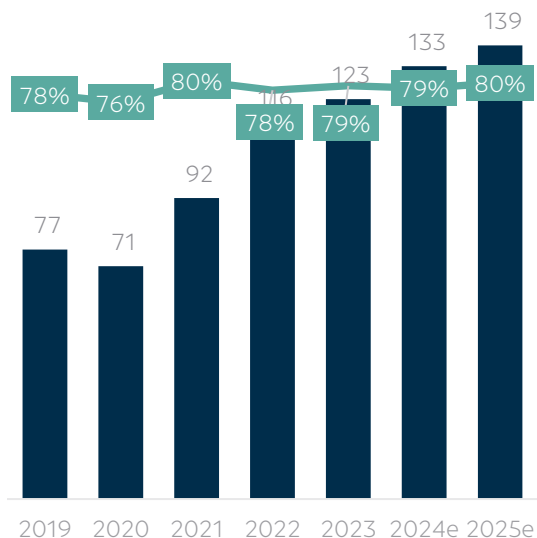
Para 2025, esperamos continuidade do ritmo operacional e acomodação relativa da diferença de preços entre veículos novos e seminovos. Entretanto, condições de mercado restritivas ainda podem impedir o setor de avançar.



## Ticket médio e taxa de ocupação\*

R\$

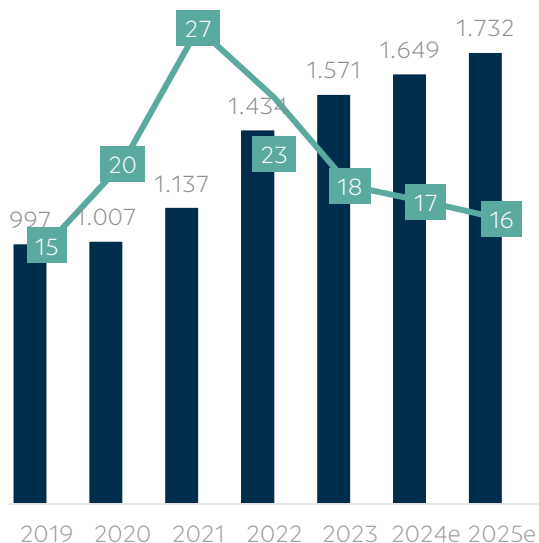
■ Ticket médio — Percentual de utilização



## Frota e idade média

Mil unidades e anos

■ Frota do setor — Idade média (meses)



Para 2025, não acreditamos em uma grande mudança de cenário para as locadoras. O bom ritmo operacional deve continuar, nossa opinião, porém também os desafios.

Estimamos redução gradual na diferença de preços entre veículos novos e seminovos, manutenção do percentual de utilização em torno de 80% e continuidade no processo de recomposição das tarifas. Pelo lado dos desafios, acreditamos que o desempenho na venda dos veículos seminovos e a gestão eficiente de capital deverão ditar os resultados das locadoras no próximo ano.

Adicionalmente, salientamos o aumento da percepção de risco regulatório/tributário para o setor em 2025, devido à incerteza dos impactos que a reforma tributária pode causar e devido às regras tributárias nas quais as locadoras estão atualmente enquadradas e que podem ser alvo de mudanças, tais quais: isenção de ICMS na compra de veículos, não incidência de ISS, isenção ou redução de IPVA, dentre outras.

Fonte: ABLA, Datamonitor, ANFAVEA, Fenabrave, BB-BI. \*Considera dados de Localiza e Movida.



# Indústria

Para 2025, esperamos desempenho neutro do setor, com tendência lateralizada e com desafios importantes relacionados à capacidade de investimentos em um ambiente de juros mais elevados. Entretanto, a despeito desse cenário, é do segmento de bens de capital que salta nossa escolha para a Seleção BB-BI 2025.



## Panorama

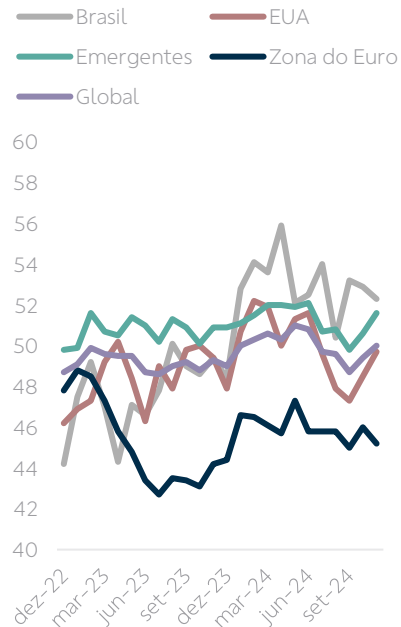
Em 2024, o setor industrial no Brasil demonstrou desaceleração em relação ao final de 2023, segundo o PMI. O desempenho foi em linha, entretanto, com o ritmo observado no agregado global, nos países emergentes e nos EUA, exceto pelos últimos meses de descolamento negativo.

Principais indicadores globais do setor corroboram a expectativa de uma atividade relativamente lateralizada para 2025, sem avanços disruptivos e com um ambiente de investimentos tímido devido às condições macroeconômicas.

Entretanto, no mercado doméstico, vimos sinais de reversão positivos para o segmento de bens de capital, dentre outros, que corroboram nossa escolha para compor a Seleção BB-BI 2025: a Weg.

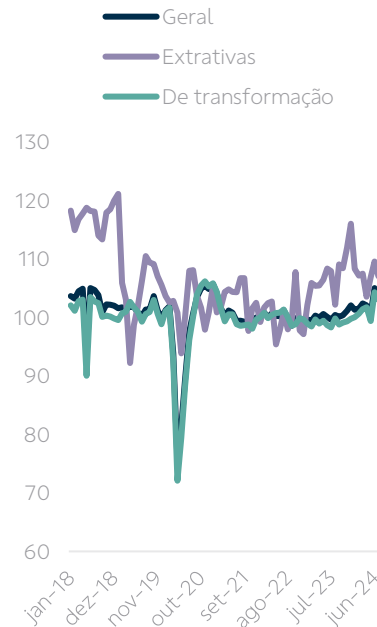
## PMI

Purchasing Managers' Index



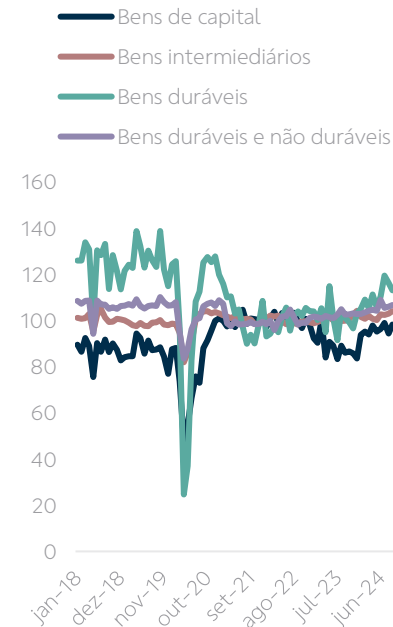
## Produção industrial - Brasil

Por seção. Base fixa com ajuste sazonal\*



## Produção industrial - Brasil

Por categoria. Base fixa c/ ajuste sazonal\*



Fonte: Bloomberg, IBGE, BB-BI. \*Base: média 2022 = 100

# Seleção Indústria: WEG

Companhia possui características defensivas, em nossa opinião, como diversificação de receitas e baixa alavancagem, que devem se provar vantajosas em 2025. Além disso, avanço na integração com a Regal, aumento da capacidade produtiva e expansão internacional são alavancas de valor esperadas para o próximo ano.

## Tese de investimento

A Weg está exposta a um mercado com expectativa positiva de crescimento, relacionado principalmente a eficiência energética, mobilidade elétrica, automação industrial, inteligência artificial, entre outros.

Além disso, a companhia se configura de tal maneira a reduzir a volatilidade de seus resultados, devido especialmente à diversificação de produtos, capacidade de produção verticalizada, presença geográfica global, exposição a mercados internacionais (~60% de sua receita) e baixa alavancagem, além de possuir bom histórico de execução e governança.

Para 2025, esperamos expansão de resultados, impulsionados pelo avanço relacionado, principalmente: (i) aos negócios de Transmissão e Distribuição, segmento onde a companhia espera dobrar de tamanho até 2026; e (ii) à integração e captura de sinergias junto à Regal, cuja capacidade está subutilizada e cujas margens estão abaixo das historicamente apresentadas pela Weg.

Fonte: WEG, BB-BI.

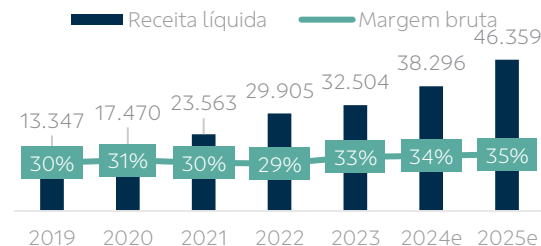
Por isso, estimamos avanço gradual de margens e do Retorno sobre Capital Investido (ROIC), atingindo ~38% em 2025, além de crescimento de receita líquida, EBITDA e lucro líquido. Por fim, esperamos posição confortável de caixa para a companhia, com espaço para possíveis aquisições no futuro, e alguma contribuição positiva da variação cambial no ano, dada a expectativa de um dólar médio em 2025 maior do que em 2024.

## Riscos

(i) Alta no preço das commodities metálicas podem elevar a estrutura de custos da companhia, com impacto nas margens e no fluxo de caixa; (ii) Retorno abaixo do esperado na integração com a Regal pode frustrar expectativas de crescimento; e (iii) Devido à exposição a moedas estrangeiras, variações cambiais podem impactar negativamente os resultados da companhia.

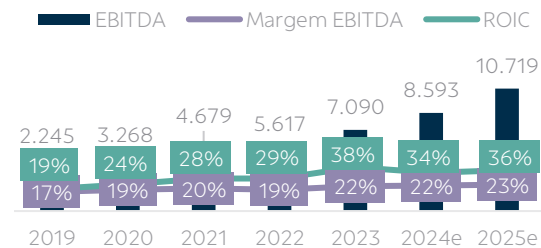
## Receita líquida e margem bruta

R\$ milhões e %



## EBITDA, margem EBITDA e ROIC

R\$ milhões e %





# Varejo

Dezembro 2024

Por **Andréa Aznar, CNPI**

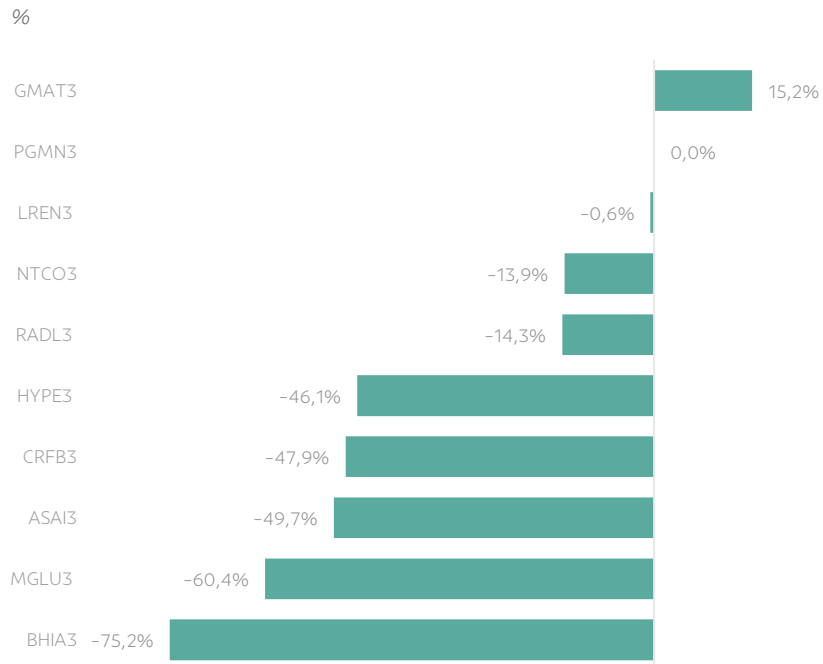


Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2025 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2025e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2025e	EV/EBITDA Média 5 anos
ASSAÍ	ASAI3	6,16	-	-	-	8.126,4	18.909,0	9,8	14,6	4,1	6,8
GRUPO CASAS BAHIA	BHIA3	3,35	6,70	100,0%	Venda	310,0	9.869,0	-	46,0	2,5	6,3
ATACADAO	CRFB3	5,94	-	-	-	12.401,3	8.155,0	7,9	14,2	3,1	5,6
<b>GRUPO MATEUS</b>	<b>GMAT3</b>	<b>7,12</b>	<b>10,40</b>	<b>46,1%</b>	<b>Compra</b>	<b>15.465,4</b>	<b>2.452,5</b>	<b>10,0</b>	<b>11,9</b>	<b>5,9</b>	<b>8,1</b>
HYPERA	HYPE3	18,99	36,20	90,6%	Neutra	12.104,7	7.356,9	8,0	12,0	7,2	11,0
LOJAS RENNEN	LREN3	15,63	18,50	18,4%	Neutra	15.007,1	1.565,3	9,9	18,4	5,7	10,7
MAGAZINE LUIZA	MGLU3	8,54	20,30	137,7%	Compra	6.436,6	7.560,6	15,5	201,3	3,1	28,0
NATURA & CO	NTCO3	14,21	Revisão	-	-	19.818,1	-549,6	15,8	58,7	5,5	10,0
PAGUE MENOS	PGMN3	3,10	3,40	9,7%	Neutra	1.815,0	3.313,3	14,1	15,4	3,1	6,6
RD SAÚDE	RADL3	24,14	32,10	33,0%	Neutra	41.249,4	6.655,1	28,5	36,0	11,2	16,2

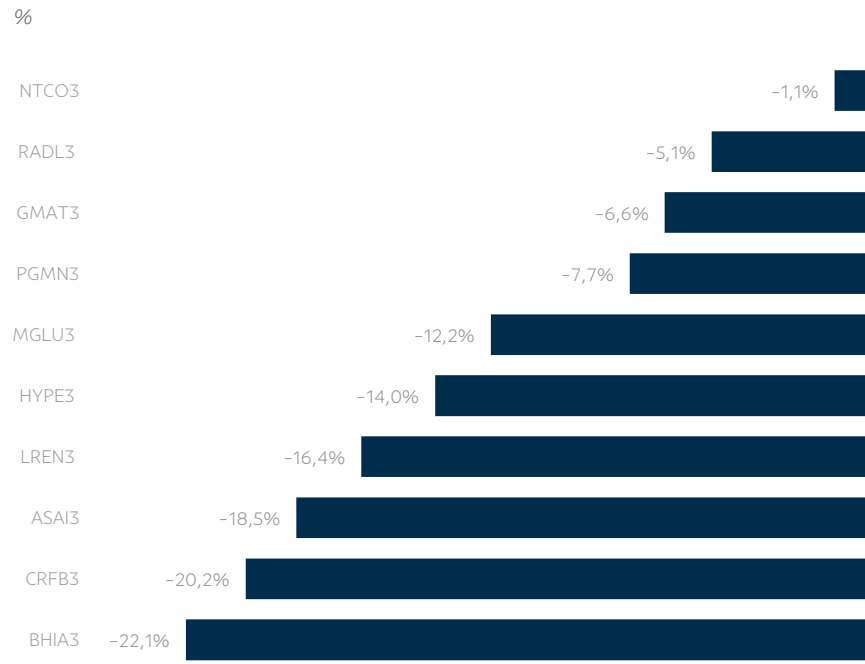
Fonte: Bloomberg, BB-BI. (Fechamento em 06/12/2024)



## Performance em 12 meses



## Performance 1 mês



Fonte: Bloomberg, BB-BI. (Fechamento em 06/12/2024)

# Varejo

Apesar do setor de varejo ter se beneficiado do aquecimento da economia e com a respectiva queda da taxa de desemprego, a abertura da curva de juros afetou diretamente as empresas cíclicas e mais endividadas.



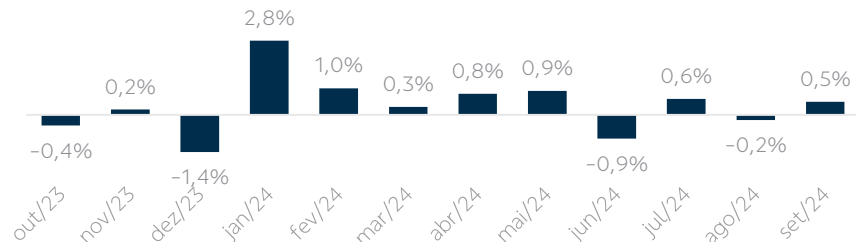
No início de 2024, as estimativas para o setor de consumo na bolsa eram mais positivas que as de anos anteriores, em um ambiente que se vislumbrava afrouxamento monetário, melhoria de renda e emprego, além da queda da inadimplência e da inflação, o que acabou se consolidando somente em partes. De fato, a economia aqueceu com (i) a diminuição da taxa de desemprego, que ficou em patamares historicamente baixos; (ii) o aumento da massa real de rendimentos, que trouxe força ao consumo das famílias e impulsionou as vendas da maioria das companhias de nosso universo de cobertura; e (iii) a aceleração da concessão de crédito, que ajudou no avanço, principalmente, das compras de bens duráveis. Vale ressaltar que o crescimento foi concentrado principalmente em setores mais resilientes a ciclos econômicos e com menor sazonalidade, como Saúde e Beleza e Supermercados. Por outro lado, alguns fatores acabaram sendo detratores para as empresas de varejo no ano, como (i) o aumento da inflação acima das expectativas, que corrói o poder de compra dos brasileiros; (ii) a retomada do ciclo de alta da taxa Selic; (iii) a manutenção da inadimplência ainda em níveis elevados; e (iv) a entrada das Bets como um importante consumidor de recursos das famílias o que afetou tanto o consumo, como a inadimplência. Mesmo em meio a esses desafios, a pujança da economia brasileira surpreendeu e trouxe aumento de receita para as companhias acima das estimativas iniciais.

Para 2025, os economistas projetam que a economia permanecerá aquecida, com um mercado de trabalho ainda resiliente, mas ambos em menor escala se comparado a 2024. Caso a taxa Selic siga conforme precificado pelo mercado atualmente e suba mais alguns pontos base, na busca pelo maior controle inflacionário, a tendência é que haja um certo desaquecimento da economia, o que deve afetar a linha de receita das companhias do setor. Nesse cenário, vemos o setor de varejo sob uma ótica de neutralidade, mas sofrendo com a alta dos juros, com reflexo negativo no resultado financeiro e no lucro das empresas, além de reduzir o apetite da população para o consumo.

Fonte: IBGE, BB-BI.

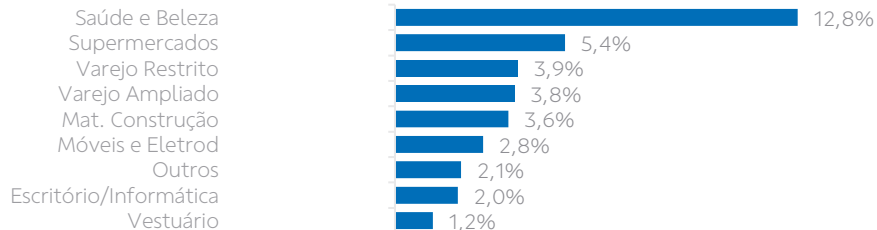
## Variação do Volume de Vendas em 2024 – Varejo Restrito

% m/m até setembro



## Variação Acumulada de Vendas em 2024 – Dados por Setor

% a/a até setembro



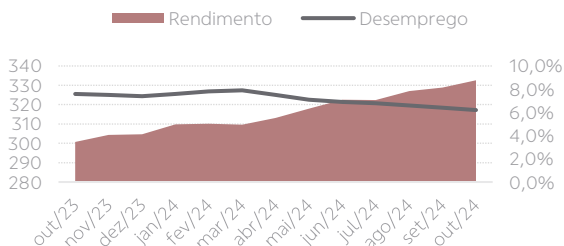
# Varejo

Apesar da queda da taxa de desemprego e do incremento da massa real de rendimentos, o setor de varejo foi pressionado pelo aumento da inflação, da inadimplência e da taxa de juros, que afetaram a concessão de crédito.



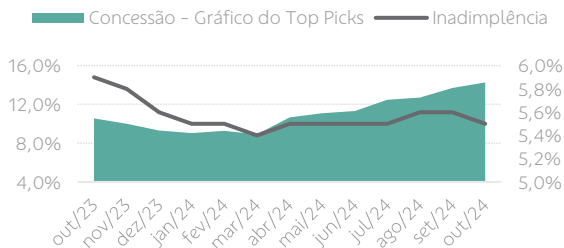
## Massa rendimentos e tx. desemprego

R\$ bi e %



## Concessão crédito<sup>1</sup> e inadimplência PF

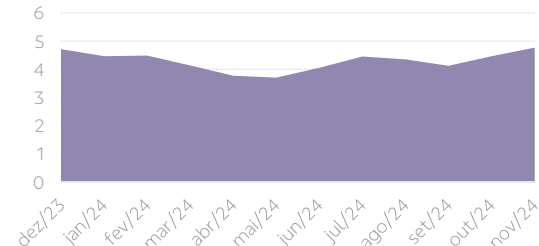
% a/a acumulado 12 meses e %



Fonte: IBGE, Bacen, FGV Ibre, BB-BI. <sup>1</sup> Recursos Livres à Pessoa Física.

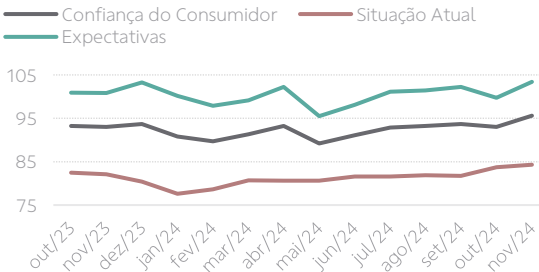
## IPCA-15 – Índice geral acumulado 12 m

% a/a



## Confiança do consumidor

Pontos



Nos gráficos ao lado, destacamos os principais drivers que impulsionam o consumo no Brasil. Do lado do **emprego**, observamos uma melhora gradual da massa de rendimento real (+9,2% até outubro/24). Além disso, houve queda da taxa de desemprego para patamares historicamente baixos (alcançando níveis recordes), fechando outubro em 6,2%. Para 2025, apesar de haver a expectativa do índice ter ligeiro aumento, espera-se que o mercado de trabalho continue aquecido.

Do lado da **inflação**, a trajetória de queda observada no primeiro semestre reverteu a tendência e voltou a subir, atingindo 4,77% em novembro, o que deve levar o indicador a fechar o ano acima do teto da meta de 4,5%. Esse aumento se concentrou nos segmentos de Alimentos e Bebidas, Educação e Saúde e Cuidados Pessoais.

Na frente de **crédito**, desde abril, houve aceleração na concessão de recursos livres à pessoa física (+12,5% em outubro ante dez/23), apesar da elevação da taxa de juros e da inadimplência. A expectativa é que haja desaceleração desse crescimento em 2025 em função do elevado patamar de juros e da necessidade de controle da inadimplência.

Por fim, quanto à **confiança do consumidor**, o índice atingiu o pico nesta última publicação de novembro (96,9 pts), amparado principalmente pela melhoria da percepção com a situação atual (+3,9 pts. ante dez/23).

Apesar de as varejistas ainda negociarem a múltiplos inferiores à média histórica, a perspectiva de piora no cenário de crédito e de elevação das taxas de desconto devem continuar restringindo qualquer redução do desconto observado.

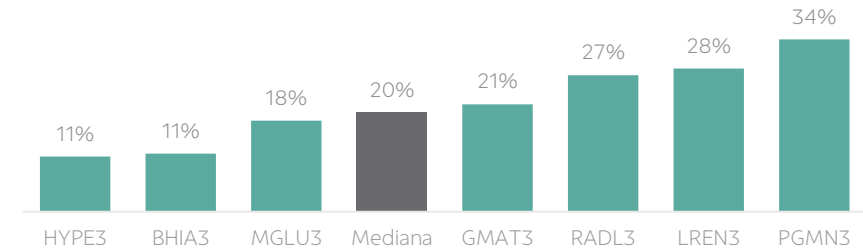


## Análise de múltiplos<sup>1</sup>

Companhia	EV/EBITDA (média 2a)	EV/EBITDA 25e	Desconto (%)	P/L (média 2a)	P/L 25e	Desconto (%)
Grupo Natura	7,0	6,6	-5%	107,7	15,9	-85%
Grupo Mateus	7,4	6,8	-8%	10,5	10,3	-2%
Casas Bahia	4,9	4,5	-8%	89,8	89,8	0%
Raia Drogasil	14,6	12,6	-14%	31,2	29,4	-6%
Lojas Renner	6,9	5,7	-18%	12,3	10,2	-17%
Hypera	9,4	7,6	-18%	11,2	8,3	-26%
Pague Menos	8,0	5,8	-28%	14,1	14,6	3%
Magazine Luiza	7,7	4,0	-47%	382,2	15,9	-96%

## Crescimento de EBITDA 2025e<sup>2</sup>

% a/a



As companhias varejistas continuam sendo negociadas a múltiplos EV/EBITDA inferiores à média dos últimos 2 anos. Porém, diante de perspectivas macroeconômicas menos favoráveis para o setor em 2025, optamos por uma abordagem mais conservadora, indicando para a Seleção BB-BI uma companhia que faz parte de um segmento mais resiliente e menos suscetível a variações econômicas, como é o de supermercados. Com isso, mesmo em um cenário mais adverso, o Grupo Mateus possui boas chances de continuar seu ciclo de aumento de receita e de melhoria de rentabilidade provenientes, também, de sua estratégia de expansão orgânica e inorgânica. Além disso, em um contexto de altas taxas de juros, empresas menos endividadas têm preferência na escolha dos investidores, pois possuem menos chance de amargar perdas importantes na linha de resultado financeiro.

Fonte: Bloomberg, BB-BI. <sup>1</sup>Múltiplos considerando preço de 06/12/2024; <sup>2</sup> Conforme projeções do BB-BI / Grupo Natura & Co: devido ao processo de Chapter 11, preço-alvo encontra-se em revisão, aguardando definições importantes que serão tomadas durante o mês de dezembro em relação ao processo de Chapter 11 da Avon Products Inc. nos Estados Unidos.



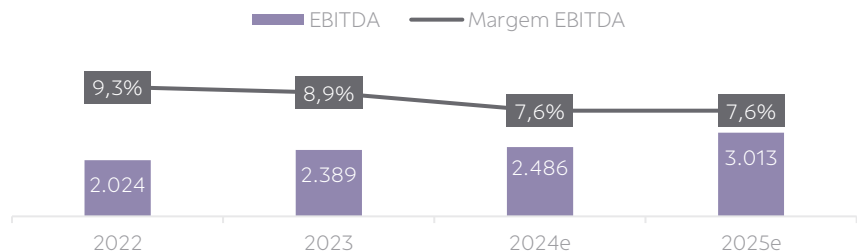
# Seleção Varejo: Grupo Mateus

Forte crescimento de receita, combinado a uma boa estratégia e um setor resiliente.



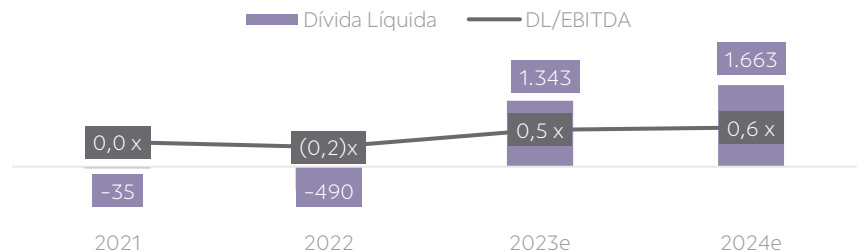
## EBITDA e Margem EBITDA

R\$ milhões e %



## Dívida líquida e Dívida líquida/EBITDA

R\$ milhões e vezes



Fonte: Grupo Mateus, BB-BI.

## Tese de Investimento

O Grupo Mateus é uma companhia que atua no varejo alimentar através de lojas de diferentes formatos (proximidade, supermercado, atacarejo e atacado), com foco nas regiões Norte e Nordeste.

Durante 2024, o Grupo Mateus se destacou de seus pares por apresentar resultados operacionais consistentes, além de contar com um nível de endividamento baixo, o que é especialmente positivo em um cenário de alta de taxas de juros como o atual.

A companhia segue com sua estratégia de expansão orgânica, principalmente na região Nordeste, e com lojas no formato de Atacarejo. Para 2025, existe a expectativa de expansão inorgânica caso haja a aprovação pelo CADE da *joint venture* com a empresa Novo Atacarejo, que tem presença nos estados de Pernambuco, Paraíba e Alagoas, o que adicionaria 50 lojas à rede do Grupo. Por fim, espera-se ganho de alavancagem operacional através do adensamento de rotas e de melhorias operacionais, além de incremento de receita acima de 20%.

Entendemos que, apesar do cenário macroeconômico não possuir perspectivas muito positivas para o setor de varejo em geral, o segmento de varejo alimentício é resiliente e tende a sofrer menos com a volatilidade dos ciclos econômicos.

### Riscos

- (i) Concentração regional no Nordeste e Norte do país;
- (ii) acirramento da concorrência, impactando o plano de expansão orgânica e vendas mesmas lojas; e
- (iii) adensamento de rotas mais lento que o esperado inicialmente.



 **BB INVESTIMENTOS**

# Imobiliário e Shoppings

Dezembro 2024

Por **Felipe Mesquita, CNPI-P**

menu

# Imobiliário

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB-BI 2025: CURY3 e DIRR3.

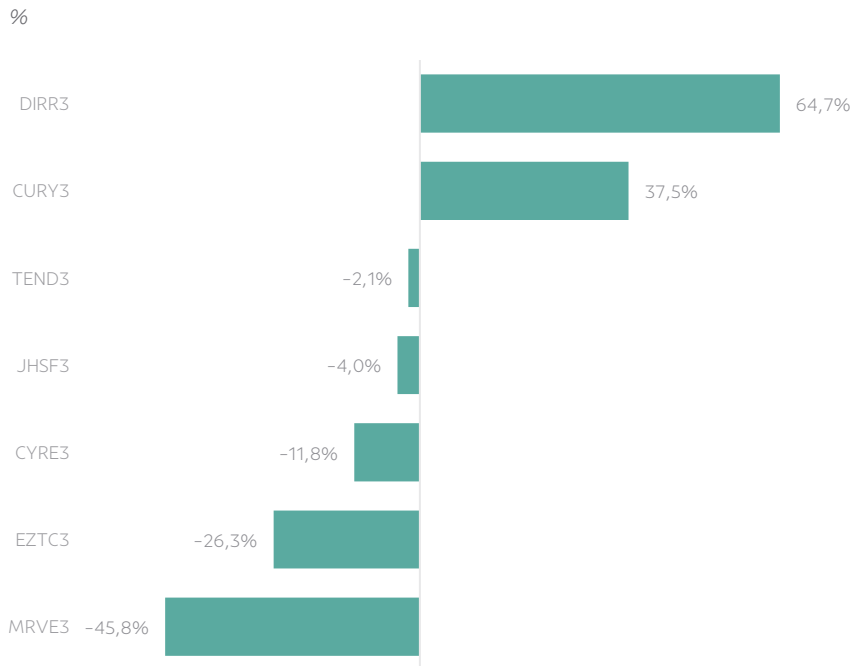


Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2025 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2025e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2025e	EV/EBITDA Média 5 anos
CURY	CURY3	20,71	27,50	32,8%	Compra	6.044,7	-378,9	7,0	6,3	5,5	4,3
CYRELA	CYRE3	18,54	31,00	67,2%	Compra	7.286,2	673,5	4,9	8,9	0,8	1,1
DIRECIONAL	DIRR3	29,81	37,50	25,8%	Compra	5.172,0	17,0	6,8	7,2	2,5	1,5
EZTEC	EZTC3	12,10	19,00	57,0%	Compra	2.674,0	102,3	7,0	10,3	0,5	1,1
JHSF	JHSF3	4,04	7,50	85,6%	Compra	2.744,5	2.933,0	3,8	7,1	0,5	0,8
MRV	MRVE3	5,02	14,00	178,9%	Compra	2.825,4	6.016,9	3,6	9,3	0,4	1,0
TENDA	TEND3	13,06	18,50	41,7%	Compra	1.628,5	526,2	5,1	12,9	1,7	1,4

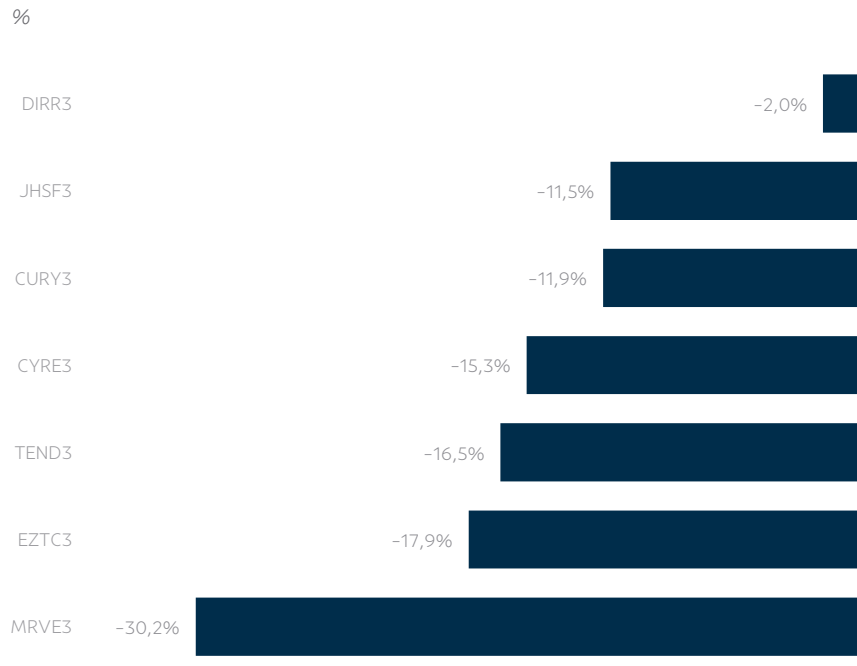
Fonte: Bloomberg, BB-BI. (Fechamento em 06/12/2024)



## Performance em 12 meses



## Performance 1 mês



Fonte: Bloomberg, BB-BI. (Fechamento em 06/12/2024)

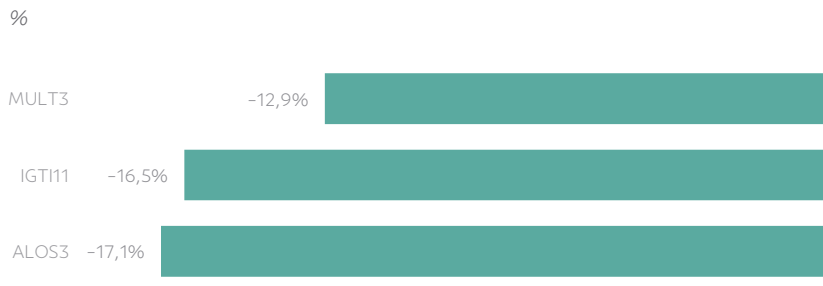
# Shoppings

Indicadores de mercado das empresas do setor. Seleção BB-BI 2025: n/a.

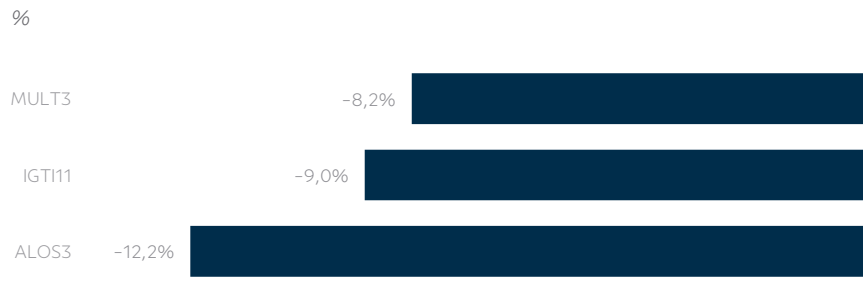


Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2025 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2025e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2025e	EV/EBITDA Média 5 anos
ALLOS	ALOS3	19,36	-	-	-	10.511,3	3.290,5	11,3	14,4	0,7	0,9
IGUATEMI	IGTI11	18,84	-	-	-	5.461,9	1.757,1	10,3	14,8	0,7	1,0
MULTIPLAN	MULT3	23,22	31,20	34,4%	Compra	12.055,0	2.216,8	11,7	19,0	1,8	2,0

## Performance em 2024



## Performance 1 mês



Fonte: Bloomberg, BB-BI. (Fechamento em 06/12/2024)

# Imobiliário: incorporadoras

Segmento econômico beneficia-se das condições vigentes do Programa Minha Casa Minha Vida, enquanto mercado de média e alta renda permanece enfrentando cenário de juros elevados.



Em 2024, o cenário de expectativa de corte de juros do início do ano acabou não se concretizando, mantendo as taxas domésticas em níveis elevados. Além disso, a poupança (SBPE) permaneceu mostrando resgates líquidos ao longo do ano, o que pressionou parte relevante das fontes de financiamento imobiliário. No entanto, a atividade de incorporação apresentou números bem mais resilientes do que esse cenário levaria a crer.

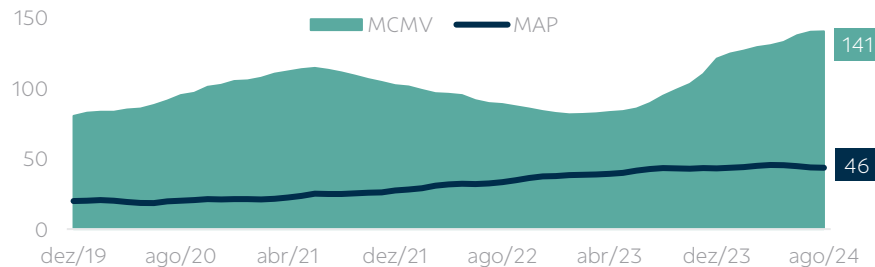
Uma das razões para essa resiliência está no nível de emprego no Brasil, que atingiu o patamar mais alto em uma década. Com um maior número de empregos formais, houve não só um incremento na massa salarial, como uma maior captação de recursos no FGTS, outra importante fonte de recursos para aquisição imobiliária no país. Assim, houve um contraponto ao cenário de juros elevados, mantendo uma demanda presente por empreendimentos imobiliários em praticamente todas as faixas de renda.

Mas as fontes mais relevantes de impulso para o setor imobiliário no ano vieram, sem dúvida, das condições vigentes no programa Minha Casa Minha Vida. O principal programa habitacional do Brasil passou por uma extensa atualização de regras em meados de 2023, contando com reajuste nas faixas de renda, revisão das taxas de juros predeterminadas em cada faixa, expansão do teto financiável, dentre outros pontos favoráveis às famílias para aquisição de seu imóvel próprio, em especial aquelas de menor poder aquisitivo. Assim, as incorporadoras com maior expertise de atuação no segmento econômico conseguiram intensificar seu ritmo de lançamentos de novos projetos, encontrando uma demanda forte junto a esse público e levando a velocidade de vendas aos maiores níveis dos últimos anos. Para 2025, o conselho curador do FGTS já aprovou um leve incremento no volume de recursos disponibilizados para financiamentos do MCMV em relação à 2024. Assim, com as características do programa em patamares atrativos para as famílias, e recursos já reservados para utilização do programa, acreditamos que o segmento econômico terá condições de manter o ritmo de vendas e lançamentos em alta, enquanto as incorporadoras voltadas para faixas de renda mais elevadas, mais sensíveis a juros, terão desafios adicionais.

Fonte: Abecip, FGTS e BB-BI | \*De acordo com 18 cias. Associadas à Abrainc

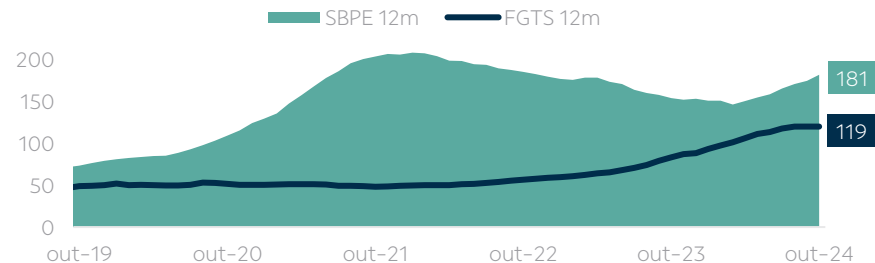
## Vendas 12m MCMV vs Médio e Alto Padrão (MAP)\*

Mil unidades



## Contratações 12m FGTS vs SBPE

R\$ bilhões



# Imobiliário: incorporadoras

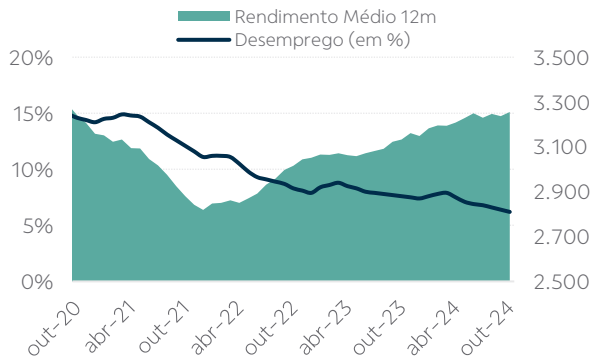
Nível de desemprego renova sucessivas mínimas na década, robustecendo a demanda por produtos imobiliários. No entanto, os custos da construção voltam a acelerar nas últimas leituras.



## Emprego

R\$ e %

Ao longo de 2024, o nível de desemprego seguiu em constante queda, e atingiu o patamar mais baixo dos últimos 10 anos na leitura mais recente. O rendimento médio também vem avançando, e se aproxima da máxima registrada em 2020. Dessa forma, existe uma base crescente de público-alvo enquadrado dentro das diversas faixas do programa Minha Casa Minha Vida, que combinada com as condições vigentes favoráveis, tende a manter aquecida a demanda por produtos imobiliários de segmento econômico.

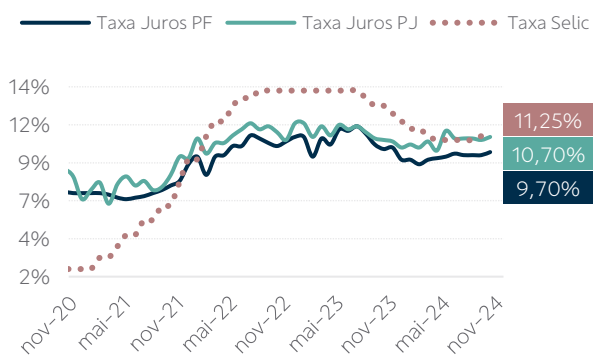


Fonte: IBGE, Bacen, FGV Ibre e BB-BI.

## Taxas de Juros

%

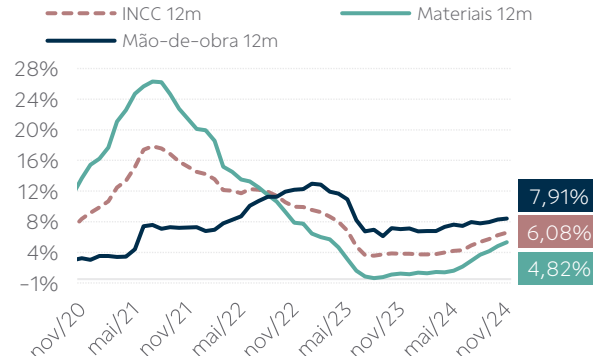
Acompanhando em certo grau o movimento da Selic, as taxas de juros dos financiamentos imobiliários apresentaram arrefecimento desde meados de 2023, mas interromperam esse processo e voltaram a subir no segundo semestre de 2024. Embora o patamar mais alto tenha ficado para trás, seguem em um nível considerado elevado para o setor. Incorporadoras mais voltadas para segmentos de média e alta renda, que possuem maior sensibilidade à taxas de financiamento imobiliário, precisarão lidar com essas pressões em 2025.



## INCC-M (Índice Nacional de Custo da Construção)

% acumulado 12m

O cenário de custos da construção apresenta uma tendência de alta ao final de 2024, embora o INCC-M siga bem distante dos topos atingidos no pós pandemia. O custo da mão de obra está mais pressionado, mas em um movimento que tem mostrado certa estabilização, enquanto os preços de materiais seguem acelerando nos últimos meses. De maneira geral, o indicador está em linha com as médias históricas e, ainda que tenha potencial para frear as margens das companhias, não representa uma limitação operacional neste momento.

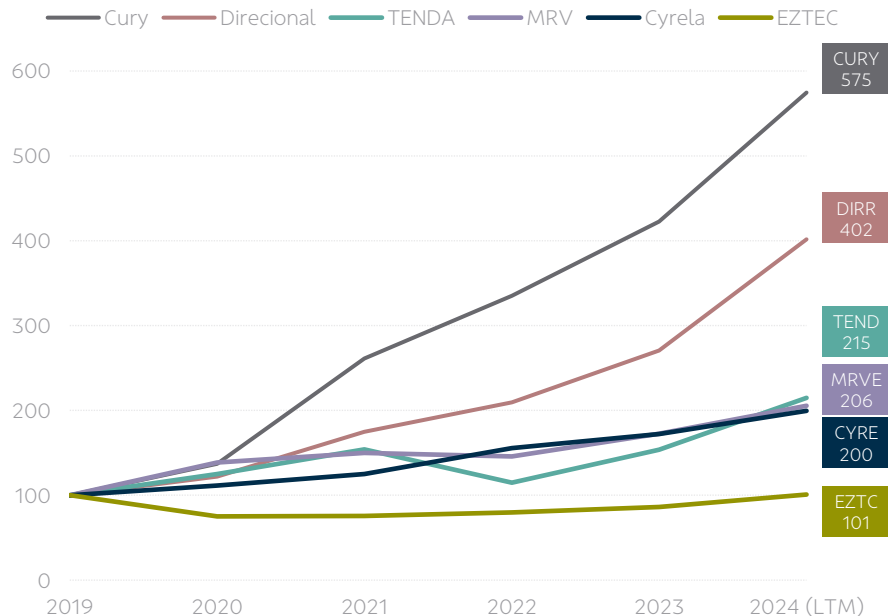


# Imobiliário: incorporadoras

Companhias com foco no segmento econômico vêm apresentando maior crescimento nos últimos anos e, diante de um cenário de juros elevados e condições mais atrativas em programas habitacionais, essa tendência deve permanecer.

## Evolução Vendas Líquidas (universo de cobertura BB-BI)<sup>1</sup>

Base 100 em 2019



Fonte: Economática, Companhias e BB-BI. <sup>1</sup>2024 considera últimos 4 trimestres a partir do 3T24

Dado o cenário mais desafiador para as companhias com maior exposição à segmentos de médio e alto padrão, em conjunto com condições favoráveis e maior disponibilização de recursos em programas habitacionais para utilização em 2025, temos perspectivas mais positivas para companhias voltadas para o segmento econômico. Ao lado, temos um gráfico com a evolução do ritmo de vendas das incorporadoras em nosso universo de cobertura, desde 2019 até o 3T24, evidenciando que Cury e Direcional se mostraram melhor preparadas para aproveitar o crescimento do mercado imobiliário nos últimos anos. Dessa forma, essas duas companhias irão compor a Seleção BB-BI 2025.

**Cury** e **Direcional** têm uma exposição relativamente semelhante ao Minha Casa Minha Vida, com maior foco nas faixas 2 e 3 do programa (famílias com renda mensal entre R\$ 2.850 e R\$ 8.000), mas também na faixa 1 e em empreendimentos no primeiro grau já fora do enquadramento do MCMV (médio padrão). Ambas têm apresentado crescimento consistente ao longo dos últimos anos, com estruturas de capital enxutas e margens acima da média de seu mercado de atuação. Enquanto a tese de Cury é mais voltada para exploração imobiliária nas regiões metropolitanas de São Paulo e Rio de Janeiro, utilizando um método construtivo de alvenaria estrutural, que dá mais liberdade nos projetos de seus empreendimentos, a Direcional tem uma ampla diversificação geográfica pelo Brasil, com maior grau de industrialização e escala em seu processo produtivo, dada a utilização de formas de alumínio.

**Tenda** e **MRV**, também atuantes no programa MCMV, têm apresentado um movimento de crescimento de suas operações, mas acreditamos que suas estruturas de capital com maior nível de alavancagem possam ser detratores em termos de performance financeira para um exercício em que as expectativas são de taxas de juros mais altas ao longo do ano.

**Cyrela**, que também apresentou crescimento operacional relevante nos últimos trimestres, mas com um foco mais voltado para o médio e alto padrão, tende a ter uma demanda mais limitada por taxas de financiamento mais elevadas. Já a **EZTEC** até trabalha com um nível de alavancagem historicamente muito baixo, mas também deve enfrentar desafios de demanda por seus produtos de alto padrão.



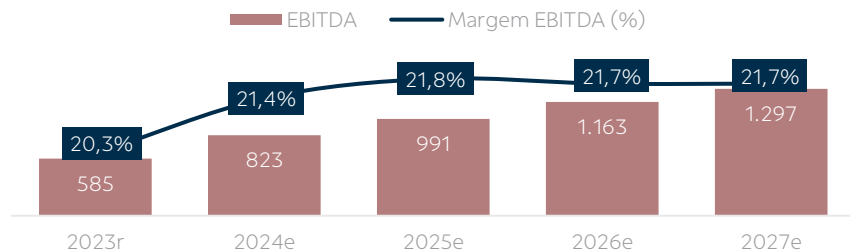
# Seleção Imobiliário: Cury

A Cury tem um amplo histórico de atuação na incorporação dentro do segmento econômico, com expertise na formação de seu banco de terrenos nas principais cidade do Brasil: São Paulo e Rio de Janeiro.



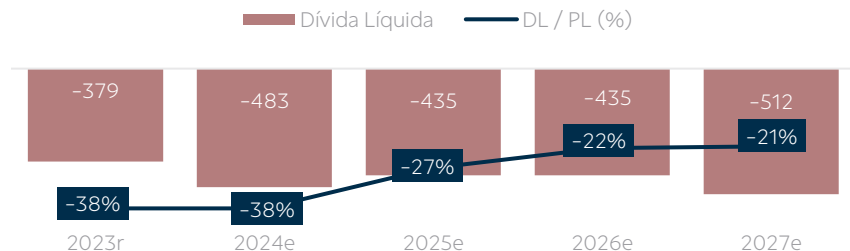
## EBITDA e Margem EBITDA

R\$ milhões e %



## Dívida Líquida e Dívida Líquida/Patrimônio Líquido

R\$ milhões e %



Fonte: Cury e BB-BI.

## Tese de Investimento

A Cury opta por limitar a sua operação nas regiões metropolitanas de São Paulo e Rio de Janeiro, importantes centros urbanos do Brasil, que concentram a maior parcela do déficit habitacional do país, o que tem lhe conferido uma velocidade de vendas de novos projetos substancialmente superior à média do mercado.

A companhia vem intensificando o ritmo de lançamentos nos últimos anos, potencializado por meio da utilização de parte dos recursos captados em 2020, quando realizou o seu IPO na B3. Desde então, a companhia vem apresentando números fortes, com sucessivos recordes em lançamentos, vendas, receitas e lucro líquido. Por trabalhar com estrutura de capital bastante conservadora, operando constantemente com posição de caixa líquido, tem utilizado parte da sua geração de caixa para distribuição de dividendos constantemente.

Para 2025, observamos a Cury como um dos players mais bem posicionados para operar as condições vigentes do programa Minha Casa Minha Vida, também tendo em vista sua expertise na utilização do crédito associativo, que ajuda a limitar a utilização de capital próprio da companhia no início de novas obras. Além dos lançamentos no pipeline, a companhia já conta com mais de R\$ 2,2 bilhões de resultados de vendas realizadas que transitarão em seu balanço de acordo com a evolução das obras.

## Riscos

(i) Escassez na disponibilidade de crédito nos programas habitacionais; (ii) elevação nos custos de construção além das projeções; (iii) intensificação da concorrência em suas praças de atuação; (iv) dificuldades na renovação de seu banco de terrenos; (v) redução da velocidade de vendas de estoque; e (vi) atraso na aprovação dos novos projetos.

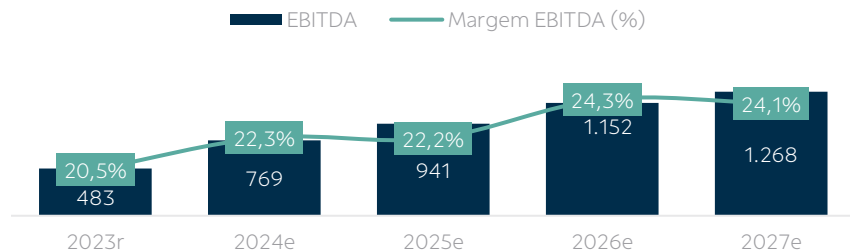
# Seleção Imobiliário: Direcional

A Direcional apresenta uma operação diversificada em 8 estados brasileiros além do Distrito Federal, se posicionando como líder em diversos de seus mercados de atuação.



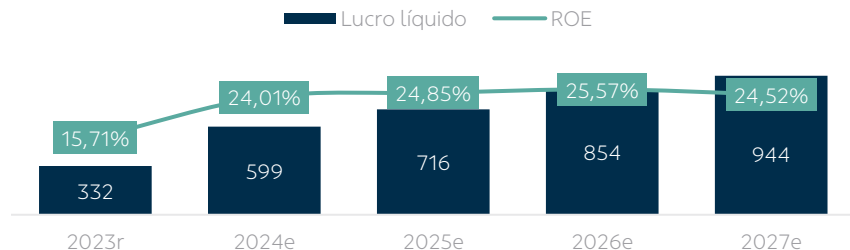
## EBITDA e Margem EBITDA

R\$ milhões e %



## Lucro líquido e ROE

R\$ milhões e %



Fonte: Direcional e BB-BI.

## Tese de Investimento

A tese da Direcional é caracterizada por atuação mais diversificada, atualmente com operações nos estados do Amazonas, Bahia, Ceará, Goiás, Minas Gerais, Pernambuco e Distrito Federal, além de estar presente também no Rio de Janeiro e São Paulo.

No geral, a companhia tem demonstrado alta capacidade de geração de valor em mercados fora do eixo RJ-SP, que contam com menor nível de concorrência por terrenos e disponibilização de empreendimentos, permitindo ganhos de margens relevantes. Além disso, a companhia pode direcionar seus esforços para regiões onde o apetite tem se demonstrado mais aquecido, com potencial de mitigar eventuais efeitos econômicos negativos pontuais em determinadas praças.

Como a Direcional conta com um banco de terrenos suficiente para cerca de 10 anos no ritmo atual de lançamentos, ela já se encontra bem posicionada para operar nesse cenário mais favorável para empreendimentos do segmento econômico em 2025. Além disso, a Direcional divulgou uma margem de 43,4% no 3T24, relativa aos empreendimentos já vendidos e que serão reconhecidos com a evolução das obras, significativamente acima da média do mercado e de sua própria margem bruta reconhecida nos últimos trimestres, mostrando um potencial de crescimento de rentabilidade para os próximos exercício.

## Riscos

(i) Escassez na disponibilidade de crédito nos programas habitacionais; (ii) aceleração nos custos de matéria-prima; (iii) atraso na aprovação dos projetos; (iv) crescimento do Brasil mais lento que o esperado, com impactos mais significativos no interior do país; (v) redução no ritmo de vendas de estoque; e (vi) ampliação da concorrência em regiões de atuação da companhia.

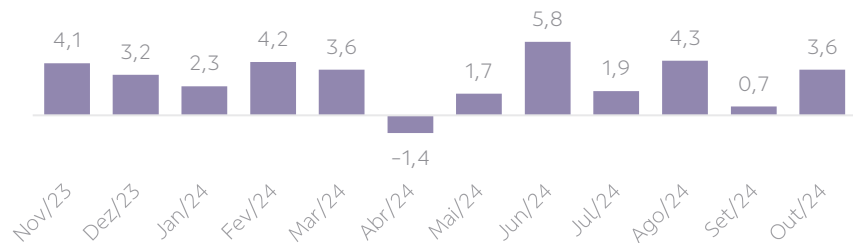
# Shoppings

Operacional do segmento está aquecido, com fluxo de visitantes crescente e reajuste de aluguéis retornando ao patamar positivo. Mas juros em alta e avanço do *e-commerce* são pontos de atenção.

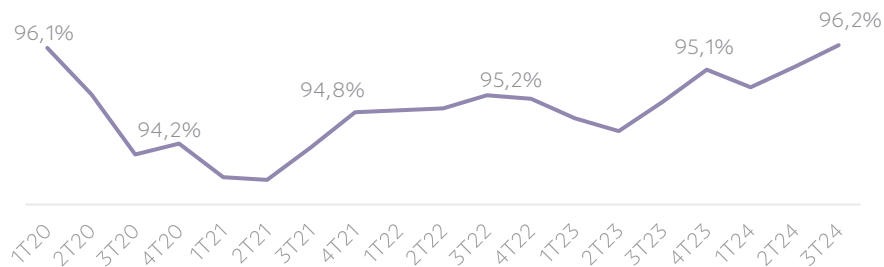


## Fluxo de visitas em shopping últimos 12 meses

% a/a



## Evolução da Taxa de Ocupação\*



Fonte: IPEC (Tendências), Abrasce, SBVC e BB-BI. \*Considerando média da variação histórica das companhias listadas e que compõe o Ibovespa.

O segmento de shoppings tem apresentado uma contínua adaptação do mix de lojas, buscando otimizar a combinação de produtos e serviços oferecidos e atrair um maior fluxo de pessoas, reduzindo participações de varejo e *fast-food*, e se moldando cada vez mais como complexos multiuso como uma resposta eficiente, por exemplo, aos avanços do *e-commerce* no Brasil.

Considerando as três principais companhias de capital aberto do setor (Allos, Iguatemi e Multiplan), tem sido observado evolução no faturamento dos lojistas, taxa de ocupação e receitas com estacionamento. As receitas com aluguéis também voltaram a crescer, após a estagnação ocasionada por uma janela finalizada em maio, de 14 leituras consecutivas em patamar negativo do IGP-DI, principal índice utilizado pelo setor no reajuste contratual dos lojistas.

No entanto, ainda enxergamos alguns desafios para os próximos anos. Por se tratar de um setor com uma das alavancagens médias mais elevadas da economia, o cenário de taxas de juros mais pressionada ao longo de 2025 deve elevar as despesas financeiras, pressionar a entrega de resultados no ano e até mesmo limitar o potencial de consumo das famílias. Há ainda o avanço no *e-commerce* no país, que praticamente dobrou sua participação no varejo nacional de 2018 para cá, segue em tendência de alta e exigirá constante adaptação do setor de shoppings para se manter competitivo.

Assim, de maneira geral, por mais que esperemos que o segmento de shoppings seguirá reportando resultados positivos em 2025, os pontos de atenção expostos acima pesam no processo de decisão de investimento, e por isso optamos por não indicar empresas do segmento na Seleção BB-BI 2025.



# Saúde

Dezembro 2024

Por **William Bertan, CNPI**

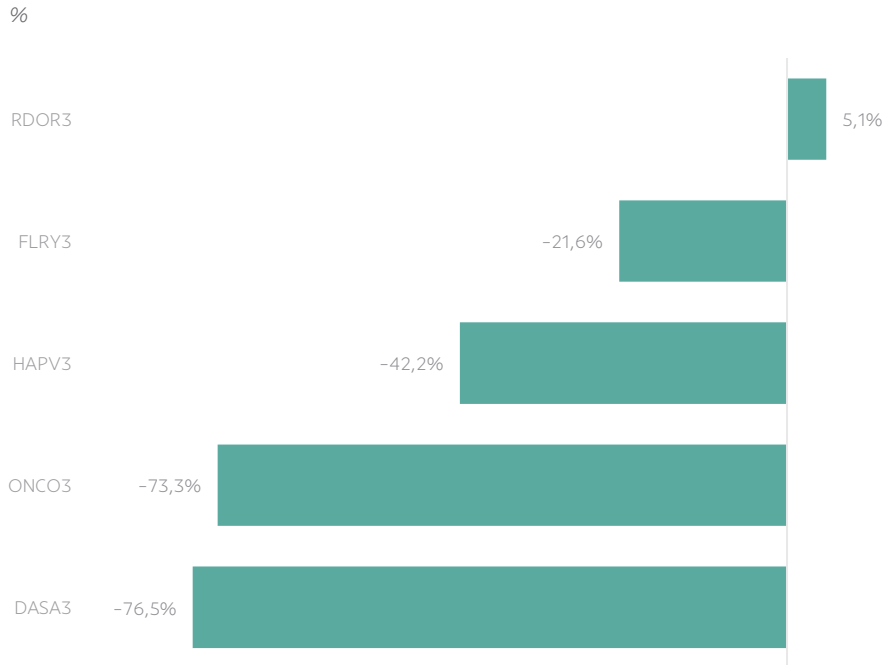


Empresa	Ticker	Última Cotação (R\$)	Preço-alvo Dez 2025 (R\$)	Potencial Valorização (%)	Recomendação	Valor Mercado (R\$ milhões)	Dív. Líquida (R\$ milhões)	P/L 2025e	P/L Média 5 anos	EV/EBITDA 2025e	EV/EBITDA Média 5 anos
DASA	DASA3	2,18	3,20	46,8%	Neutra	2.648,1	10.044,0	-	36,1	4,4	7,1
FLEURY	FLRY3	13,09	-	-	-	7.179,1	3.183,4	9,5	16,5	4,9	8,5
HAPVIDA	HAPV3	2,47	5,50	122,7%	Compra	18.547,1	4.077,5	9,5	35,7	4,8	16,5
ONCOCLINICAS	ONCO3	3,04	-	-	-	1.968,3	3.702,6	5,8	15,8	3,7	7,0
REDE D'OR SAO LUIZ	RDOR3	27,40	34,00	24,1%	Compra	62.657,9	4.324,8	14,5	29,7	7,5	14,3

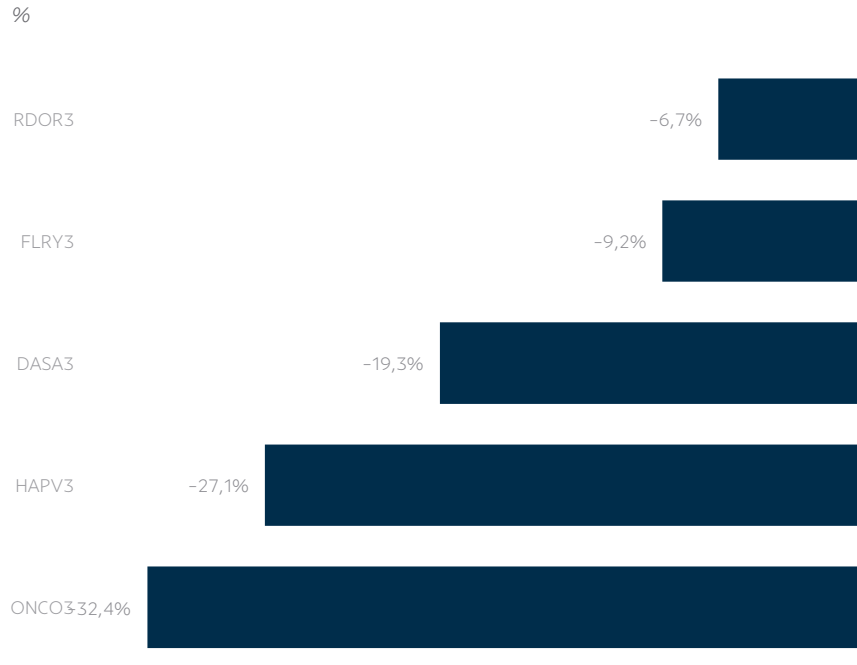
Fonte: Bloomberg, BB-BI. (Fechamento em 06/12/2024)



## Performance em 12 meses



## Performance 1 mês



Fonte: Bloomberg, BB-BI. (Fechamento em 06/12/2024)

# Saúde

A combinação da continuidade de reajustes de preços com o maior empenho na gestão de sinistros levou o índice de sinistralidade aos níveis pré-pandemia, possibilitando melhores resultados das companhias.



## Movimento mais benéfico...

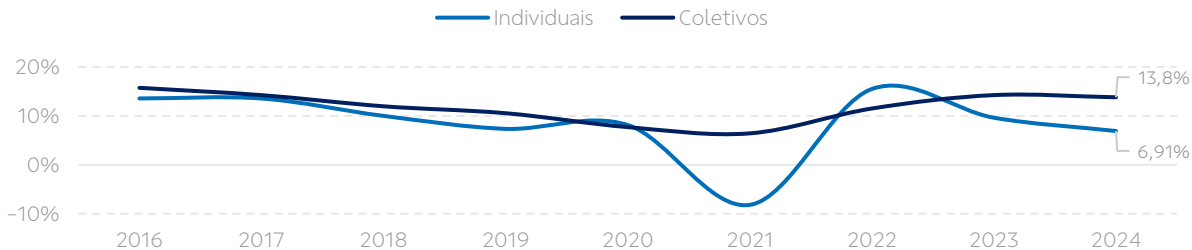
A continuidade na aplicação de reajustes de preços mais agressivos, embora levemente abaixo do observado em 2023, e a intensificação de esforços na gestão de sinistros, resultaram em níveis de sinistralidade mais baixos, próximos dos patamares pré-pandemia, e viabilizaram um reequilíbrio financeiro das companhias.

No ramo hospitalar, acordos para desenvolvimento e operação de unidades de atendimento se apresentaram como alternativa às aquisições para expansão da rede e captura de ganhos com sinergias. Esses acordos envolveram grandes companhias como Rede D'Or e Bradesco Seguros, com unidades já em operação, e Dasa e Amil, que aguardam a aprovação das autoridades competentes.

Fontes: ANS, Rede D'Or, Dasa, BB-BI.

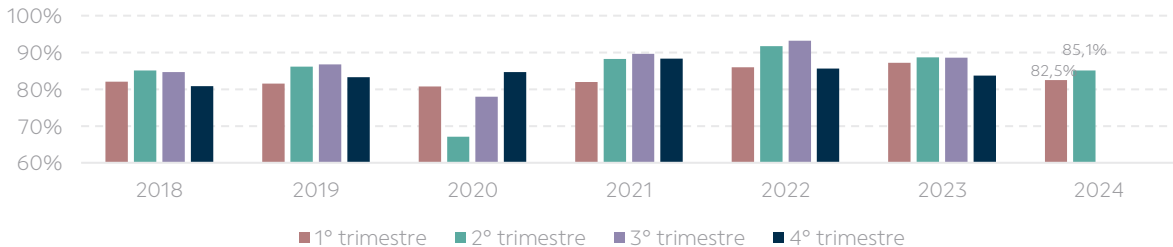
## Reajustes dos planos médico-hospitalares

Média anual. Em 2024, de janeiro a maio



## Sinistralidade

Somente operadoras médico-hospitalares



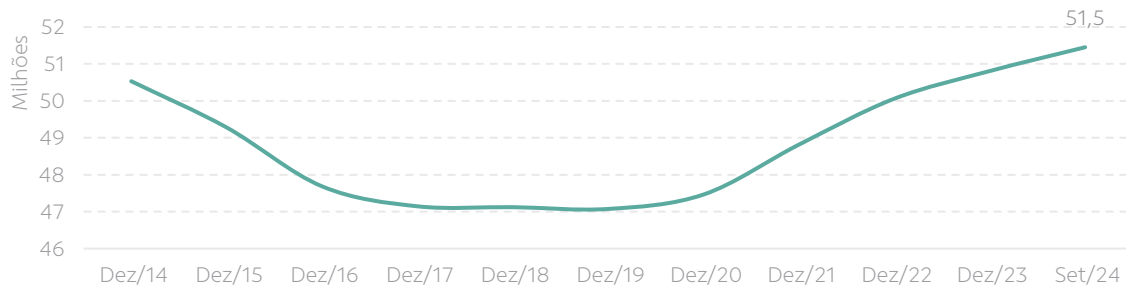
# Saúde

Apesar dos melhores resultados e do incremento de beneficiários no sistema, a retomada de alta da taxa de juros e o crescimento de demandas judiciais devem conter o momento mais construtivo.



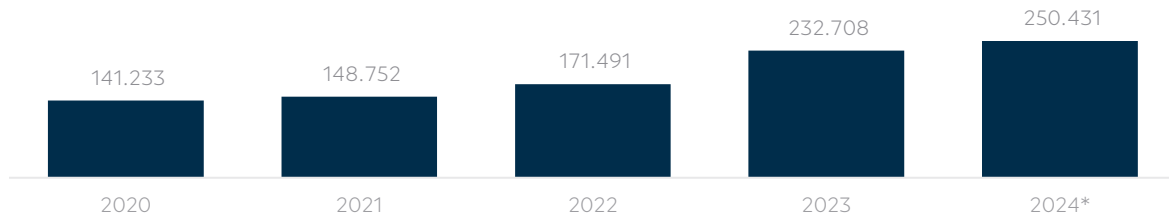
## Beneficiários de planos de saúde

Somente de planos médico-hospitalares



## Novos processos por ano

\*Dados parciais, até outubro de 2024



Fontes: ANS, CNJ, BB-BI.

## ...mas percalços pelo caminho

Em 2024, o número de beneficiários manteve a tendência de evolução e superou a marca de 51 milhões ainda no primeiro semestre, impulsionado por um mercado de trabalho aquecido, que favoreceu os planos coletivos empresariais.

Para 2025, destacamos entre os desafios que podem minimizar o movimento de retomada das companhias: (i) o avanço da taxa de juros, com seus impactos no resultado financeiro com aumento do custo de captação; e (ii) o crescimento relevante de processos judiciais, cujo reflexo no aumento de despesas e provisões já tem sido observado nos últimos resultados divulgados.





 **BB INVESTIMENTOS**

# Fundos Imobiliários

Dezembro 2024

Por **André Oliveira, CNPI-P**

menu

# Fundos Imobiliários

IFIX | Atividade aquecida não foi suficiente para manter IFIX em campo positivo em 2024, que reage a piora fiscal, inflação resiliente e retomada do ciclo de alta de juros. Para 2025, mercado segue desafiador, mas enxergamos *upside* para teses sólidas no longo prazo.

## 2025: ainda existem oportunidades

Em continuidade a melhora operacional dos FIIs e perspectiva de um ciclo de cortes de juros sequencial, 2024 se iniciou com um movimento positivo para o IFIX, inclusive atingindo a marca de mais de 2,7 milhões de investidores e com uma série de novas emissões, que projetavam a continuidade do movimento.

No entanto, com parte das projeções macroeconômicas não se concretizando, o mercado recalculou a rota, refletindo em uma desvalorização acumulada de 10,45% do índice nos 11 meses do ano, puxados, principalmente, pelos FIIs de tijolo.

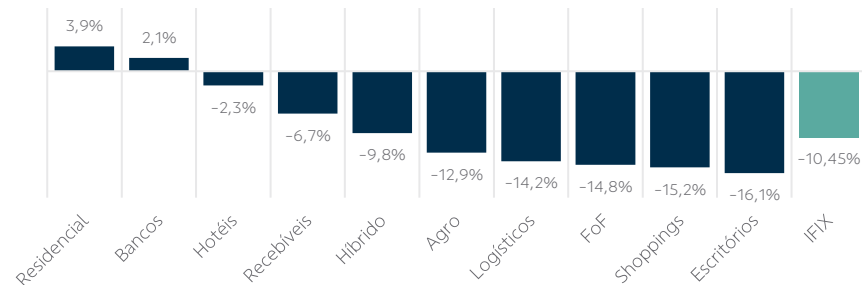
A atividade segue fortemente aquecida, o que julgamos positivo para FIIs de Tijolo, mas que traz consigo um elevado patamar inflacionário se considerado também o quadro fiscal doméstico. De acordo com o time de Macroeconomia do BB, o PIB deve crescer 3,5% em 2024 e 2,2% em 2025, refletindo as melhores condições de emprego e renda da população, além de uma aceleração do PIB Agro. No exterior, as iniciativas a serem adotadas pelo novo Presidente dos EUA Donald Trump e o tom de cautela a ser adotado pelo FED na política monetária, além da não resolução dos conflitos no leste europeu e no oriente médio, sugerem um dólar fortalecido frente as outras moedas e uma inflação global ainda resiliente.

Para 2025, as projeções indicam uma inflação se aproximando do teto da meta, refletindo em uma Selic terminal de 13,75%, o que deve continuar exercendo pressão no mercado de FIIs no curto prazo. Para teses sólidas, no entanto, enxergamos *upside* com viés de longo prazo.

Fonte: BB-BI, Anbima e Economatica. (1) acumulado até 05/12/2024.

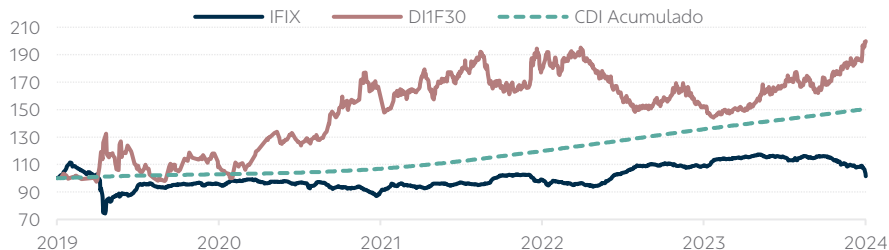
## Retorno por Segmento

Variação acumulada em 2024<sup>1</sup>



## DI 2030 x IFIX

Fechamento diário acumulado em Base 100



# Fundos Imobiliários

IFIX | Potencial de valorização? O mercado de Fundos Imobiliários tem uma correlação bastante próxima com a curva de juros real, mas o *spread* está no maior nível dos últimos anos, o que nos leva a acreditar em uma correção para a média (valorização das cotas) no médio e longo prazo.

## IFIX x NTN-B 2035

O *Dividend Yield* é calculado a partir da relação dos dividendos pagos em 12 meses sobre o preço da cota. Neste estudo, observamos que o DY médio dos FILs do IFIX se acentuou (pela desvalorização das cotas) assim como o prêmio da NTN-B35, que alcançou o patamar de IPCA+7% nos últimos dias.

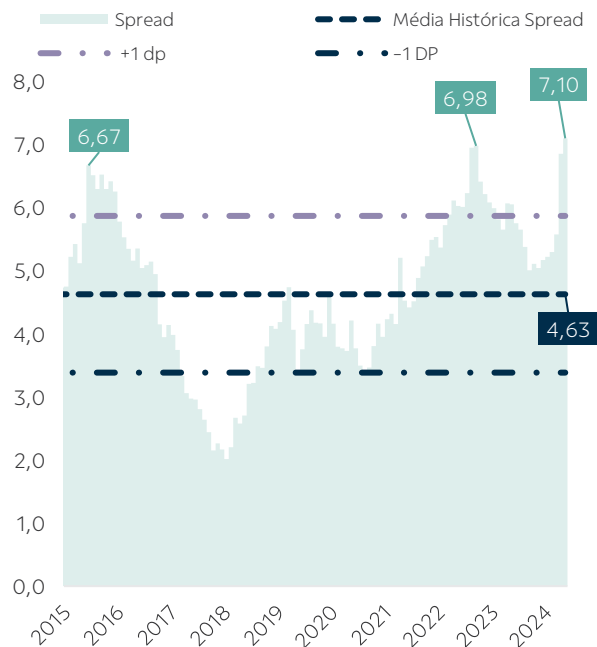
Mas será que movimento dos dois mercados foram na mesma intensidade? Na análise, observamos que o DY dos FILs se elevou muito mais que os prêmios da NTN-B, levando o *spread* (diferença entre eles) para seu maior nível desde a crise de crédito em fevereiro de 2023. Em nossa opinião, a tendência é de uma correção para a média, ou seja, uma valorização das cotas dos FILs, principalmente, daqueles que possuem boas teses.

Apesar de observarmos que boa parte dos segmentos seguem apresentando melhoras operacionais e evolução do valor patrimonial ao longo do tempo, a abertura na curva de juros tem deteriorado os preços das cotas, colocando a relação P/VP no menor patamar dos últimos 10 anos, o que indica um desconto interessante para a classe de FILs.

Fonte: BB-BI e Economática | Data base: 05/12/2024

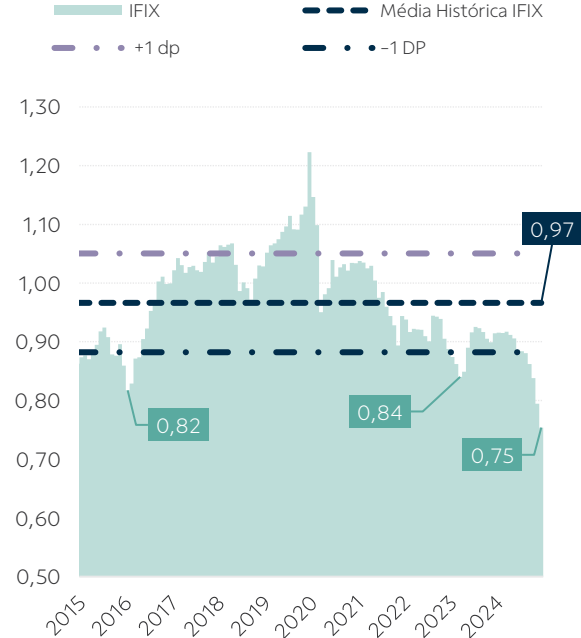
## Spread DY IFIX x NTN-B2035

% | Média



## Relação Preço/Valor Patrimonial

Em vezes | Média



# Agronegócio: RZTR11 – Riza Terrax

Embora 2024 tenha sido um ano bem desafiador para o agro, o RZTR11 detém uma forte estrutura de proteção contra inadimplência dos arrendatários. Além disso, a gestão ativa na compra e venda de fazendas tem elevado o yield médio dos contratos para patamar acima da Selic projetada e destravado valor não recorrente a ser pago.



<b>Patrimônio Líquido</b> R\$ 1,84 Bi	<b>Nº de Cotistas</b> 130,9 mil
<b>Liquidez Média</b> R\$ 5,26 Mi	<b>Relação P/VP</b> 0,87
<b>Cota Patrimonial</b> R\$ 97,77	<b>Cota a Mercado</b> R\$ 85,46
<b>Segmento</b> Agronegócio	<b>Gestor</b> Riza Asset

## Desempenho da cota

Período	Retorno	Div. Yld.
No mês	-3,01%	1,29%
6 meses	-4,25%	5,95%
12 meses	-5,63%	10,93%
No ano	-11,21%	10,39%

## Últimas atualizações

[Último Relatório Gerencial](#)  
[Flash de Mercado: RZTR11](#)  
[Outros Comunicados do Fundo](#)

## RZTR11

O fundo tem como principal objetivo gerar retorno através do arrendamento e da compra e venda de propriedades agrícolas em 3 diferentes estratégias: *Sale & Leaseback*, *Buy to Lease* e *Land Equity*. O RZTR11 tem foco nas regiões consolidadas de produção de grãos e fibras.

O fundo detém 22 propriedades rurais que somam uma área de 83 mil hectares. Cerca de 30% está alocado na estratégia *Buy to Lease* (adquire e arrenda a terra para um terceiro). Outros 51% estão alocados na estratégia *Sale & Leaseback* (adquire e arrenda de volta para o mesmo vendedor). A estratégia de *Land Equity* (adquire buscando retorno com a valorização das terras) responde por 16% do PL.

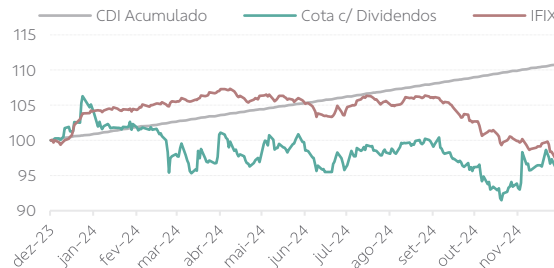
O *yield* médio dos contratos de arrendamento é de 15,24% a.a. e o prazo médio de vencimento destes é de 10 anos.

Nos últimos meses, o FII anunciou rescisão com nova locação na sequência, bem como algumas aquisições que elevaram o *yield* médio dos contratos. Além disso, os valores das vendas (fazenda Roma e Monte Cristo) se somarão aos dos arrendamentos, a fim de buscar uma maior estabilidade dos dividendos. Considerando que todas operações do fundo foram originadas a taxas pré-fixadas em níveis bastante atrativos, ainda vemos o RZTR como uma excelente opção dentro do segmento Agro, ainda que tenhamos juros altos por mais tempo.

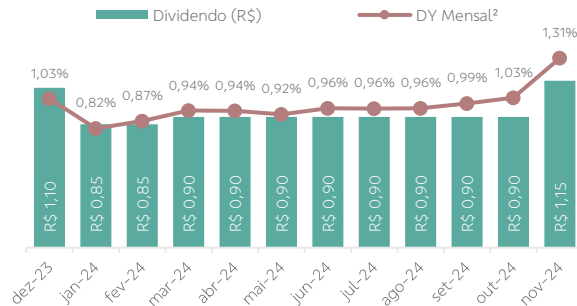
A gestão divulgou um *guidance* entre R\$ 1,05 e R\$ 1,25, equivalente a um DY de 15,5% com base no preço atual e bem acima da taxa Selic estimada para o fim de 2025.

## Retorno da Cota (vs IFIX)

Base 100 (últimos 12 meses)



## Rendimentos



Fonte: Economática (fechamento de 05/12/2024), BB-BI. <sup>1</sup>Média dos últimos 12 meses; <sup>2</sup>Com base no valor da cota no início do período

# Crédito Privado (Inflação): RECR11 – REC Recebíveis Imobiliários

O RECR11 é um dos FIs mais antigos do mercado e que carrega bom histórico de gestão. Atualmente, conta com mais de 100 ativos no portfólio, sendo a maioria com perfil *midle risk* e ajustados por IPCA. Entendemos que o desconto atual do FI é exagerado, visto que apenas 2,5% do PL conta com algum tipo de problema.



Patrimônio Líquido <b>R\$ 2,43 Bi</b>	Nº de Cotistas <b>170,8 mil</b>
Liquidez Média <b>R\$ 2,91 Mi</b>	Relação P/VP <b>0,78</b>
Cota Patrimonial <b>R\$ 92,08</b>	Cota a Mercado <b>R\$ 71,50</b>
Segmento <b>Recebíveis Imobiliários</b>	Gestor <b>REC Gestão/BRL Trust</b>

## Desempenho da cota

Período	Retorno	Div. Yld.
No mês	-6,29%	1,40%
6 meses	-14,62%	5,58%
12 meses	-4,56%	12,30%
No ano	-8,88%	10,97%

## Últimas atualizações

[Último Relatório Gerencial](#)  
[Bate-Papo BB-BI | RECR11](#)  
[Outros Comunicados do Fundo](#)

## RECR11

O objetivo do REC Recebíveis Imobiliários é o investimento e a gestão ativa de ativos de renda fixa de natureza imobiliária, com preponderância em Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs).

O fundo encerrou o último mês com 90% do PL investido em ativos-alvo, sendo 102 operações de CRIs (85% do PL), 13 fundos imobiliários (4% do PL) e um imóvel (3%). A maior parte das operações de CRI (80%) está indexada à Inflação (23% protegido contra deflação), com uma taxa média de IPCA + 8,25% e 4,1% a IGP-M + 9,39%. Outros 12% da carteira são indexados ao CDI, com uma taxa média de CDI + 4,93%.

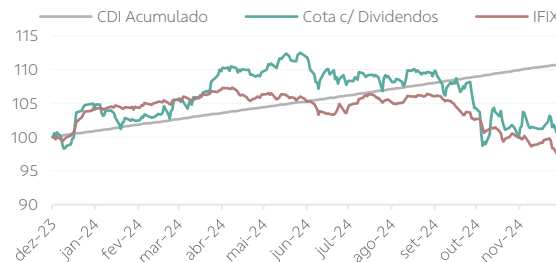
Há uma concentração da carteira em risco corporativo (65%), frente ao risco pulverizado (35%). Quanto aos segmentos, há concentração em Incorporação (25%), Loteamento (23%) e Hotel (15%), cuja demanda é mais influenciada pela variação nas taxas de juros, emprego e renda.

O FI tem 3 operações que requerem maior atenção, sendo uma delas inadimplente; no entanto, os ativos possuem algumas garantias envolvidas e representam apenas 2,5% do PL do fundo.

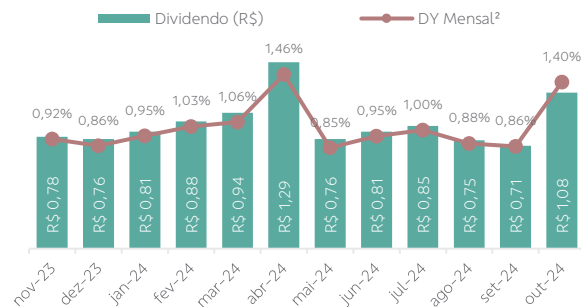
Assim, em razão da diversificação do fundo, do bom carregamento e projeção de IPCA para 2025, entendemos que o RECR11 permanece como uma boa relação risco x retorno. Ademais, dado seu patamar atual de desconto, se classifica como uma boa oportunidade tanto para renda quanto para ganho de capital.

## Retorno da Cota (vs IFIX)

Base 100 (últimos 12 meses)



## Rendimentos



Fonte: Economática (fechamento de 05/12/2024), BB-BI. <sup>1</sup>Média dos últimos 12 meses; <sup>2</sup>Com base no valor da cota no início do período

# Crédito Privado (CDI/IPCA): KNSC11 – Kinea Securities

Com uma carteira quase que dividida igualmente entre IPCA e CDI, o KNSC11 se apresenta como uma alternativa interessante para 2025 após desvalorização recente.



Patrimônio Líquido <b>R\$ 1,8 Bi</b>	Nº de Cotistas <b>180,6 mil</b>
Liquidez Média <b>R\$ 5,93 Mi</b>	Relação P/VP <b>0,93</b>
Cota Patrimonial <b>R\$ 8,89</b>	Cota a Mercado <b>R\$ 8,23</b>
Segmento <b>Recebíveis Imobiliários</b>	Gestor <b>Kinea Investimentos</b>

## Desempenho da cota

Período	Retorno	Div. Yld.
No mês	-3,63%	0,93%
6 meses	-3,47%	5,75%
12 meses	4,99%	11,50%
No ano	0,97%	11,15%

## Últimas atualizações

[Último Relatório Gerencial](#)  
[Outros Comunicados do Fundo](#)

## KNSC11

Com início em outubro de 2020, o fundo é destinado ao público geral e seu portfólio é dedicado ao investimento em papéis de natureza Imobiliária, especialmente em CRIs e Cotas de Fil. Após a 5ª Emissão de Cotas, o fundo detém mais de R\$ 1,8 bilhão de patrimônio líquido alocado em 81 CRIs distintos e cotas de outros FILs.

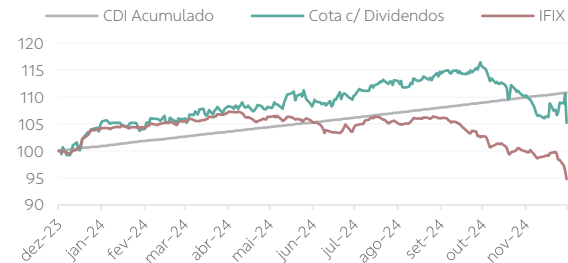
Em relação a parcela investida em CRI, 51% estão indexados a IPCA + 7,62% a.a. (+9,39% MtM) e 35% em CDI + 3,45% a.a. (+3,38% MtM), totalizando uma *duration* média de 3,7 anos. A carteira de CRIs é bem diversificada entre segmentos, com exposição máxima de 4,1% em um único título e boas garantias. O fundo ainda conta com uma posição em Caixa e aplicações em LCI que totalizam 13,4% do PL, que pode ser utilizado para capturar algumas oportunidades neste momento de alta de prêmios a fim de elevar o carregamento do fundo.

A grande diversificação e o bom *track record* da gestora refletem em uma carteira sem qualquer evento financeiro negativo até o momento; no entanto, o fundo aprovou uma concessão de *waiver* para um CRI que responde por 2,1% do PL.

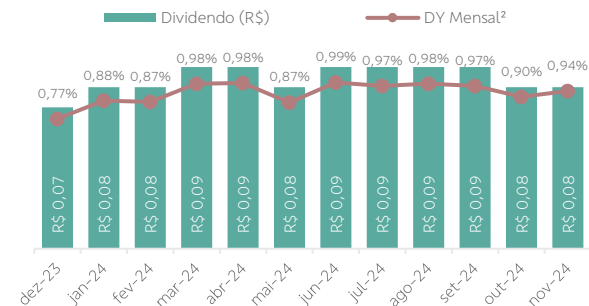
Por se tratar de um fundo com exposição a IPCA, boa parte das leituras do índice somente influenciam os dividendos com defasagem de 2 meses, movimento que trouxe alguma pressão vendedora pro KNSC nos últimos meses. Em nossa opinião, considerando a expectativa de inflação e juros para 2025, o bom carregamento do KNSC e o bom histórico de gestão da Kinea, esse desconto pode ser encarado como uma oportunidade de bons rendimentos e algum potencial de valorização de cota.

## Retorno da Cota (vs IFIX)

Base 100 (últimos 12 meses)



## Rendimentos



Fonte: Economática (fechamento de 05/12/2024), BB-BI. <sup>1</sup>Média dos últimos 12 meses; <sup>2</sup>Com base no valor da cota no início do período

# Híbrido: TRXF11 – TRX Real Estate

Classificado como híbrido, o portfólio do fundo é basicamente de ativos com estratégia de Renda Urbana alugados para grandes varejistas de alimentos por longo período e ajustados por IPCA. Vale ressaltar que o fundo está desenvolvendo o Hospital Albert Einstein, que deve destravar valor nos próximos anos.



<b>Patrimônio Líquido</b> R\$ 2,09 Bi	<b>Nº de Cotistas</b> 184,5 mil
<b>Liquidez Média</b> R\$ 6,23 Mi	<b>Relação P/VP</b> 0,89
<b>Cota Patrimonial</b> R\$ 104,55	<b>Cota a Mercado</b> R\$ 93,50
<b>Segmento</b> Híbrido	<b>Gestor</b> Trx Gestora

## Desempenho da cota

Período	Retorno	Div. Yld.
No mês	-8,22%	0,90%
6 meses	-8,55%	5,28%
12 meses	-2,70%	11,06%
No ano	-6,31%	10,81%

## Últimas atualizações

[Último Relatório Gerencial](#)  
[Bate-Papo BB-BI | TRXF11](#)  
[Outros Comunicados do Fundo](#)

## TRXF11

O fundo busca rentabilizar seus cotistas através da gestão ativa que busca maximizar seu retorno por meio da aquisição, desenvolvimento e venda de ativos locados para grandes empresas com contratos de longo prazo.

O fundo detém um Patrimônio de R\$ 2,1 bilhões investidos em 56 imóveis (direta e indiretamente) em 12 estados diferentes, sendo quase a metade em SP (40%).

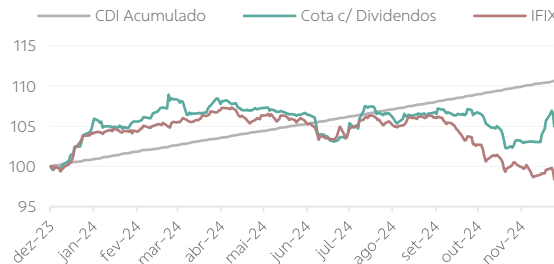
O TRX Real Estate possui uma concentração bem elevada em inquilinos do segmento varejo, mais especificamente de grandes redes de supermercados como Mateus (18% da receita) e Assai (32% da receita) e, mais recentemente, adquiriu um projeto *Buit-To-Suit* do Hospital Albert Einstein, que ainda não coopera no recebimento do fundo, mas deve destravar algum valor à medida em que as obras avancem.

Apesar de certa concentração, quase todos os contratos são longos, ajustados por IPCA e atípicos, trazendo uma previsibilidade para as receitas e uma proteção em caso de rescisão antecipada.

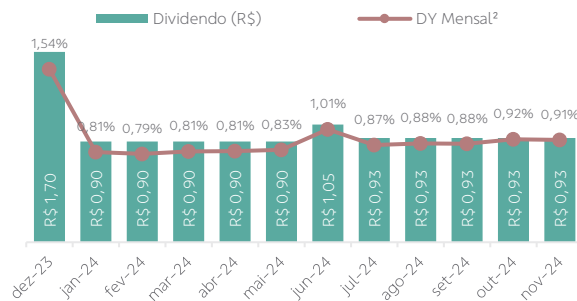
Nos últimos 12 meses, o FII concentrou esforços em realizar reciclagens, somando aproximadamente R\$ 745 milhões em vendas e R\$ 1,25 bilhão novas aquisições, todas com pagamentos a prazo. Esses movimentos possibilitaram um incremento na diversificação e projeção de dividendo entre R\$ 0,90 e R\$ 0,93 até junho de 2025, e um pagamento extraordinário entre R\$ 1,50 e R\$ 2,50 em dezembro de 2024.

## Retorno da Cota (vs IFIX)

Base 100 (últimos 12 meses)



## Rendimentos



Fonte: Economática (fechamento de 05/12/2024), BB-BI. <sup>1</sup>Média dos últimos 12 meses; <sup>2</sup>Com base no valor da cota no início do período

# Híbrido: GARE11 – Guardian Real Estate

O GARE11 possui uma estratégia que traz conforto para o cotista: ativos com potencial de valorização alugados com contratos atípicos ajustados por inflação para inquilinos renomados. Assim, além da estabilidade de dividendos, há ainda a possibilidade de venda dos ativos e incremento dos dividendos.



Patrimônio Líquido <b>R\$ 1,13 Bi</b>	Nº de Cotistas <b>272,8 mil</b>
Liquidez Média <b>R\$ 7,17 Mi</b>	Relação P/VP <b>0,91</b>
Cota Patrimonial <b>R\$ 9,00</b>	Cota a Mercado <b>R\$ 8,20</b>
Segmento <b>Híbrido</b>	Gestor <b>Guardian Gestora S.A.</b>

## Desempenho da cota

Período	Retorno	Div. Yld.
No mês	-6,90%	1,03%
6 meses	-3,58%	5,91%
12 meses	0,47%	11,43%
No ano	-1,15%	11,34%

## Últimas atualizações

[Último Relatório Gerencial](#)  
[Bate-Papo BB-BI | GARE11](#)  
[Outros Comunicados do Fundo](#)

## GARE11

Antigo GALG11, o fundo passou a ter uma estratégia híbrida em fevereiro de 2024: aloca seus recursos em ativos logísticos e de renda urbana, bem localizados e para excelentes inquilinos, com estabilidade e previsibilidade de resultados.

O Patrimônio Líquido do fundo é R\$ 1,1 bilhão distribuído em 5 imóveis logísticos e 20 ativos de renda urbana, sendo a BAT (tabaco), BRF (alimentos), Air Liquide (saúde) e o Almanara (alimentos) como locatários dos galpões (50% do fundo), e o Grupo Mateus e o Pão de Açúcar como inquilinos dos imóveis de renda urbana (50% do fundo).

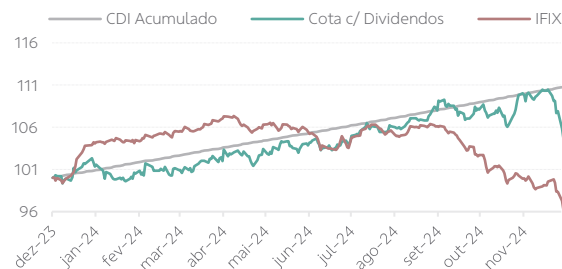
Todos os contratos são longos, com prazo médio de 14,8 anos, e todos também são atípicos. O fundo possui alavancagem controlada em torno de 23% (após a mais recente emissão), sendo todas as dívidas já em período de amortização e casadas com as operações de cada ativo, refletindo em uma proteção em caso de rescisão antecipada.

Além disso, recentemente, anunciou propostas para venda da loja do GPA em Campinas (SP) e o galpão da BRF em Pernambuco, ambos com lucro, e aquisição de 15 lojas Atacadão (Grupo Carrefour) com contratos atípicos de 13 anos, podendo chegar a 23 anos ao todo.

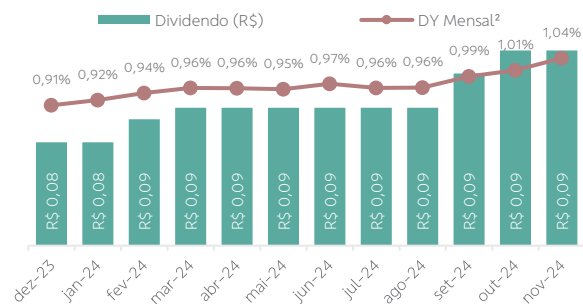
De acordo com a gestora, essas movimentações poderiam ser feitas sem necessidade nova emissão; no entanto, agora em novembro foi realizada a 6ª emissão, com um total de R\$ 194 milhões captados. A gestão divulgou *guidance* entre R\$ 0,085 e R\$ 0,092 até dezembro.

## Retorno da Cota (vs IFIX)

Base 100 (últimos 12 meses)



## Rendimentos



Fonte: Economática (fechamento de 05/12/2024), BB-BI. <sup>1</sup>Média dos últimos 12 meses; <sup>2</sup>Com base no valor da cota no início do período



# Logístico: BTLG11 – BTG logística

O BTLG11 é o quinto mais representativo FII do IFIX e segundo do segmento logístico. Atualmente, o FII possui um portfólio de qualidade, sendo 72% em raio 60km de São Paulo, com diversificação em 73 inquilinos diferentes, se consolidando com uma excelente opção tanto para renda, como para ganho de capital.



Patrimônio Líquido <b>R\$ 4,49 Bi</b>	Nº de Cotistas <b>365,8 mil</b>
Liquidez Média <b>R\$ 9,63 Mi</b>	Relação P/VP <b>0,83</b>
Cota Patrimonial <b>R\$ 103,93</b>	Cota a Mercado <b>R\$ 86,45</b>
Segmento <b>Logísticos</b>	Gestor <b>BTG Pactual Gestora</b>

## Desempenho da cota

Período	Retorno	Div. Yld.
No mês	-9,00%	0,81%
6 meses	-10,25%	4,58%
12 meses	-5,19%	9,24%
No ano	-9,27%	8,17%

## Últimas atualizações

[Último Relatório Gerencial](#)  
[Outros Comunicados do Fundo](#)

## BTLG11

O Fundo BTG Pactual Logística tem por objeto a obtenção de renda e ganho de capital por meio da exploração de empreendimentos imobiliários focados em operações no segmento de logística.

Atualmente, o patrimônio líquido do fundo é de quase de R\$ 4,5 bilhões e, nos últimos 2 anos, este vem se consolidando como um dos maiores FIIs do segmento de logística do mercado.

Após a 13ª oferta, o fundo realizou a aquisição de 14 ativos e venda de outros 2, passando a deter, de forma direta ou indireta, 36 imóveis sendo cinco deles em processo de venda, que totalizam uma ABL total de 1.300 mil<sup>2</sup>, sendo que 90% desta área está localizada dentro do estado de São Paulo, principal mercado do país.

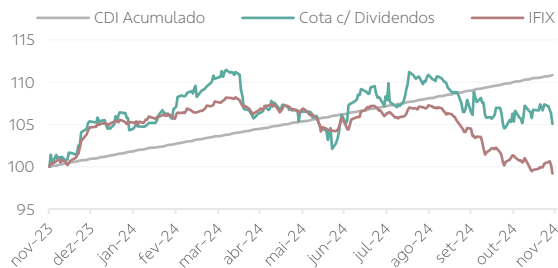
Em relação aos contratos de locação, há um certo equilíbrio entre as modalidades, sendo que 32% destes são atípicos e 68% típicos, sendo a maior parte destes contratos (97%) reajustados pelo IPCA com um prazo médio dos de 5,2 anos.

Além da grande diversificação de inquilinos (73), os imóveis que integram o portfólio do fundo, no geral, são de boa qualidade e estão muito bem localizados (32% da receita de galpões até 30km de SP), o que contribui para a baixa taxa de vacância do fundo (1,4%).

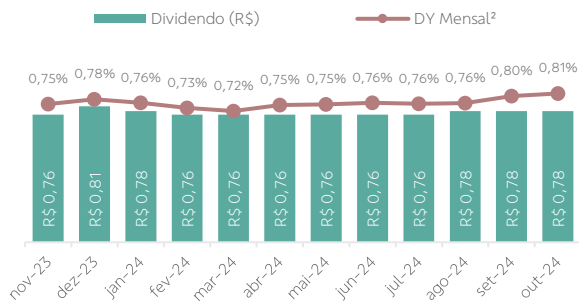
Logo, diante do cenário adverso que se desenha e o desconto que o BTLG negocia, classificamos o FII como uma boa opção de rendimento ajustado por inflação, com potencial de valorização da cota.

## Retorno da Cota (vs IFIX)

Base 100 (últimos 12 meses)



## Rendimentos



Fonte: Economática (fechamento de 05/12/2024), BB-BI. <sup>1</sup>Média dos últimos 12 meses; <sup>2</sup>Com base no valor da cota no início do período

# Residencial: MFII11 – Mérito Desenvolvimento

O Mérito Desenvolvimento Imobiliário tem como foco o desenvolvimento residencial econômico e na cidade de São Paulo. Dados de emprego e renda, e um programa habitacional robusto, consolidam o MFII11 como uma das melhores opções no segmento de desenvolvimento.



<b>Patrimônio Líquido</b> R\$ 561 Milhões	<b>Nº de Cotistas</b> 32,8 mil
<b>Liquidez Média</b> R\$ 1359 MIL	<b>Relação P/VP</b> 0,79
<b>Cota Patrimonial</b> R\$ 107,58	<b>Cota a Mercado</b> R\$ 85,22
<b>Segmento</b> Incorporação Residencial	<b>Gestor</b> Mérito Investimentos

## Desempenho da cota

Período	Retorno	Div. Yld.
No mês	-8,79%	1,25%
6 meses	-10,84%	6,91%
12 meses	8,16%	15,66%
No ano	3,90%	15,22%

## Últimas atualizações

[Último Relatório Gerencial](#)  
[Bate-Papo BB-BI | MFII11](#)  
[Flash de Mercado: MFII11](#)  
[Outros Comunicados do Fundo](#)

Fonte: Economática (fechamento de 05/12/2024), BB-BI. <sup>1</sup>Média dos últimos 12 meses; <sup>2</sup>Com base no valor da cota no início do período

## MFII11

O Mérito Desenvolvimento Imobiliário tem por objetivo a aquisição de participações em empreendimentos imobiliários residenciais desenvolvidos em parceria com incorporadoras de excelência comprovada e desenvolvimento de projetos de urbanização.

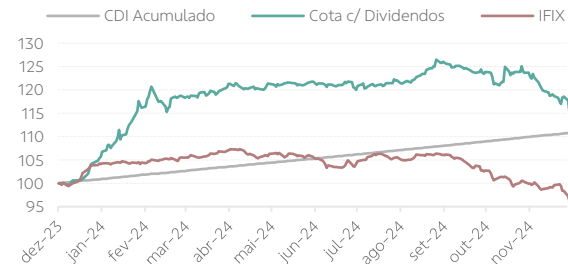
A carteira do MFII11 possui ativos em cinco estados brasileiros nas regiões Sudeste, Nordeste e Sul do país. Ao todo, são 29 empreendimentos residenciais com foco no mercado de baixa a média renda, sendo 6 já concluídos, 12 em fase de obras e 10 em pré-lançamento.

Além dos projetos residenciais, o fundo também detém uma participação relevante, quase 30% do PL, na SPE Consórcio Cortel SP S.A. (participação indireta via FII Mérito Cemitérios), que recentemente arrematou o Bloco 2 da concessão dos serviços cemitérios que envolvem a gestão, operação, revitalização e prestação de serviços funerários na cidade de São Paulo pelo prazo de 25 anos.

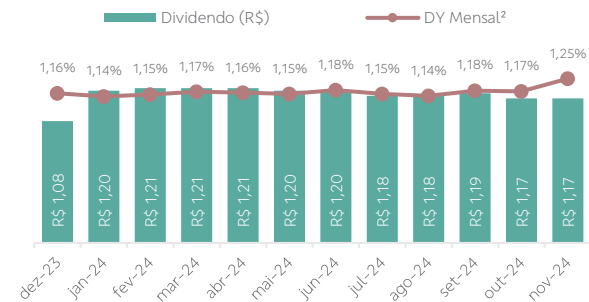
A distribuição do capital entre projetos em fase de pré-lançamento, em obras e concluídos faz parte da estratégia elaborada de forma a equilibrar as entradas e saídas de caixa do Fundo ao longo do tempo. Em nossa opinião, diante de custos mais estáveis, maior acessibilidade da população e melhora do programa Minha Casa Minha Vida (95% do VGV total do FII), a atratividade do MFII segue aumentando tanto como opção para renda, quanto para ganho de capital considerando a queda recente da cota.

## Retorno da Cota (vs IFIX)

Base 100 (últimos 12 meses)



## Rendimentos



# Shopping Centers: HGBS11 – Hedge Brasil Shopping

O HGBS11 é um dos fundos mais antigos do mercado (17 anos) e consolidado dentro do segmento de shoppings centers. A grande diversificação de ativos e uma gestão eficiente favorece bons indicadores operacionais ao FII, que pode entregar um DY em torno de 9,2% em 2025, bastante atrativo para o segmento.



<b>Patrimônio Líquido</b> R\$ 2,86 Bi	<b>Nº de Cotistas</b> 126,0 mil
<b>Liquidez Média</b> R\$ 3,50 Mi	<b>Relação P/VP</b> 0,80
<b>Cota Patrimonial</b> R\$ 224,49	<b>Cota a Mercado</b> R\$ 180,00
<b>Segmento</b> Shopping/Varejo	<b>Gestor</b> Pátria Investimentos

## Desempenho da cota

Período	Retorno	Div. Yld.
No mês	-5,96%	0,84%
6 meses	-11,85%	4,55%
12 meses	-11,34%	9,18%
No ano	-14,19%	8,96%

## Últimas atualizações

[Último Relatório Gerencial](#)  
[Flash de Mercado: HGBS11](#)  
[Outros Comunicados do Fundo](#)

## HGBS11

O HGBS11 tem como objetivo auferir rendimentos pela exploração comercial de participações em shoppings localizados em regiões com área de influência de, no mínimo, 500 mil habitantes e administrados por empresas especializadas, atuando de forma ativa na gestão da carteira.

O Fundo encerrou o último mês com investimentos em 19 shopping centers, distribuídos em 14 cidades e 6 estados, sendo 14 detidos de forma direta, 4 detidos através de cotas de outros FIIs (HPDP11, FVPQ11, FLRP11 e ABCP11), 1 detido parte de forma direta e parte em cotas de WPLZ11.

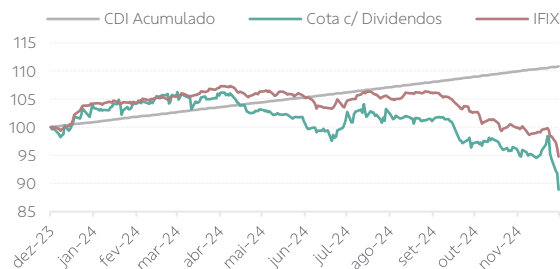
Desse portfólio completo, a concentração segue em São Paulo (87%), principalmente, depois da aquisição do Shoppings Jardim Sul (SP), no qual elevou sua participação para 90% do ativo.

O HGBS apresenta bons indicadores operacionais, com ocupação em 94,4% e números robusto de vendas e NOI por m<sup>2</sup> em relação a 2023.

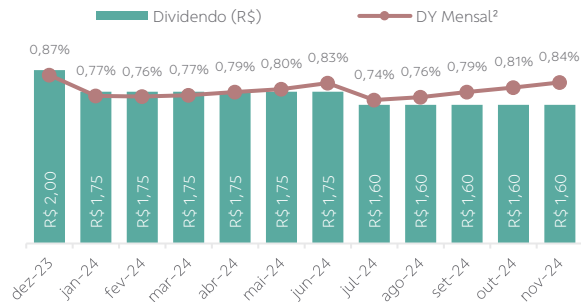
Ao longo do último mês, o fundo vendeu participação em FIIs com ganho de capital (R\$ 0,18/cota) e recebeu nova parcela de reciclagens antigas (R\$0,55/cota), refletindo em uma recomposição dos resultados acumulados e um *guidance* de dividendos de R\$ 1,60 por cota no 2S24. Adicionalmente, o HGBS realizou sua 10ª Emissão com objetivo melhorar e expandir o portfólio, dando como *guidance* o montante de R\$ 1,60 por cota no 1S25. Assim, em virtude da boa diversificação de ativos, melhora dos indicadores operacionais e potencial de reciclagens à frente, seguimos confiantes com o HGBS.

## Retorno da Cota (vs IFIX)

Base 100 (últimos 12 meses)



## Rendimentos



Fonte: Economática (fechamento de 05/12/2024), BB-BI. <sup>1</sup>Média dos últimos 12 meses; <sup>2</sup>Com base no valor da cota no início do período

# Disclaimer

## Informações relevantes.



Este é um relatório público e foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. ("BB-BI"). As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, a princípio, fidedignas e de boa-fé. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não sejam incertas ou equivocadas, no momento de sua publicação, o BB-BI não garante que tais dados sejam totalmente isentos de distorções e não se compromete com a veracidade dessas informações. Todas as opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e derivam do julgamento de nossos analistas de valores mobiliários ("analistas"), podendo ser alteradas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança. Os analistas podem interagir com outras áreas do Conglomerado do Banco do Brasil S.A. ("Grupo") com a finalidade de somente colherem informações abrangentes de mercado que contribuam para que a área de análise de valores mobiliários, a quem compete exclusivamente a atribuição de seleção dos valores mobiliários para análise, eleja o rol seu de ativos de cobertura. Quaisquer divergências de dados neste relatório podem ser resultado de diferentes formas de apresentação, cálculo e/ou ajustes, como também podem trazer divergência ou contrariedade às opiniões expressas por outras áreas do Grupo.

Este material tem por finalidade apenas informar e servir como instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como material promocional, recomendação, oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É recomendada a leitura dos prospectos, regulamentos, editais e demais documentos descritivos dos ativos antes de investir, com especial atenção ao detalhamento do risco do investimento. Investimentos nos mercados financeiros e de capitais estão sujeitos a riscos de perda superior ao capital investido. Os investidores não devem considerar este relatório como único critério de decisão de alocação, não devendo ser compreendido como o único parâmetro para o exercício do seu julgamento, uma vez que as estratégias e instrumentos abordados podem não ser adequados e elegíveis para determinadas categorias de investidores. Antecedendo a qualquer deliberação, os investidores devem avaliar minuciosamente a aderência dos valores mobiliários aos seus objetivos de investimento e níveis de tolerância de risco ("Suitability"). A rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura. O BB-BI não garante o lucro e não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas nesse material. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do artigo 22 da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, o BB-BI declara a todos que utilizam seus relatórios de análise, que identifica as seguintes situações com potencial de afetar a imparcialidade dos relatórios ou de configurar conflito de interesses:

- 1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Grupo pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).
- 2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado; o Grupo pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.
- 3 - O Banco do Brasil S.A. detém indiretamente 5% ou mais, por meio de suas subsidiárias, de participação acionária no capital da Cielo S.A., companhia brasileira listada na bolsa de valores e que pode deter, direta ou indiretamente, participações societárias em outras companhias cobertas pelo BB-BI.

# Disclaimer

Informações relevantes: analistas de valores mobiliários.



## Declarações dos Analistas

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

- As recomendações contidas neste relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.
- Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para a(s) companhia(s) emissora(s) objeto do relatório de análise ou pessoas a ela(s) ligadas.

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

Analistas	Itens			
	1	2	3	4
Andréa Aznar	-	-	-	-
Carlos André Oliveira	X	-	-	-
Daniel Cobucci	-	-	-	-
Felipe Mesquita	X	-	-	-
Fernando Cunha Filho	X	-	-	-
Georgia Jorge	X	-	-	-
Luan Calimério	X	-	-	-
Mary Silva	X	-	-	-

Analistas	Itens			
	1	2	3	4
Melina Constantino	X	-	-	-
Rafael Dias	X	-	-	-
Rafael Reis	-	-	-	-
Victor Penna	X	-	-	-
Viviane Silva	-	-	-	-
Wesley Bernabé	X	-	-	-
William Bertan	X	-	-	-

# Disclaimer

Informações relevantes: analistas de valores mobiliários.



- 1 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.
- 2 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.
- 3 – O(s) analista(s) tem vínculo com pessoa natural que trabalha para a(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.
- 4 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, estão, direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação de valores mobiliários da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

## RATING

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

# Disclaimer

Mercado de Capitais | Equipe de Research



Diretor Presidente BB-BI

Geraldo Morete Júnior

[analises@bb.com.br](mailto:analises@bb.com.br)

## Gerentes da Equipe de Pesquisa

Victor Penna

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

Wesley Bernabé, CFA

[wesley.bernabe@bb.com.br](mailto:wesley.bernabe@bb.com.br)

## Renda Variável

### Agronegócios, Alimentos e Bebidas

Georgia Jorge

[georgiadaj@bb.com.br](mailto:georgiadaj@bb.com.br)

### Bancos

Rafael Reis

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

### Imobiliário

Felipe Mesquita

[felipemesquita@bb.com.br](mailto:felipemesquita@bb.com.br)

### Óleo e Gás

Daniel Cobucci

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

### Serviços Financeiros e Saúde

William Bertan

[williambertan@bb.com.br](mailto:williambertan@bb.com.br)

### Sid. e Min, Papel e Celulose

Mary Silva

[mary.silva@bb.com.br](mailto:mary.silva@bb.com.br)

### Transporte e Logística

Luan Calimério, CFA

[luan.calimerio@bb.com.br](mailto:luan.calimerio@bb.com.br)

### Utilities

Rafael Dias

[rafaeldias@bb.com.br](mailto:rafaeldias@bb.com.br)

### Varejo

Andréa Aznar

[andrea.aznar@bb.com.br](mailto:andrea.aznar@bb.com.br)

## Fundos Imobiliários

André Oliveira

[andre.oliveira@bb.com.br](mailto:andre.oliveira@bb.com.br)

## Renda Fixa

Viviane Silva

[viviane.silva@bb.com.br](mailto:viviane.silva@bb.com.br)

Melina Constantino

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

Fernando Cunha Filho

[fernandocunha@bb.com.br](mailto:fernandocunha@bb.com.br)