

## Estratégia

### O caminho não é fácil, mas cenário brasileiro certamente está melhorando; Estamos introduzindo o preço-alvo de 142 mil pontos para o Ibovespa para final de 2024

**O que temos de novo?** Estamos introduzindo o preço-alvo de 142 mil pontos para o Ibovespa para o final de 2024, o que implica numa valorização potencial de 26% sobre os níveis atuais. Em nossa estimativa, assumimos um cenário de crescimento de 2,5% para o PIB para o próximo ano, em que vemos uma composição favorável, ocasionada por uma alta dos investimentos e do consumo das famílias. Nosso time de macroneconomia projeta uma inflação desacelerando para 3,3% e a continuidade do ciclo de corte de juros levando a Selic para 8,75% ao final de 2024, o que contribui para esse cenário mais positivo. Entendemos que as perspectivas dos mercados globais ainda são desafiadoras e que a disciplina fiscal é fundamental para garantir uma perspectiva favorável. Utilizamos a análise Top Down para o cálculo do nosso preço-alvo para o Ibovespa, considerando um múltiplo-alvo Preço/Lucro 2025e de 8,6x, um desconto de ~22% para sua média histórica de 10 anos de 11x.

**Melhor composição da atividade econômica doméstica?** Acreditamos que o processo de desinflação em curso vai possibilitar uma taxa Selic mais baixa no próximo ano, que provavelmente impulsionará o crédito e ajudará a elevar o consumo. O impulso do crédito combinado com o aumento na confiança das empresas poderá criar um cenário favorável para os investimentos. Nossa equipe de macroneconomia acredita que a composição do PIB de 2024 será muito mais sólida que no ano anterior. Além do bom desempenho do agronegócio, o consumo e os investimentos serão destaques e levarão o PIB a um crescimento de 2,5%.

**O desempenho da economia internacional poderia ser um risco?** A economia na Zona do Euro deve seguir apresentando um desempenho fraco, com inflação persistentemente elevada e juros também em um patamar alto. Enquanto isso, os EUA devem apresentar um leve crescimento em 2024, com sua atividade ainda mostrando resiliência apesar dos juros elevados. Adicionalmente, o conflito no Oriente Médio representa um risco para os preços do petróleo, podendo alterar a trajetória de desaceleração da inflação no mundo. Essa situação deve levar o Fed a manter as taxas de juros em patamares altos por um período maior e poderia afetar a atratividade de mercados emergentes, como o Brasil. Falando sobre China, os últimos dados da economia do país se mostraram mais positivos, sinalizando o início de uma recuperação de curto prazo, porém, sem mudar a tendência de desaceleração de sua atividade de médio e longo prazo.

**Acreditamos que os ativos brasileiros carregam um prêmio decente e boa parte dos riscos das políticas fiscal doméstica e monetária nos EUA e Europa parecem estar no preço.** Apesar dos riscos acima mencionados do cenário internacional, que também implicam prêmios de risco de mercado mais altos, acreditamos que o cenário macro do Brasil deve ser atraente com base em fundamentos melhores. Entendemos que a busca pelo equilíbrio fiscal no Brasil poderia implicar em maiores impostos corporativos, embora essas medidas não seriam garantia para o governo atingir a sua meta. Além disso, o desafio dos Bancos Centrais nos EUA e Europa em conter a inflação segue no radar, com perspectiva de taxas de juros altas por mais tempo elevando os prêmios de risco do mercado. Entretanto, parece que parte significativa desses riscos já está no preço dos ativos brasileiros com o Ibovespa negociando a 6,8x o lucro 2025E e, olhando para o final de 2024, acreditamos que as questões fiscais no Brasil e as monetárias nos EUA terão ficado no passado.

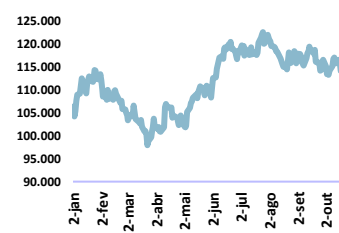
Estratégia

23 de Outubro de  
2023

#### Ibov

Preço atual	112.784
Preço-alvo (24e)	142.000
Upside	26%

#### Ibovespa (Últimos 12 meses)



Source: Bloomberg and Safrá

#### Cauê Pinheiro

+55 11 3175 4266

[caue.pinheiro@safrá.com.br](mailto:caue.pinheiro@safrá.com.br)

#### Carolina Carneiro

+55 11 3175 4296

[carolina.carneiro@safrá.com.br](mailto:carolina.carneiro@safrá.com.br)

#### Nayane Kava

+55 11 3175 1433

[nayanekava@safrá.com.br](mailto:nayanekava@safrá.com.br)

#### Luana Nunes

+55 11 3175 3994

[luana.nunes@safrá.com.br](mailto:luana.nunes@safrá.com.br)

Entendemos que o curto prazo exige uma postura mais cautelosa na alocação de capital e, por isso, uma exposição mais concentrada em uma estratégia de valor, com foco em empresas ou setores que negociam a múltiplos baixos e que apresentam retornos robustos como Petróleo e Gás, Siderurgia e Mineração, Bancos e Utilidades Básicas, deve continuar funcionando bem. Entretanto, à medida que os riscos acima mencionados vão se dissipando, vemos que pode começar a fazer sentido o incremento da exposição a nomes cíclicos domésticos ou de crescimento como Saúde, Consumo e Varejo e Transportes, que se beneficiarão de juros mais baixos e um maior crescimento da economia. Além disso, em 2024, esses nomes terão uma base de comparação de resultado mais fácil e, portanto, terão espaço para recuperação.

**Juros mais altos nas principais economias no mundo e a desaceleração do crescimento chinês devem impactar o preço das commodities.** Os juros mais altos na Europa e nos EUA devem reduzir a atividade econômica desses países em 2024. Enquanto isso, o modelo de crescimento tradicional chinês parece ter exaurido, a população está envelhecendo e eles não se beneficiarão mais do bônus demográfico como antes. Portanto, acreditamos que a tendência para a atividade econômica do país é de desaceleração. Tal cenário deve levar a uma normalização de preços do minério de ferro e do petróleo ao longo dos próximos anos.

**Figura 1. Minério de ferro recua 25% desde a máxima de USD147,2/t em abril de 2022**



Fonte: Safr, Bloomberg

**Figura 2. Petróleo apresentou queda de 31% desde a máxima em março de 2022**

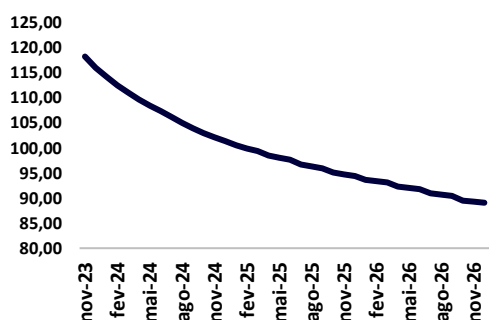


Fonte: Safr, Bloomberg

Embora as curvas de preços futuros do minério de ferro e do petróleo apontem para patamares mais baixos olhando adiante, o preço médio indicado para 2024 e 2025 para ambas as commodities poderia significar um risco de upside para as nossas estimativas para Petrobras e Vale. As estimativas de lucros para Petrobras e Vale são bastante importantes para nossas estimativas de lucro para o Ibovespa, pois os resultados das duas companhias combinados representam em torno de 32% do LPA (Lucro por Ação) estimado para o Ibovespa em 2025.

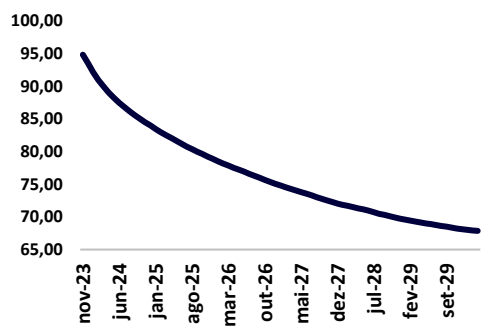
Em nosso modelo de Vale, assumimos um preço de minério de ferro de USD82 e USD74/t para 2024 e 2025, respectivamente, enquanto o preço médio indicado pela curva de preços futuros de minério para 2024 é de USD107/t e para 2025 USD97/t, uma diferença de ~30% para nossas premissas mais conservadoras, podendo representar um risco de upside para nossas estimativas de LPA para o Ibovespa. Para Petrobras, assumimos USD82 e USD78 o barril para 2024 e 2025, respectivamente, enquanto o preço médio indicado pela curva de preços futuros de petróleo para 2024 é de USD87/barril e para 2025 USD81/barril, uma diferença pequena de ~4% para as nossas estimativas. No entanto, entendemos que uma escalada do conflito no Oriente Médio poderia levar os preços do petróleo para patamares bastante superiores aos atuais

**Figura 3. Curva de preços futuros do minério aponta para uma contração de 4,5% em um ano**



Fonte: Safrá, Bloomberg

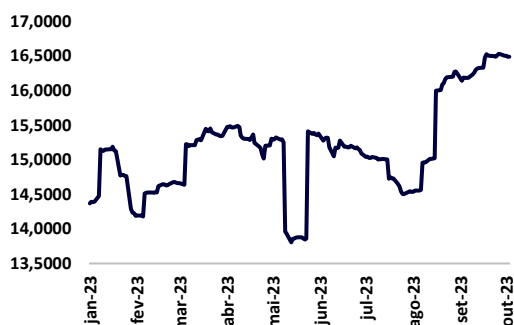
**Figura 4. Curva de preços futuros do petróleo aponta para queda de 7% em um ano**



Fonte: Safrá, Bloomberg

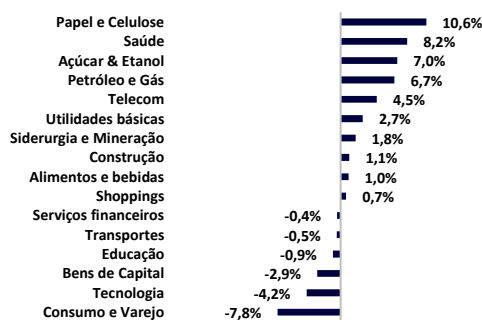
As revisões de estimativas de consenso de mercado Bloomberg para o LPA do Ibovespa para 2025 apresentaram uma evolução positiva de 6,1% de janeiro de 2023 até agora. A melhora nas estimativas para Papel e Celulose, Saúde, Açúcar e Etanol e Petróleo e Gás justificam a evolução do LPA do Ibovespa de janeiro até o momento. Por outro lado, foram revisadas para baixo as perspectivas para Consumo e Varejo, Tecnologia e Bens de Capital.

**Figura 5. A estimativa de LPA do Ibovespa para 2025 foi revisada para cima em 6,1% desde o início do ano**



Fonte: Safrá, Bloomberg

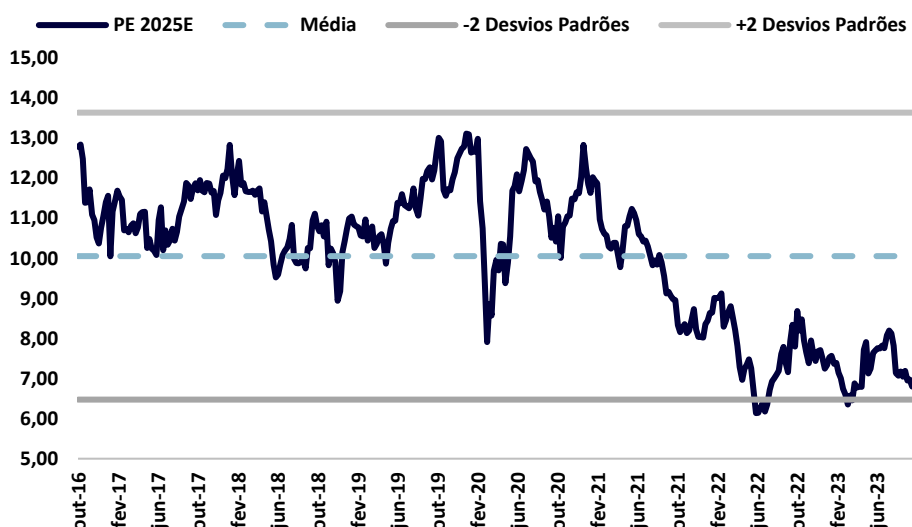
**Figura 6. Aumento de estimativas para Papel e Celulose, Saúde, Açúcar & Etanol e Petróleo e Gás justificam a evolução positiva do LPA de 2025 do Ibovespa**



Fonte: Safrá, Bloomberg

**Valuation do Ibovespa aponta para um nível atrativo, apesar dos riscos fiscais no Brasil e EUA e dos impactos da política monetária americana**

O Ibovespa está negociando a 6,8x o lucro para 2025 de acordo com nossos números (ou 6,7x de acordo com os números de consenso de mercado, conforme gráfico abaixo). Estimamos 16.529 de LPA em 2025 para o Ibovespa e isso representa uma alta de 10,1% versus os números estimados para 2024. Estimamos que em nosso preço-alvo de 142 mil pontos o Ibovespa estaria negociando a um múltiplo PL 2025e de 8,6x. Portanto, a valorização do índice viria principalmente de uma perspectiva de expansão de múltiplos.

**Figura 7. Múltiplo PL 2025e do Ibovespa perto da mínima dos últimos 5 anos**


Fonte: Safr, Bloomberg

O valuation das empresas de commodities segue contribuindo para uma diluição do múltiplo da bolsa brasileira. As grandes empresas de commodities (Petrobras e Vale) negociam com um valuation 25% mais alto quando comparado com a nossa última revisão de TP do Ibovespa em dezembro de 2022 (5,5x P/L 2024e versus 4,4x àquela época). O Ibovespa, por sua vez, desconsiderando essas grandes empresas, negocia a 9,9x o lucro estimado para 2024, praticamente o mesmo patamar visto no final do ano passado e cerca de 30% abaixo da média histórica de 10 anos de 14,5x.

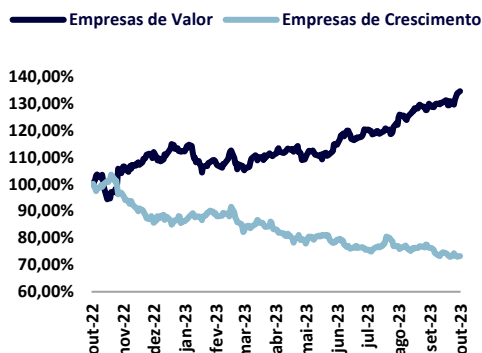
**Figura 8. Ibovespa ex Vale, Petrobras, commodities e grandes bancos**

Cenário 1		Cenário 2		Cenário 3	
Ibovespa Ex Vale e Petrobras		Ibovespa Ex Commodities		Ibovespa Ex Petro, Vale e Grandes Bancos	
No Índice	(%)	No Índice	(%)	No Índice	(%)
Market Share	27,7%	Market Share	40,2%	Market Share	44,7%
Participação nos Lucros	35,8%	Participação nos Lucros	56,1%	Participação nos Lucros	48,7%
Múltiplo P/L 2024e	(x)	Múltiplo P/L 2024e	(x)	Múltiplo P/L 2024e	(x)
Grandes de Commodities	5,5	Commodities	6,9	Vale, Petrobras e Grandes Bancos	5,5
Ibov "ex" Petrobras e Vale	9,4	Ibov "ex" Commodities	9,5	Ibov "ex" VALE, PETR & Grandes Bancos	11,5
Ibovespa	7,6	Ibovespa	7,6	Ibovespa	7,6

Fonte: Safr, Bloomberg

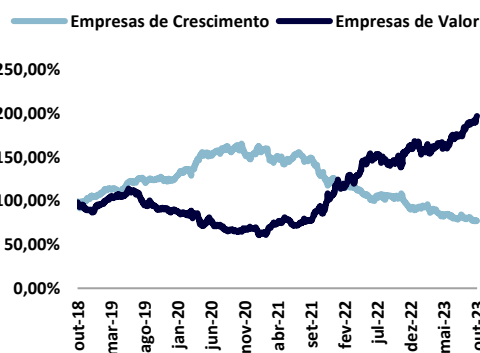
**Nomes de valor performando melhor nos últimos 12 meses.** Nos últimos 12 meses (Figura 9), podemos observar uma performance mais favorável de empresas de valor vs crescimento. Com as incertezas de curto prazo e um valuation razoável destes ativos, acreditamos que eles devem continuar performando bem. No entanto, olhando para um horizonte de médio prazo, os nomes de crescimento poderiam se beneficiar um período de juros mais baixos no Brasil se as incertezas atuais se dissiparem.

**Figura 9. Performance de Empresas Valor vs Crescimento nos últimos 12 meses**



Fonte: Safrá, Bloomberg

**Figura 10. Performance de Empresas Valor vs Crescimento nos últimos 5 anos**

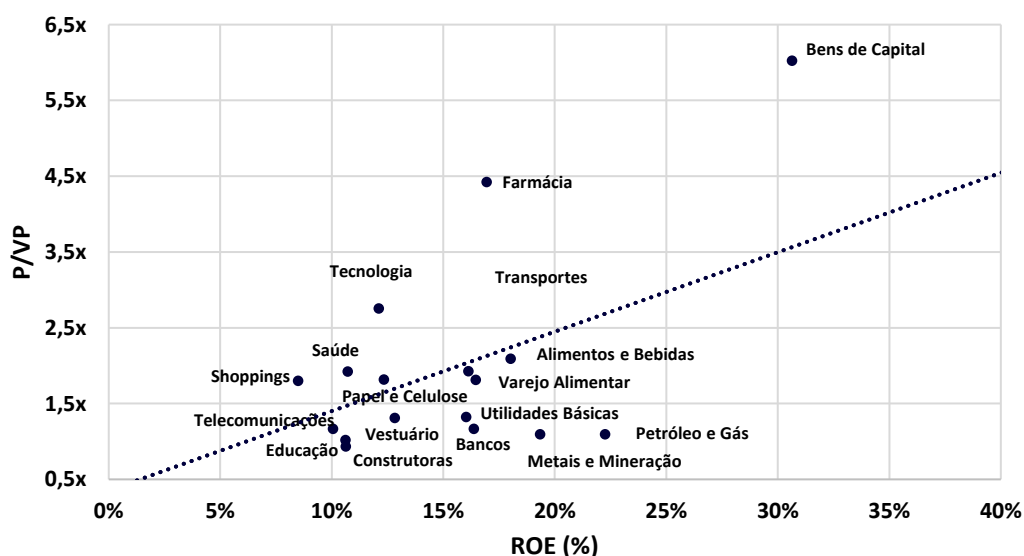


Fonte: Safrá, Bloomberg

Os setores de Petróleo e Gás, Siderurgia e Mineração, Bancos e Utilidades básicas apresentam boas relações entre rentabilidade e preço e poderiam oferecer melhor proteção para esse momento de maior volatilidade do mercado. Comparamos setorialmente o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) com o múltiplo de negociação Preço sobre o Valor Patrimonial (P/VP), ponderando o cálculo pelo valor de mercado das empresas. Os setores de commodities aparecem com a melhor relação rentabilidade vs preço, com destaque para Petróleo e Gás e Siderurgia e Mineração, mas também vemos boas oportunidades em Bancos e Utilidades básicas onde o ROE projetado para 2024 está acima de 15% e o múltiplo P/VP está abaixo de 1,5x.

Acreditamos que esses setores representam boas opções para redução do risco de uma carteira nesse momento de maior volatilidade do mercado, que incorpora taxas de juros mais altas por mais tempo nos EUA, potencial escalada do conflito no Oriente Médio e incertezas relacionadas ao equilíbrio fiscal doméstico.

**Figura 11. Valuation - ROE versus Preço/Valor Patrimonial 2024E**



Fonte: Safrá, Bloomberg

Se por um lado um posicionamento mais cauteloso e com maior peso em histórias de valor parece adequado para o momento, acreditamos que, passadas as atuais incertezas relacionadas à potencial escalada no conflito no Oriente Médio, à política monetária nos EUA e aos riscos fiscais no Brasil, faria sentido o aumento da exposição a cases de crescimento e cíclicos.

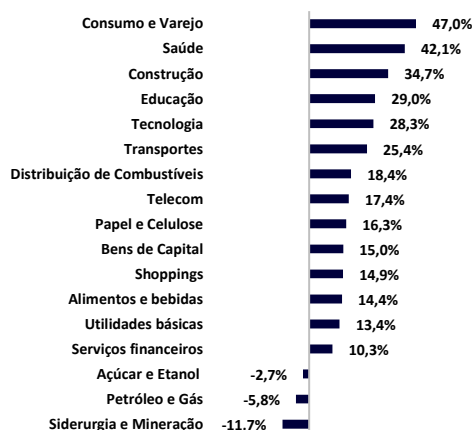
Os setores cíclicos devem apresentar os maiores crescimentos de lucro em 2024 e 2025. Educação, Saúde, Consumo e Varejo e Transportes devem apresentar crescimentos de lucro anual em 2024 e 2025 na média de 67,7%, 64,1%, 48,6% e 45,8%, respectivamente. Saúde vai se beneficiar da redução na sinistralidade para as operadoras de saúde, do aumento na ocupação dos hospitais combinada com a melhora dos tickets médios e as empresas com alta alavancagem também se beneficiam de um cenário de taxas de juros mais baixas. O setor de educação terá impulso do aumento na base de alunos e de uma melhor dinâmica para as taxas de evasão e inadimplência. O setor de consumo e varejo se beneficiará das taxas de juros mais baixas, que afetam positivamente o ambiente de consumo e as despesas financeiras das empresas, levando à reversão ou redução das perdas nas empresas de e-commerce e ao forte crescimento dos lucros nos supermercados. O setor de transportes se beneficiará da recuperação dos resultados das empresas de aluguel de carros e das concessionárias (estradas com pedágio e ferrovias), além de que taxas de juros mais baixas aliviam a pressão sobre suas estruturas de capital alavancadas.

**Figura 12. Maiores Crescimentos de Lucros para 2024e**



Fonte: Safr, Bloomberg

**Figura 13 . Maiores Crescimentos de lucros para 2025e**

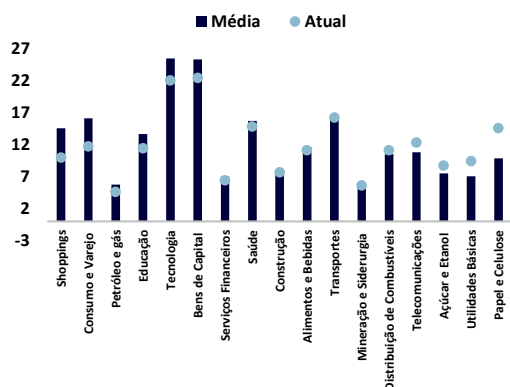


Fonte: Safr, Bloomberg

Em uma análise de múltiplos Preço-Lucro (P/L) 24e, podemos observar bons descontos para a média histórica de 5 anos em Shoppings, Consumo e Varejo e Petróleo e Gás. Por outro lado, Papel e Celulose, Utilidades Básicas e Açúcar e Etanol hoje negociam com prêmio quando olhamos para o seu lucro projetado para o próximo ano. Para 2025, em consequência do forte crescimento de lucros projetado para os setores cíclicos, conforme citado acima, vemos uma maior compressão nos múltiplos para esses segmentos. Com isso, analisando o múltiplo setorial P/L 2025e, verificamos um aumento no desconto para Consumo e Varejo, Shoppings, Educação, Saúde e Tecnologia, que figuram entre os setores mais atrativos em termos de valuation.

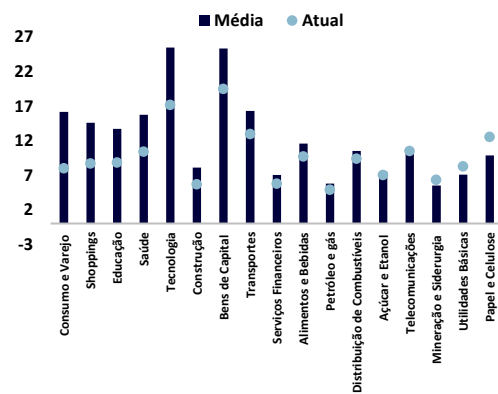
Entendemos que o curto prazo exige maior cautela e histórias de valor parecem mais adequadas para o momento, mas acreditamos que diante da forte melhora projetada para os resultados das empresas cíclicas domésticas, combinada com um valuation atrativo fazem desses nomes boas alternativas e que devem performar bem após a redução das incertezas globais e domésticas.

Figura 14. Preço-Lucro Setorial 2024



Fonte: Safrá, Bloomberg

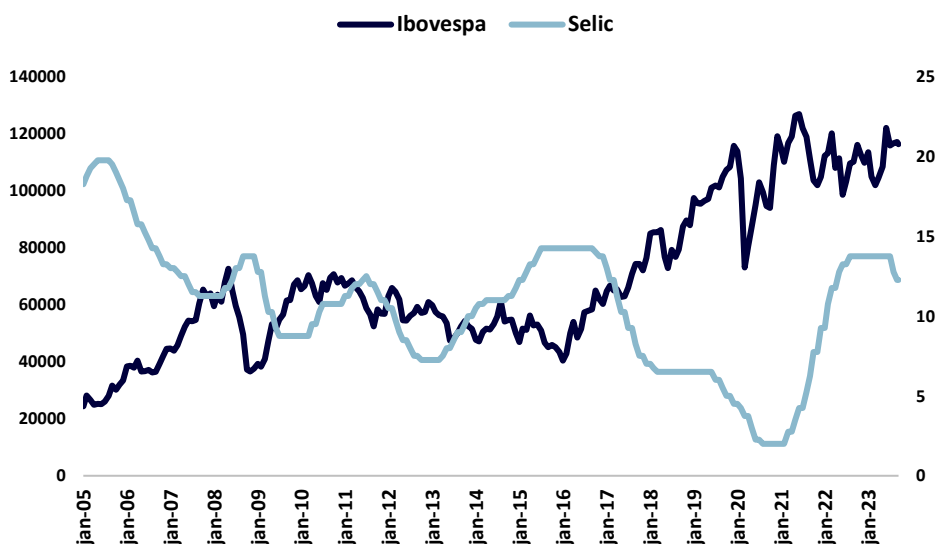
Figura 15. Preço-Lucro Setorial 2025



Fonte: Safrá, Bloomberg

Apesar de um cenário mais desafiador de curto prazo, acreditamos que a bolsa apresenta boas oportunidades de valorização a médio prazo com o ciclo de cortes na Selic. Como já sabemos, existe uma forte correlação entre a queda da taxa de juros e o bom desempenho do mercado de ações e vemos que a continuidade do atual ciclo de cortes de juros deve impulsionar uma performance positiva dos papéis.

Figura 16. Ibovespa vs Selic



Fonte: Safrá, Bloomberg

As Aéreas, empresas de Transportes e do segmento de Consumo e Varejo foram as que melhor performaram nos últimos ciclos de cortes de juros. Realizamos um estudo sobre o desempenho dos setores durante os últimos oito ciclos de queda de juros ocorridos no país e observamos que os segmentos de Aviação, Transportes e Varejo foram os que apresentaram as melhores performances durante esses períodos. O maior otimismo com as perspectivas de crescimento de lucro dos papéis desses dois últimos setores e também seus valuation atrativos, colocam esses segmentos em destaque como boas oportunidades para ganho de capital após a diminuição dos riscos enfrentados atualmente.

**Figura 17. Desempenho setorial nos últimos ciclos de corte na taxa de juros**

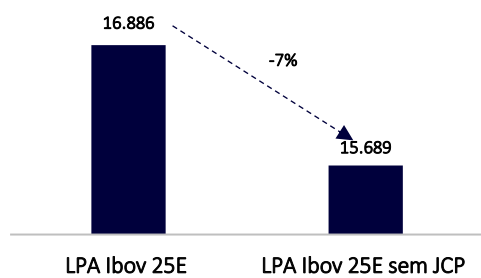
	1º Ciclo Mar/00 a Jan/01	2º Ciclo Fev/02 a Jul/02	3º Ciclo Jun/03 a Set/04	4º Ciclo Set/05 a Set/07	5º Ciclo Jan/09 a Jul/09	6º Ciclo Ago/11 a Out/12	7º Ciclo Out/16 a Mar/18	8º Ciclo Jul/19 a Ago/20	Performance Média (%)
Ibovespa	-4,8	-19,2	65,4	87,3	37,7	3,5	33,8	1,0	25,6
Alimentos e Bebidas	86,0	-13,8	145,7	156,1	41,2	49,4	16,5	-28,2	56,6
Aéreas	-	-	-	-	-	25,3	301,0	-59,4	88,9
Bens de Capital	60,3	17,3	54,4	63,4	-4,7	35,4	32,5	131,5	48,8
Construção	46,2	-2,2	53,9	3,6	104,3	31,5	38,9	13,0	36,2
Consumo e Varejo	116,3	0,3	-8,8	265,0	59,7	9,9	16,3	65,4	65,5
Distribuição de Combustíveis	-8,5	4,2	70,5	34,3	40,8	60,4	11,2	11,4	28,0
Educação	-	-	-	-	28,1	109,9	-14,3	-41,2	20,6
Mineração e Siderurgia	3,8	56,7	147,6	133,0	25,5	-20,0	99,7	20,8	58,4
Papel e Celulose	-19,0	56,7	47,0	104,0	3,4	73,6	46,3	41,7	44,2
Petróleo e Gás	9,4	-42,1	223,8	54,2	30,4	4,4	33,1	-10,7	37,8
Saúde	-39,0	-5,7	-25,0	30,5	106,2	20,5	30,3	38,0	19,5
Serviços	34,0	-7,8	58,2	99,7	49,0	0,2	42,3	-10,0	33,2
Financeiros	-	-	-	-1,3	53,0	70,4	4,5	-22,5	20,8
Shopping	-8,4	-7,9	61,0	57,9	97,7	48,6	-1,4	103,0	43,8
Tecnologia	-32,1	-4,1	63,6	122,6	3,5	-18,6	39,8	16,9	23,9
Telecomunicações	-	-23,1	303,3	134,9	34,2	45,1	-28,0	-0,4	66,6
Transportes	28,6	-13,5	36,5	90,6	10,5	31,2	1,9	-2,7	22,9
Utilidades Básicas									

Fonte: Safr, Bloomberg

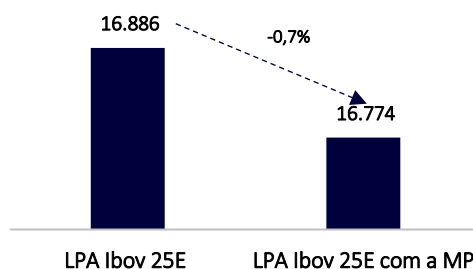
Acreditamos que as discussões relacionadas ao equilíbrio fiscal podem se intensificar nessa etapa final do ano e poderiam se prolongar ao longo de 2024, dada a necessidade do governo em aumentar as receitas. A velocidade de estabilização da dívida pública brasileira versus o PIB é a grande questão e ela deveria acontecer de forma mais rápida caso as medidas apresentadas sejam aprovadas.

Até o momento, foram apresentadas algumas medidas que teriam um potencial impacto positivo para as contas públicas, como o voto de qualidade no Carf (PL 2.384/23), a tributação dos fundos Onshore (MP 1.184), Tributação Offshore (PL), Tributação das Apostas Eletrônicas (MP 1.182/23), Tributação do Comércio Eletrônico no Exterior, alteração nas regras e na dedutibilidade do JCP (PL) e IRPJ/CSLL sobre Benefícios do ICMS (MP 1.185/23). Por um lado, se as medidas apresentadas poderiam aproximar as contas públicas da meta fiscal, por outro, algumas dessas medidas como a alteração na dedutibilidade do JCP e o IRPJ/CSLL sobre benefícios do ICMS teriam reflexos relevantes nos resultados das empresas sob a nossa cobertura e, por consequência, representam um risco não desprezível para as nossas estimativas.

Quando colocamos na conta, o fim do JCP e a MP 1185 gerariam um impacto no LPA do Ibovespa de 2025 de -7,6% e -0,7%, respectivamente.

**Figura 18. Efeito do Fim do Benefício do JCP completo sobre o LPS 2025e para o Ibovespa**


Fonte: Safr

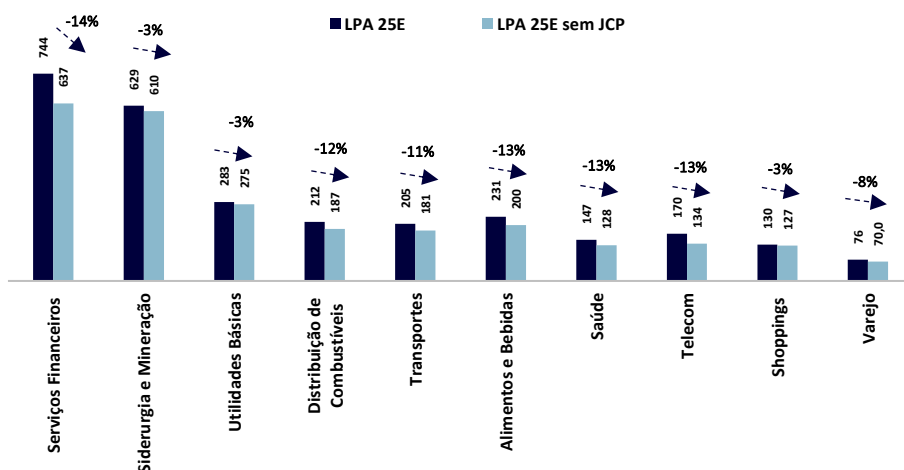
**Figura 19. Efeito da MP 1.185/23 sobre o LPA 2025e para o Ibovespa**


Fonte: Safr



**Alteração no JCP.** A alteração na regra de dedutibilidade do JCP seria a medida de impacto potencial mais relevante para nossas projeções, que poderia representar uma queda de até 7% no lucro projetado para o Ibovespa em 2025, caso o JCP seja totalmente extinto. O término do benefício do JCP impulsionaria a arrecadação em cerca de R\$15 bilhões, mas traria impactos negativos e relevantes para os resultados de setores como o Bancário, Farmacêutico, Saúde, Telecomunicações, Varejo, Utilidades Básicas, dentre outros ([ver relatório](#)). A medida poderia gerar efeitos colaterais não desejados, com destaque para o potencial aumento no custo de crédito, o que poderia inviabilizar a sua aprovação, em nossa opinião. Por isso, a possibilidade de uma medida intermediária ganhou força recentemente e seria o mais provável de acontecer.

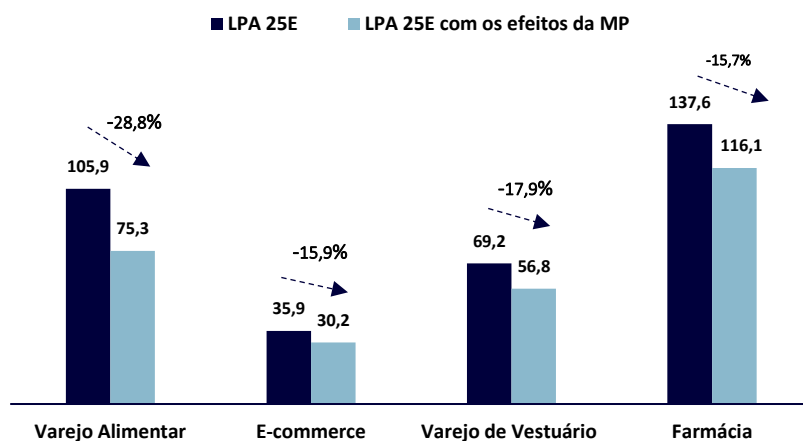
**Figura 20. LPA 25E ponderado pela participação do Ibovespa**



Fonte: Safrá

**Medida provisória (1185/2023 “MP 1185”).** A Medida Provisória Nº 1185/2023 revoga a decisão anterior relacionada a subsídios fiscais para investimentos e estabelece mudanças relacionadas ao escopo, aos valores, aos subsídios e também a quesitos de burocracia. Vemos que a MP traria um aumento da carga tributária corporativa e da burocracia, além de uma redução do prazo para as empresas utilizarem os subsídios. Para que essa medida passe a valer a partir do próximo ano, ela precisaria de aprovação ainda em 2023 e, se for aprovada, esperamos que as empresas contestem a decisão judicialmente, o que poderia reduzir o seu impacto imediato. Comentamos sobre os impactos de tal medida [neste relatório](#) e também realizamos abaixo uma análise de sensibilidade dos efeitos potenciais no LPA do Ibovespa.

**Figura 21. Efeito do Fim do Benefício do JCP completo sobre o LPA 2025e setorial ponderado pelo peso no Ibovespa**



Fonte: Safrá

**O voto de qualidade no Carf (PL 2.384/23).** Com a mudança, o voto de qualidade dará vantagem ao governo em casos de empate nas disputas tributárias entre contribuintes e Receita Federal nas votações do Conselho Administrativo de Recursos Fiscais (Carf). Segundo o Ministério da Fazenda, a retomada do voto de qualidade poderia evitar uma perda anual de R\$59 bilhões para a União.

Analizamos a exposição das empresas sob a nossa cobertura e notamos que as quantias em discussão na justiça são relevantes, embora haja pouca probabilidade de essas perdas se concretizarem no curto prazo. Apesar de muitas empresas não terem provisionado esses valores, os trâmites judiciais demoram cerca de 20 anos para se encerrarem e eventuais perdas não deveriam afetar significativamente o resultado delas nesse momento, em nossa opinião.

Os setores de açúcar e etanol, siderurgia e mineração, financeiro e varejo alimentar seriam os mais expostos às disputas no Carf, conforme tabela abaixo:

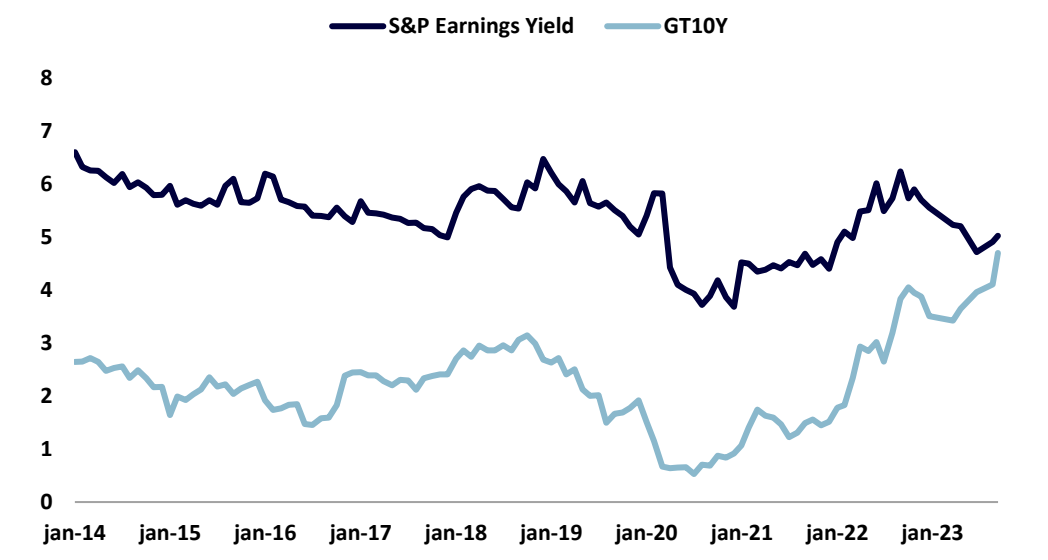
**Figura 22. Possíveis impactos de perdas nas disputas do Carf**

Empresa	Total em disputa (R\$ milhão)	Total em disputa / Valor de Mercado	Empresa	Total em disputa (R\$ milhão)	Total em disputa / Valor de Mercado
Itaú	73.000	29,0%	Energisa	265	1,2%
Banco do Brasil	6.000	4,2%	AES Brasil	960	15,1%
B3	14.000	20,5%	Auren	206	1,5%
Bradesco	19.000	13,1%	Engie Brasil	743	2,2%
BTG	9.000	7,6%	Eneva	195	1,1%
Santander	7.000	6,8%	Alupar	15	0,2%
<b>Serviços Financeiros</b>	<b>128.000</b>	<b>21,8%</b>	CTEEP	122	0,7%
Allos	16	0,1%	TAESA	924	7,8%
<b>Shoppings</b>	<b>16</b>	<b>0,1%</b>	Cemig	1.257	2,2%
Telefônica	7.346	9,5%	Copel	30	0,1%
Tim	295	0,8%	Eletrobras	2.640	3,2%
<b>Telecomunicações</b>	<b>7.641</b>	<b>9,2%</b>	Neoenergia	691	3,2%
Ambev	20.000	9,8%	Sabesp	550	0,1%
<b>Alimentos e Bebidas</b>	<b>20.000</b>	<b>9,8%</b>	<b>Utilidades Básicas</b>	<b>8.598</b>	<b>4,4%</b>
Pague Menos	162	9,1%	Grupo Casas Bahia	2.179	160,8%
Raia Drogasil	155	0,3%	<b>E-commerce</b>	<b>2.179</b>	<b>160,8%</b>
<b>Farmácias</b>	<b>316</b>	<b>4,8%</b>	Carrefour	3.417	16,7%
Lojas Renner	265	2,1%	Grupo Pão de	611	3,0%
Alpargatas	147	2,9%	<b>Varejo Alimentar</b>	<b>4.028</b>	<b>14,7%</b>
Grupo SBF	31	1,7%	Petrobras	41.181	9,0%
Vivara	58	0,9%	Braskem	1.200	7,5%
<b>Varejo de Vestuário</b>	<b>501</b>	<b>2,2%</b>	PRIQ	82	0,2%
Localiza	55	0,1%	<b>Petróleo e Gás</b>	<b>42.464</b>	<b>8,9%</b>
CCR	305	1,2%	CSN	9.420	61,7%
RUMO	491	1,2%	Vale	6.570	2,2%
<b>Transportes</b>	<b>851</b>	<b>1,1%</b>	Gerdau	4.642	12,0%
WEG	213	0,1%	<b>Siderurgia e</b>	<b>20.632</b>	<b>31,6%</b>
<b>Bens de Capitais</b>	<b>213</b>	<b>0,1%</b>	Raizen	2.221	48,4%
			<b>Açúcar e Etanol</b>	<b>2.221</b>	<b>48,4%</b>

Fonte: Safr

**Bolsa Americana.** Analisando o histórico da Treasury de 10 anos versus o Earnings Yield do S&P 500 2023e, poderíamos chegar a conclusão de que a bolsa americana deveria corrigir caso os juros permaneçam em níveis elevados, pois o prêmio histórico do Earnings Yield do S&P sobre a Treasury de 10 anos é 3,2 pontos percentuais e hoje essa diferença está em 0,32 ponto percentual. Uma correção da bolsa americana poderia representar um risco para o nosso mercado.

**Figura 23. Earnings Yield do S&P versus Treasury de 10 anos**

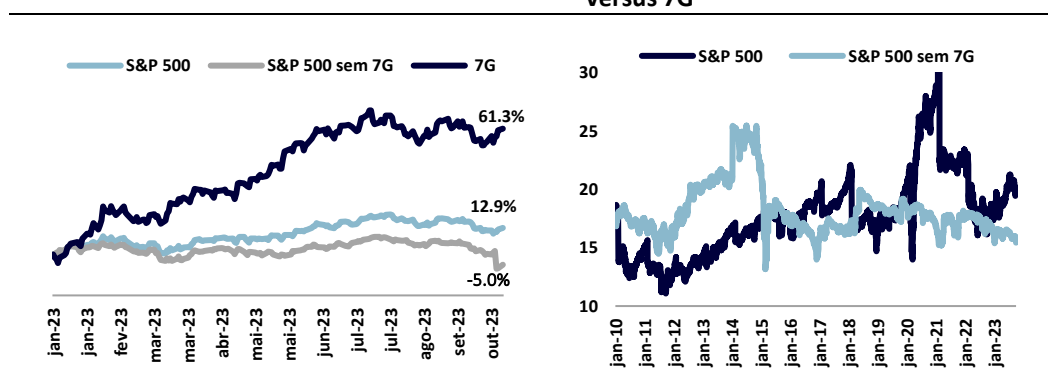


Fonte: Safr, Bloomberg

Vale mencionar que o desempenho acumulado no ano do S&P500 está baseado na valorização das 7 grandes empresas de tecnologia (Google, Microsoft, Amazon, Meta, Apple, NVIDA e Tesla) e a maior representatividade dessas empresas manteve o múltiplo consolidado do índice num patamar mais alto. A bolsa americana apresenta alta superior a 10% no ano, desempenho sustentado pela valorização de mais de 60% das 7 grandes de tecnologia. Se excluirmos essas empresas da conta, o S&P493 teria apresentado performance negativa no ano.

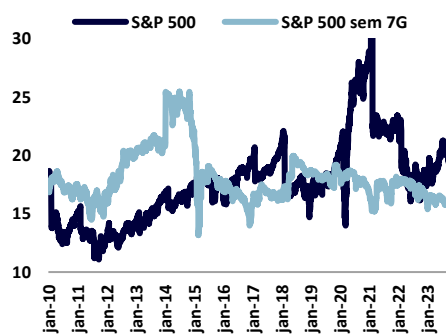
Excluindo essas empresas do cálculo, vemos um múltiplo P/L 2023e de 15,4x para o S&P493, abaixo da média histórica de 10 anos de 18x e um pouco mais compatível com o movimento nos juros e com a desaceleração de atividade prevista para o próximo ano - embora ainda indicando uma potencial correção da bolsa americana se o compararmos o seu earnings yield com o atual yield das treasuries (prêmio de 1,86pp vs média de 10 anos de 3,4pp).

**Figura 24. Desempenho do S&P versus 7G**



Fonte: Safr, Bloomberg

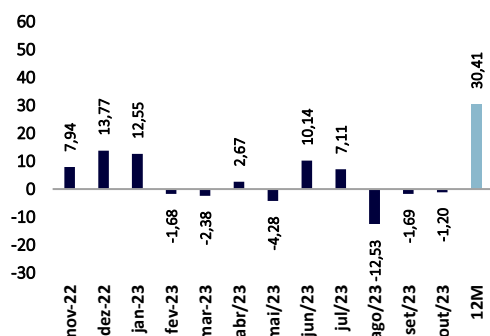
**Figura 25. Múltiplo Preço-Lucro S&P 500 versus 7G**



Fonte: Safr, Bloomberg

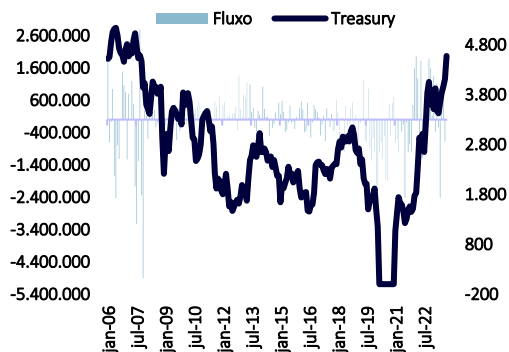
O fluxo de estrangeiros acumulado nos últimos 12 meses mostra entrada de R\$30,4 bilhões e, apesar das saídas de recursos nos últimos meses, acreditamos que a B3 continuará atraindo recursos. Apesar da forte alta vista nas Treasuries de 10 anos, não vemos correlação entre o fluxo de capital estrangeiro na B3 e as oscilações nos juros americanos. O Brasil conta com uma combinação de valuation atrativo, está no início de um ciclo de corte nos juros e a perspectiva para a atividade econômica nos próximos anos é favorável. Em nossa opinião, o que poderia afetar a perspectiva positiva para o fluxo seria uma deterioração adicional do quadro fiscal no país.

**Figura 26. Fluxo de Capital Estrangeiro para a B3**



Fonte: Safr, Bloomberg

**Figura 27. Fluxo de Capital Estrangeiro na B3 vs Treasury de 10 anos**



Fonte: Safr, Bloomberg

## Preço-alvo de 142 mil pontos para o Ibovespa para final de 2024

Calculamos o nosso target Ibovespa utilizando a metodologia de análise de múltiplos (modelo de Gordon), aplicando nossa projeção de lucro para o Ibovespa em 2025. Embora ainda não esteja definido, estamos considerando em nossas estimativas 50% de chance dos efeitos da MP 1185 e 50% de aprovação de uma mudança mais branda no benefício do JCP. Com base em nossas estimativas, após uma contração nos lucros com o processo de normalização nos preços das commodities esperado para 2023, devemos ver uma alta de 3,7% nos lucros do Ibovespa em 2024 e 10,1% em 2025.

**Figura 28. Evolução de estimativa do LPA do Ibovespa**

	2023	2024	2025
	14,471.9	15,011.5	16,529.1
	-22.3%	3.7%	10.1%

Na análise *top down*, determinamos como múltiplo alvo a razão de 8,6x (Preço/Lucro), derivado do modelo de Gordon, que foi atualizado com nossas premissas de taxa de desconto e estimativa de lucro do Ibovespa para 2025. Em nosso modelo, aumentamos o payout para 47,25% (de 44%), estamos considerando uma taxa livre de risco para 3,00%, prêmio de risco de mercado de 5,25%, risco país de 2,75% e diferencial de inflação de longo prazo de 2,5%, que contempla um custo de capital próprio (cost of equity) de 13,5%. Com isso, obtivemos um múltiplo preço-lucro de 8,6x.

**Figura 29. Premissas para o Target-Ibovespa**

(i)	Pay-Out	47.25%
(ii)	US: taxa livre de risco	3.00%
(iii)	Prêmio de risco de mercado	5.25%
(iv)	Risco país	2.75%
	Diferencial de Inflação de Longo Prazo	2.50%
(v) = (ii) + (iii) + (iv)	Custo do Capital Próprio	13.50%
(vi)	Crescimento de lucros no longo prazo (R\$)	8.00%
(vii) = (i) / [(v) - (vi)]	P/L alvo para os próximos 12 meses	8.6
	P/E alvo	8.6
	LPA IBOV (2025)	16529.0
	<b>Ibovespa-alvo 2024</b>	<b>141,999</b>

**Figura 30. Análise de Sensibilidade**

		P/E - Ibovespa (x)				
		Ke				
		12.50%	13.00%	13.50%	14.00%	14.50%
Growth	7.00%	8.6	7.9	7.3	6.8	6.3
	7.50%	9.5	8.6	7.9	7.3	6.8
	8.00%	10.5	9.5	8.6	7.9	7.3
	8.50%	11.8	10.5	9.5	8.6	7.9
	9.00%	13.5	11.8	10.5	9.5	8.6

		P/E - Ibovespa (x)				
		Ke				
		12.50%	13.00%	13.50%	14.00%	14.50%
Tgt Ibov	7.00%	141,999	130,166	120,153	111,571	104,133
	7.50%	156,199	141,999	130,166	120,153	111,571
	8.00%	173,555	156,199	141,999	130,166	120,153
	8.50%	195,249	173,555	156,199	141,999	130,166
	9.00%	223,142	195,249	173,555	156,199	141,999

**Riscos para nossa tese de Investimento** - Acreditamos que os principais riscos de nossa avaliação do preço-alvo do Ibovespa são: i) desaceleração mais forte que a esperada da economia global; ii) deterioração fiscal adicional do Brasil; iii) abertura adicional da curva de juros; iv) menor taxa de crescimento econômico no país; v) piora do ambiente político; vi) maior austeridade da política monetária nos EUA influenciando no diferencial de juros; vii) mudanças tributárias com impacto negativo para as empresas; e viii) acirramento dos conflitos no Oriente Médio e Rússia e Ucrânia.

## DECLARAÇÕES GERAIS

---

1. Este relatório foi preparado e distribuído por Safra Corretora de Valores e Cambio Ltda. (“Safra Corretora”), subsidiária do Banco Safra S.A., empresa regulada pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”).
2. Este relatório tem caráter meramente informativo e não constitui oferta de compra ou de venda de títulos ou valores mobiliários ou de instrumentos financeiros de quaisquer espécies ou de participação em qualquer estratégia de negociação. As informações expressas neste documento são obtidas de fontes públicas disponíveis até a data da sua elaboração pela equipe de Análise da Safra Corretora e são consideradas seguras.
3. A Safra Corretora ou quaisquer de suas afiliadas não garantem, expressa ou implicitamente, a completude, confiabilidade ou exatidão de tais informações, nem este relatório pretende ser uma base de dados e informações completa ou resumida sobre os títulos ou valores mobiliários, instrumentos financeiros, mercados ou produtos aqui referidos.
4. A Safra Corretora não tem obrigação de atualizar, modificar ou alterar este relatório, tampouco tem a obrigação de comunicar o leitor deste relatório a respeito de tais eventuais atualizações, modificações ou alterações, salvo quando deixar de cobrir quaisquer das empresas analisadas neste relatório.
5. As opiniões, estimativas, informações e projeções aqui expressas constituem a opinião do analista no momento em que emitiu o presente relatório e podem ser alteradas sem qualquer aviso. Preços e disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações, independentemente de qualquer aviso.
6. Os instrumentos discutidos neste relatório podem não ser adequados a todos os investidores. Este relatório não considera objetivos de investimento, situação financeira e patrimonial ou interesses particulares de qualquer investidor. Os investidores devem obter ou realizar uma análise independente, considerando sua situação financeira e seus objetivos de investimento antes de tomar uma decisão de investimento. Investimentos em títulos e valores mobiliários envolvem riscos, razão pela qual não há garantia de rentabilidade ou lucratividade de qualquer espécie.
7. Os resultados obtidos com investimento em instrumentos financeiros podem variar, e seu preço ou valor pode subir ou descer, direta ou indiretamente.
8. Desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. A Safra Corretora ou qualquer empresa do Grupo Safra não pode ser responsabilizada por danos diretos, indiretos, consequentes, reivindicações, custos, perdas ou despesas decorrentes da decisão de investimento em títulos e valores mobiliários, esteja tal decisão lastreada ou não nas recomendações expressas neste relatório. Os riscos em investimentos dessa natureza podem implicar, conforme o caso, a perda integral do capital investido ou, ainda, a necessidade de aporte suplementar de recursos.
9. Nenhuma parte deste documento poderá ser reproduzida, distribuída ou copiada, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o prévio consentimento por escrito da Safra Corretora. Informações adicionais relativas às companhias ora analisadas neste relatório poderão ser prestadas mediante solicitação.

## DECLARAÇÕES DO ANALISTA

---

1. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração do presente relatório declara(m) que as opiniões expressas neste relatório refletem única e exclusivamente sua opinião pessoal a respeito de todos os emissores e valores mobiliários aqui analisados e que este relatório foi produzido de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Safr Corretora e/ou ao Banco Safr. Considerando que as opiniões pessoais dos analistas de investimentos podem divergir, a Safr Corretora e/ou o Banco Safr e/ou quaisquer de suas afiliadas podem ter publicado ou vir a publicar outros relatórios que cheguem a conclusões diferentes das aqui contidas.
2. A remuneração do(s) analista(s) de valores mobiliários é baseada na receita total da Safr Corretora, sendo parte desta proveniente das atividades relacionadas ao banco de investimento. Desta forma, assim como a remuneração de todos os colaboradores da Safr Corretora, de suas subsidiárias e afiliadas, a remuneração dos analistas é impactada pela rentabilidade global dessas empresas e pode estar indiretamente relacionada a este relatório. No entanto, o(s) analista(s) responsável(is) por este relatório declara(m) que nenhuma parte de sua remuneração esteve, está ou estará direta ou indiretamente relacionada a qualquer recomendação ou opinião específica contida aqui ou vinculada à precificação de quaisquer dos ativos aqui discutidos.

### Declarações adicionais

Analista	1	2	3	4

1. O(s) analista(s) de valores mobiliários envolvido(s) na preparação deste relatório possui(em) vínculo com pessoa natural que trabalha para os emissores mencionados no relatório.
2. O(a) cônjuge ou parceiro(a) do(s) analista(s) de valores mobiliários detém, direta ou indiretamente, por conta própria ou de terceiros, títulos ou valores mobiliários objeto do relatório.
3. O(s) analista(s) de valores mobiliários, seu(sua) cônjuge ou companheiro(a) estão direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação dos valores mobiliários discutidos neste relatório.
4. O(s) analista(s) de valores mobiliários, seu(sua) respectivo(a) cônjuge ou companheiro(a) possui, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação aos emitentes dos valores mobiliários analisados.

## INFORMAÇÕES IMPORTANTES SOBRE O SAFRA

**A Safr Corretora, suas controladas, seus controladores ou suas sociedades sob controle comum declaram que têm interesses financeiros e/ou comerciais relevantes e/ou recebem remuneração por serviços prestados às empresas ou aos fundos:**

051 Agro Fazendas II FIAGRO-Imobiliário - 1ª emissão, Águas do Rio, AJ Malls FII – 1ª emissão, Aliança Agrícola do Cerrado S.A., Allianz Trust Renda Imobiliária FII - 6ª emissão, Almacenes Éxito S.A., Ambipar Participações e Empreendimentos S.A., Atacadão S.A., Atacadão S.A. – CRA 86ª emissão - 3 séries, AZ Quest Sole Fiagro - 1ª emissão, B3 S.A., Banco Alfa S.A., Banco BTG Pactual, Banco GM S.A., Banco Volkswagen S.A., BCBF Participações S.A., Bloxs Amazon Green Legacy Fundo de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais – Fiagro Imobiliário - 1ª emissão, BR Properties S.A., Bracell SP Celulose LTDA., Braskem S.A., BRF S.A., BTG Pactual Dívida Infra FIC – 3ª emissão, BTG Pactual Logística FII - 12ª Emissão, Camil Alimentos S.A., Canuma Capital Multiestratégia, Capitânia FIC FI Infra Renda Fixa CP – 5ª emissão, Cartesia Recebíveis Imobiliários – FII, Cashme Soluções Financeiras S.A., Cereal Comércio Exportação e Representação Agropecuária S.A., Chembro Química LTDA., Clave Índices de Preços FII – 2ª emissão, CM Hospitalar S.A., Companhia Paranaense de Energia – COPEL, Companhia Siderúrgica Nacional – CSN, Concessionária do Rodoanel Oeste S.A., CPX Distribuidora S.A., CSHG Logística FII - 9ª emissão, CSHG Recebíveis Imobiliários - 9ª emissão, Direcional Engenharia S.A., DMA Distribuição S.A., Ecoagro I FIAGRO – 5ª emissão, Ecoagro I Fiagro Imobiliário - 4ª emissão, Ecovias do Cerrado, Empresa de Ônibus Pássaro Marron S.A., Enauta Participações, Energisa S.A., Energisa Tocantins - Distribuidora de Energia S.A., Engie Brasil Energia S.A., Equatorial Goiás Distribuidora de Energia S.A., Equatorial Participações e Investimentos S.A., Eucatex S.A. Indústria e Comércio, Exes Araguaia Fiagro - 3ª emissão, F3 Fundshares FIM - 1ª emissão, Farmácia e Drograria Nissei, Fator Verita FII - 9ª emissão, Fator Verita Multiestratégia FII – 1ª emissão, Ferrari Agroindústria S.A., FG Agro Fiagro - 3ª Emissão, Fiagro Asset Bank - Terra Investimentos, FII Guardian Logística Única - 4ª emissão, FII Urca Prime Renda - 7ª emissão, Frigol S.A., Fundo de Investimento Imobiliário Atrio Reit Recebíveis Imobiliários, Fundo Investimento Imobiliário TG Ativo Real, Fundo de Investimento Imobiliário Riza Terrax, Furnas Centrais Elétricas, Genial Malls FII – 5ª emissão, GGR Covepi FII - 6ª Emissão, GPA - Grupo Pão de Açúcar, Grupo José Alves, Hedge Brasil Shopping FII - 9ª Emissão, Hedge TOP FOF FII - 15ª Emissão, Hypera S.A., Iguá Rio, Iguatemi S.A., Iguatemi S.A., Inter Amerra Fiagro-FII - 1ª emissão, Ipiranga Produtos de Petróleo S.A., ISA CTEEP Transmissora Energia Elétrica Paulista., Itaú Asset Rural Fiagro - 3ª emissão, Itaú Tempus FII - 1ª emissão, J Macedo S.A., JBS S.A., JGP Crédito Fiagro - 2ª Emissão, JS Ativos Financeiros, Kallas Incorporações e Construções S.A., Karoon Petróleo e Gás Ltda, Kinea Crédito Agro FIAGRO-Imobiliário - 3ª emissão, Kinea Crédito Agro FIAGRO-Imobiliário - 4ª emissão, Kinea Hedge Fund FII, Kinea Unique HY CDI FII - 2ª emissão, Life Capital Partners FII - 4ª emissão, Localiza Rent a Car S.A., Log Commercial Properties e Participações S.A., LOGCP Inter FII - 3ª Emissão, Marfrig Global Foods S.A., Mauá Capital Hedge FII - 3ª emissão, Mauá Capital Recebíveis Imobiliários - 7ª emissão, Mav Crédito - Fiagro Imobiliário - 1ª emissão, Maxi Renda FII - 8ª emissão, Mezzani Alimentos Ltda, Mobilize Financial Services, More Recebíveis Imobiliários FII, Movida Participações S.A., MRV Engenharia e Participação S.A., Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., Multitécnica Industrial Ltda., NCH Recebíveis do Agronegócio FIAGRO Imobiliário – 3ª emissão, Nitro Química S.A., Nortis Incorporadora e Construtora S.A., Oncoclínicas do Brasil Serviços Médicos S.A., Órama FIC FI-Infra RF - 1ª emissão, Órama High Yield II – 2ª emissão, Orizon Meio Ambiente S.A., Ourinvest Innovation Fiagro Imobiliário - 2ª emissão, Parsan S.A., Patrimar Engenharia S.A., Petrobras - Petróleo Brasileiro S.A., Raízen Energia S.A., RBR Crédito Imobiliário Estruturado – 6ª emissão, RBR Plus Multiestratégia Real Estate FII - 3ª emissão, Rede D’OR São Luiz S.A., Rio Bravo Crédito Imobiliário High Yeld - 4ª emissão, Rio Bravo ESG FIC FI Infra - 2ª Emissão, Rio Bravo Renda Varejo RVBA – 4ª emissão, Riza Agro Fiagro - 2ª emissão, Riza Akin Fundo de Investimento Imobiliário – FII, Santander Papéis Imobiliários FII – 1ª emissão, Sendas Distribuidora S.A., SFI Investimentos do Agronegócio - Fiagro - 2ª emissão, Simpar S.A., SLC Agrícola S.A., Smartfit Escola de Ginástica e Dança S.A., Solar Serra do Mel B S.A., Sparta Fiagro Cadeias Produtivas Agroindustriais - 2ª emissão, Sparta Infra FIC FI - 2ª emissão, Sparta Infra FIC FI Infra RF CP - 3ª emissão, SPX Syn Multiestratégia FII - 2ª Emissão, Suno Energias Limpas RO - 1ª Emissão, Super Quadra Empreendimentos Imobiliários S.A., Top Service Serviços e Sistemas S.A., Transmissora Aliança de Energia, TRX Real Estate FII – 9ª emissão, Unimed Investcoop Nacional FII - 3ª emissão,



Urca Capital Partners – BDR, Urca Prime Renda FII - 8ª emissão, Valora CRA - Fiagro - 4ª emissão, Valora CRI CDI - 6ª emissão, Vamos Locação de Caminhões S.A., VBI Consumo Essencial FII - 6ª emissão, VBI Greenpower FII - 1ª emissão, VBI Logística, Vectis Datagro FIAGRO - 2ª emissão, Vitru Brasil Empreendimentos Participação e Comércio S.A., Capital Regai FIP, Wickbold & Nosso Pão Indústrias Alimentícias LTDA., XP Crédito Agrícola Fiagro - 4ª emissão, XP Infra II FIP - 4ª Emissão, XP Malls FII - 9ª Emissão.