

Estratégia & Economia

Mar ainda agitado, mas ventos favoráveis à frente! Elevando o preço-alvo do Ibovespa para 155 mil pontos no fim de 2024

Estratégia
fevereiro 4, 2024

Quando ventos macro sopram a favor, o micro navega melhor. Elevamos o nosso preço-alvo do Ibovespa para 155 mil pontos no fim de 2024 (de 142 mil anteriormente), com base em um cenário mais favorável para as empresas (projeção maior de lucros) e maior estabilidade na economia internacional. Acreditamos que a trajetória de desaceleração da inflação nos EUA levará o Fed a iniciar o ciclo de cortes de juros no 2T24, num movimento que deve ajudar a liquidez de mercados emergentes, como o Brasil. No Brasil, a robustez das contas externas favorece também a desinflação, e estimamos que a Selic chegará a 8,75% no fim de 2024, levando à expansão do crédito e à retomada do consumo e dos investimentos. Estimamos que o PIB crescerá 2,5% a.a., com composição mais sólida (mais setores da economia contribuindo para esse crescimento).

Economia internacional na direção de mares mais calmos... Apesar de algumas incertezas, o ciclo de aperto monetário adotado pelos principais bancos centrais no mundo deve levar à desaceleração da atividade econômica, possibilitando o início do ciclo do corte de juros pelas autoridades monetárias. Esperamos redução do déficit fiscal norte-americano e melhor ajuste entre demanda e oferta no mercado de trabalho nos EUA, o que deve possibilitar o controle da inflação e a redução nos juros no 2T24, o que abriria espaço para a migração de investimentos e de fluxo financeiro para países emergentes. Na Europa, vemos sinais – como menor confiança dos empresários, redução de impulsos fiscais e aumento na taxa de desemprego –, que dão suporte a um patamar menor de inflação e permitem ao Banco Central Europeu (BCE) iniciar o ciclo de redução de juros também no próximo trimestre.

...e economia brasileira navegando com juros menores.... Para o Brasil, nossa equipe econômica espera um superávit comercial de US\$ 86 bilhões em 2024, o segundo maior valor da série histórica, o que dará força ao real. Esse fator, junto ao ajuste gradual nas contas públicas, deve contribuir para o processo desinflacionário, favorecendo a continuidade do ciclo de cortes de juros e, assim, gerando efeitos positivos para a economia. Nesse cenário, estimamos recuperação das empresas em 2024, com alta de 17,8% nos lucros (ante 2023), refletindo alavancagem operacional com menor pressão de custos (inflação mais baixa) e um bom desempenho do consumo.

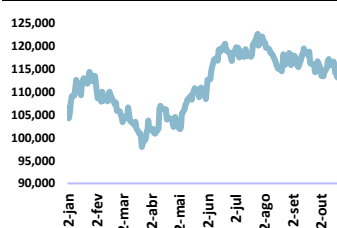
Maior otimismo e múltiplos atrativos. Com o novo cenário econômico, as revisões de estimativas para os resultados das empresas sob nossa cobertura nos levaram a um lucro por ação (LPA) do Ibovespa de 16.932 pontos. Revisamos nossas estimativas para o preço-alvo do Ibovespa chegando a um preço-alvo de 155 mil pontos no fim de 2024 (22% de potencial de retorno). Em nossa estimativa, o valor justo do Ibovespa equivale a 9,2x o lucro projetado (P/L) para 2025e, ante o múltiplo de 7,5x ao qual o índice é negociado hoje (desconto de 32% sobre sua média histórica de 10 anos). Grande parte do desconto é justificada pelos múltiplos da Vale e Petrobras. Porém, em uma análise comparativa dos atuais múltiplos de negociação setoriais com a sua média histórica de 5 anos, notamos que 15 de 17 setores são negociados hoje com desconto, evidenciando a atratividade do nosso mercado de ações. Nossas preferências setoriais para 2024 são: Serviços Financeiros, Construção/Shoppings, Commodities, Transportes, Utilidades Básicas e Consumo e Varejo (nomes de qualidade com melhora esperada para o 2S24).

Riscos para nosso cenário: (i) piora no cenário fiscal brasileiro; (ii) cenários climáticos adversos que impactem a inflação; (iii) demora maior dos impulsos de crédito de bancos para famílias e empresas; e (iv) choques nas economias globais que atrapalhem os cortes de juros.

Ibov

Preço atual	127.182
Preço-alvo (24e)	155.000
Potencial de valorização	21,9%

Ibovespa (últimos 12 meses)



Fonte: Bloomberg e Safr

Cauê Pinheiro

+55 11 3175 4266

caue.pinheiro@safra.com.br

Carolina Carneiro

+55 11 3175 4296

carolina.carneiro@safra.com.br

Eduardo Yuki

+55 11 3175 8929

Eduardo.yuki@safra.com.br

Nayane Kava

+55 11 3175 1433

nayanekava@safra.com.br

Luana Nunes

+55 11 3175 3994

luana.nunes@safra.com.br

Conteúdo

Cenário Macroeconômico.....	3
Cenários para o Ibovespa.....	12
Cenários para setores.....	21

Cenário macroeconômico: mares mais calmos em 2024

Eduardo Yuki e equipe econômica Safrá

Cenário econômico internacional: arrefecimento da atividade, redução da inflação e corte da taxa de juros devem beneficiar a liquidez para os emergentes

Cenário global menos aquecido. A economia mundial deverá arrefecer em 2024 em resposta aos efeitos do ciclo de aumento da taxa de juros adotado pelos principais bancos centrais e do fim dos impulsos fiscais implementados na pandemia e no início do conflito no Leste Europeu. O menor crescimento econômico deve contribuir para a redução da inflação e, conseqüentemente, esperamos corte na taxa de juros nos EUA e na Zona do Euro, o que favorecerá a liquidez para os países emergentes.

EUA: PIB menos robusto... A economia norte-americana deverá crescer 1,7% neste ano, após se expandir 2,5% em 2023. O desaquecimento refletirá o fim do impulso fiscal e o aperto monetário dos últimos anos. A perspectiva de estabilização nominal dos gastos discricionários do governo federal ajudará a reduzir o déficit fiscal para 6,3% do PIB em 2024, ante déficit de 7,5% no ano passado (ajustado ao empréstimo estudantil), o que implicará um pequeno impacto negativo sobre a demanda doméstica. Além disso, o aumento da taxa básica de juros para o intervalo entre 5,25% e 5,50% a.a. está sendo transmitido naturalmente para a atividade, como mostra o aperto nas condições de crédito que acontece há vários trimestres, detalhado na pesquisa *Senior Loan Officer* divulgada pelo Fed. Na esteira das condições financeiras mais apertadas, o saldo de empréstimos bancários ao consumidor diminuiu no último trimestre do ano passado.

...mercado de trabalho entrando em equilíbrio... Com relação ao mercado de trabalho, a demanda por trabalhadores pelas empresas se estabilizou ao longo do ano passado, enquanto a oferta de mão de obra seguiu em expansão, com forte contribuição da imigração. O excesso de demanda por trabalhadores passou de 6 milhões no início de 2022 para pouco mais de 2 milhões no fim do ano passado, o que tem ajudado a desacelerar o custo unitário do trabalho. Dessa forma, nosso indicador que mensura o custo de produção das empresas norte-americanas tem arrefecido e suportado o processo consistente de desinflação.

... e inflação que deve finalmente ceder. Nesse ambiente, a inflação deve se aproximar do centro da meta até o fim de 2024, o que permitirá que o Fed inicie o processo de redução gradual da taxa de juros no segundo trimestre. O menor retorno nominal nos títulos norte-americanos tende a favorecer o fluxo de investimentos para países emergentes.

Figura 1: EUA – Saldo de empréstimos bancários ao consumidor (nominal)

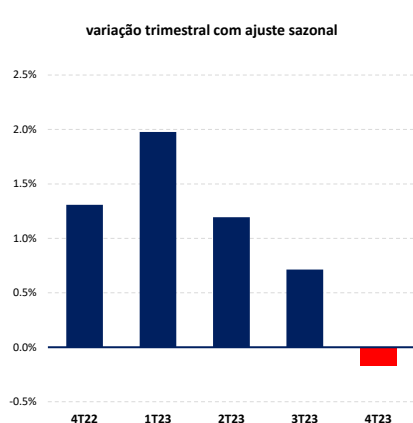


Figura 2: EUA – Custo unitário do trabalho

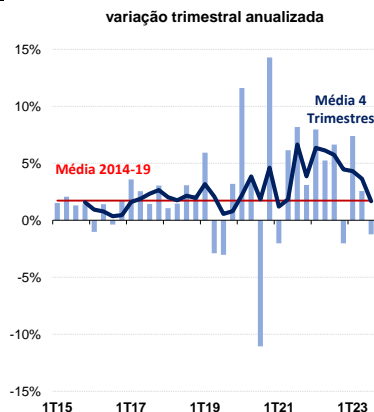
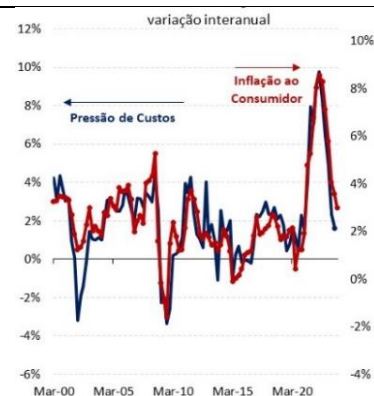


Figura 3: EUA – Inflação



Europa: atividade mais fraca. A atividade europeia apresentará desempenho fraco neste ano devido aos efeitos defasados do aperto monetário e à redução de impulsos fiscais implementados no início do conflito na Ucrânia. Na Alemanha, a queda das encomendas de fábrica tem prejudicado a produção industrial e mantido a confiança dos empresários em patamar historicamente baixo. A taxa de desemprego alemã subiu ao longo do ano passado, o que deteriora o orçamento familiar e o consumo pessoal. Assim, a inflação ao consumidor, que já começou a ceder, deve permitir ao BCE iniciar o ciclo de redução da taxa básica de juros no próximo trimestre.

Figura 4: Alemanha – Encomendas da indústria

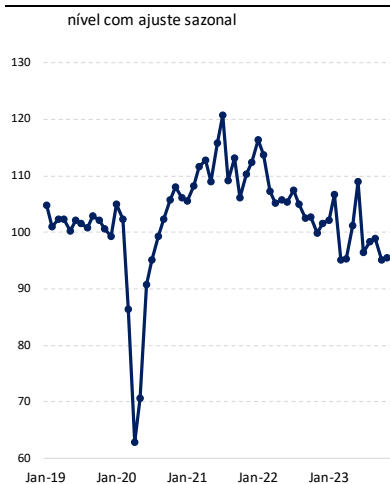


Figura 5: Zona do Euro – Núcleo da inflação

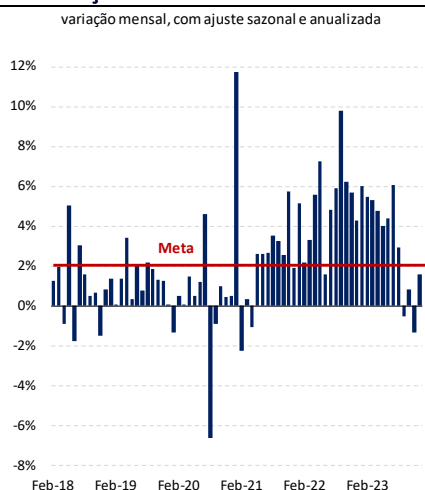
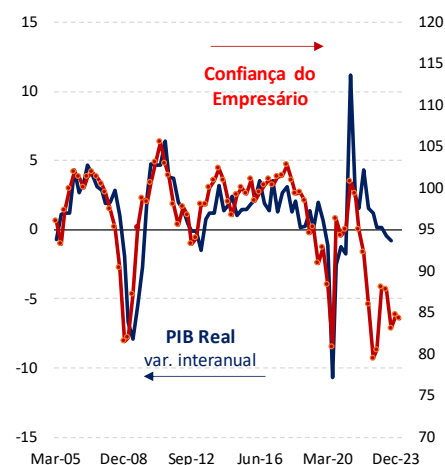
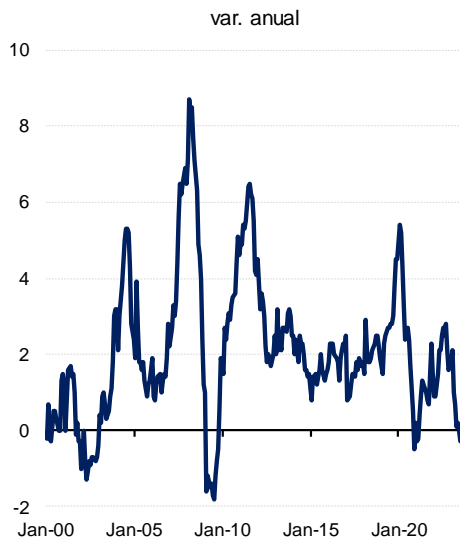
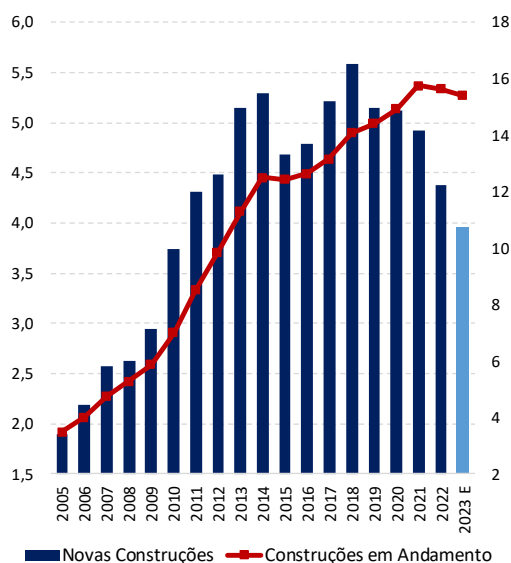


Figura 6: Alemanha – Atividade



Fonte: Safr e Bloomberg

China: desaceleração em curso. A atividade chinesa também desacelerará em 2024. A redução da taxa de poupança pessoal no primeiro semestre do ano passado beneficiou o consumo das famílias naquele período, especialmente de serviços, o que também se reflete no desempenho modesto das vendas no varejo. É importante destacar que a taxa de poupança pessoal voltou a subir no último trimestre, refletindo as incertezas e o baixo patamar da confiança dos consumidores. A retração do início das novas construções residenciais nos últimos dois anos antecipa uma queda das construções em andamento neste ano e prejudicará a atividade local. Além disso, os investimentos das empresas do setor privado seguem estagnadas, enquanto os investimentos das estatais mantêm ritmo de expansão razoável. Por fim, a estabilização da demanda mundial por bens manufaturados prejudica as exportações chinesas. Nesse ambiente, o arrefecimento do setor privado colaborou para reduzir os preços ao consumidor em 0,4% no ano passado, o que sustenta a expectativa de anúncio de novas medidas pontuais de estímulo pelo governo chinês ao longo dos próximos trimestres.

Figura 7: China – Mercado imobiliário
Figura 8: China – Inflação ao consumidor


Fonte: Safr e Bloomberg

Conclusão: mais liquidez para países emergentes. Portanto, a expectativa de desaceleração do ritmo de expansão mundial tem favorecido a estabilização do preço das commodities no mercado internacional, o que beneficia o ambiente desinflacionário. Além disso, a redução da taxa de juros nos EUA e na Europa deve beneficiar a liquidez para os mercados emergentes, como o Brasil.

Cenário para a economia brasileira: contas externas robustas, ajuste nas contas públicas, inflação menor, mais suporte para corte de juros e mais impulso para atividade econômica

Setor externo: elevado superávit comercial beneficia nossa moeda. O saldo comercial atingiu superávit recorde de US\$ 99 bilhões em 2023, favorecido pelas exportações de grãos, petróleo e minério de ferro. O resultado foi gerado pela enorme safra agrícola (maior produtividade, maior área plantada e clima favorável), pelo aumento significativo do volume exportado de petróleo (elevação da produção graças à maturação dos investimentos) e pelo crescimento das vendas de minério de ferro ao exterior. Por outro lado, a expansão moderada da demanda doméstica e o patamar desvalorizado da taxa de câmbio real ajudam a explicar parte da queda no volume importado, de cerca de 3% no ano passado. Outro fator que chamou atenção foi a queda de 10% nas importações de óleos combustíveis, enquanto o consumo nacional de gasolina e etanol subiu 6,2% e o de diesel expandiu 3,4% até novembro, evidenciando alguma substituição de combustível importado pelo produto nacional.

Figura 9: Brasil – Valor exportado de commodities selecionadas (US\$ bi)

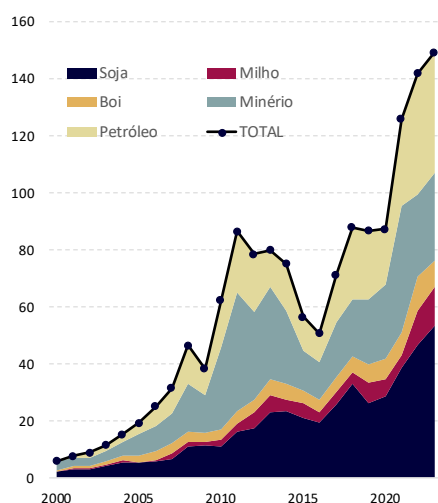


Figura 10: Brasil – Produção de petróleo (milhões de barris por dia)

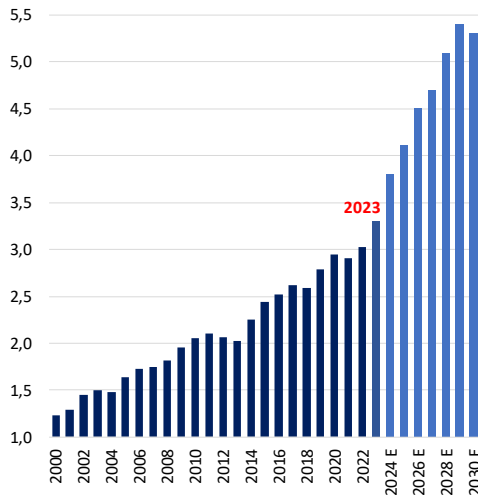
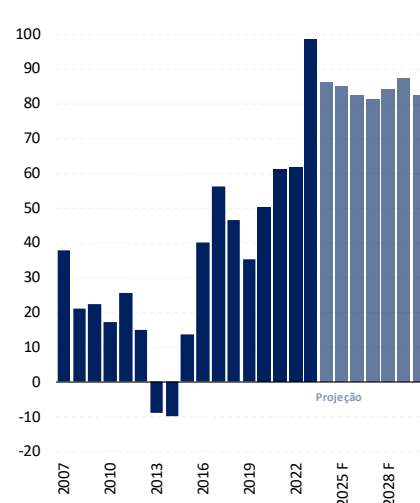


Figura 11: Balança comercial (US\$ bilhões)



Fonte: ANP, EPE, Secex e Safr

Saldo comercial robusto em 2024. Esperamos valor exportado de US\$ 337 bilhões em 2024, (ante US\$ 339 bilhões em 2023). Nossa estimativa inclui o impacto adverso do El Niño sobre a produção de soja e milho (que pode recuar cerca de 10%). Por outro lado, as exportações de carne bovina e petróleo devem subir, possibilitando uma pequena alta do volume total exportado. A precificação de ligeira queda do valor da soja, do minério e do petróleo no mercado futuro internacional sustenta nossa projeção de pequeno recuo no preço exportado. Já as importações aumentarão de US\$ 241 bilhões em 2023 para US\$ 250 bilhões em 2024, impulsionadas pelo crescimento esperado para a demanda doméstica (a redução da taxa de juros deve aumentar o consumo das famílias e o investimento das empresas), que deve ser parcialmente suprida com aumento das importações. Dessa forma, estimamos superávit comercial de US\$ 86 bilhões neste ano, o segundo maior da série histórica. É importante notar que o aumento da produção de petróleo esperado para os próximos anos permitirá manter o saldo comercial em torno desse patamar até o fim da década, mesmo considerando uma expansão relevante das importações.

Fluxo cambial favorável. Assim, as transações correntes apresentarão um pequeno déficit de 1,2% do PIB em 2024, amplamente financiado pelo ingresso de capitais. A redução da taxa de juros nos principais países desenvolvidos, a expectativa de melhora gradual das nossas contas públicas e a expansão da atividade brasileira favorecem o ingresso de investimento estrangeiro direto e em carteira. O resultado dessa dinâmica é que o fluxo cambial continuará positivo neste ano. Em 2023, houve ingresso líquido de US\$ 11 bilhões, sendo que o fluxo comercial ficou positivo em US\$ 49 bilhões e o financeiro, negativo em US\$ 38 bilhões. Para este ano, estimamos fluxo comercial em torno de US\$ 44 bilhões, incluindo a hipótese de que a razão entre o valor exportado embarcado e o contratado permaneça ao redor do mesmo patamar dos últimos 12 meses. Esperamos que a melhora do nosso prêmio de risco e a expansão econômica brasileira diminua a saída do fluxo financeiro e possibilite que o fluxo cambial líquido permaneça em torno de US\$ 10 bilhões neste ano. Portanto, o novo patamar do saldo comercial aumentou a solidez das contas externas. O excesso de oferta de moeda estrangeira tende a favorecer a nossa taxa de câmbio e, conseqüentemente, a auxiliar o processo desinflacionário, favorecendo a continuidade do ciclo de redução da taxa Selic

Atividade: PIB real deverá crescer 2,5%. A economia brasileira deverá crescer de forma não inflacionária em 2024, combinando um crescimento real do PIB de 2,5% e a convergência da inflação de preços livres para 3%. Os maiores riscos desse cenário são uma escalada do fenômeno

El Niño, com reflexo mais severo na agricultura, e uma eventual dificuldade de retomada da indústria manufatureira nacional.

Análise da dinâmica da demanda. Em 2023, a dinâmica benigna dos preços foi muito atribuída à desinflação mundial e à robustez do real, apoiada pelas exportações e pela política monetária contracionista, o que ajudou a segurar os preços domésticos. Com isso, apesar do consumo a preços correntes (nominal) ter desacelerado de 14,9% em 2022 para 8,1% em 2023, o consumo a preços constantes (real) foi vigoroso, crescendo 3,3%. Em 2024, o bom comportamento da inflação será essencial para sustentar o orçamento das famílias e possibilitar a continuação do ciclo de cortes de juros pelo Banco Central do Brasil, estimulando o crescimento do crédito às famílias e às empresas. Acreditamos que esses movimentos devam compensar a ausência de reajuste do Bolsa Família e dos salários de parte do funcionalismo federal, assim como a desaceleração dos dissídios coletivos, que tendem a limitar novamente o consumo nominal. Estimamos uma redução da inflação ao consumidor de 4,6% a.a. em 2023 para 3,5% a.a. em 2024, e, com isso, vemos o consumo crescendo 3,2% em termos reais, mais uma vez acima da média histórica.

Figura 12: Brasil – Consumo das famílias (nominal)

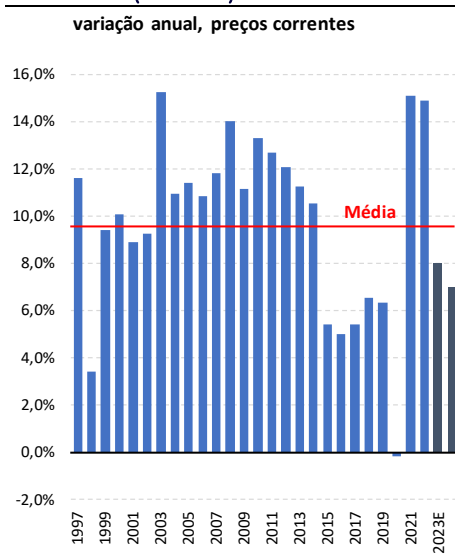


Figura 13: Brasil – Consumo das famílias (real)

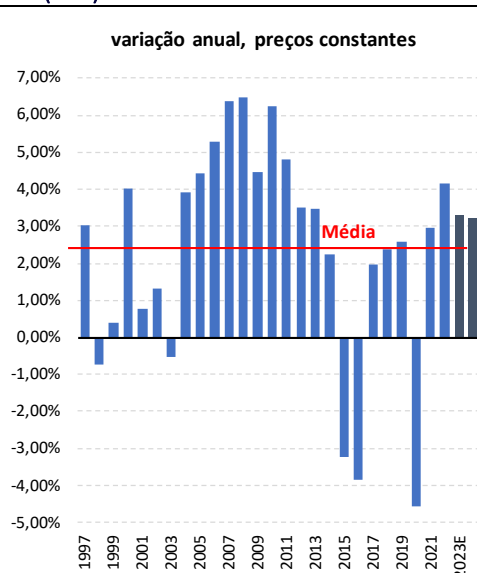
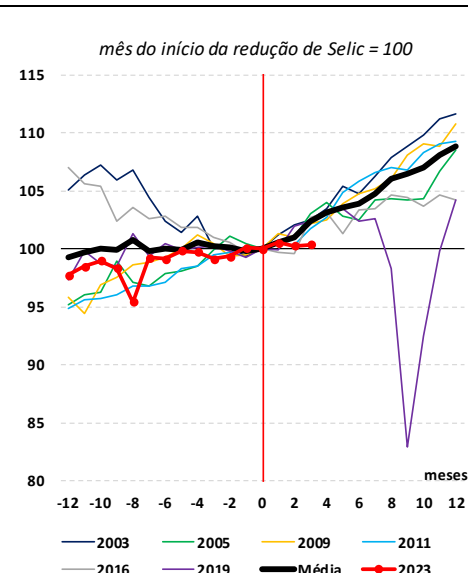


Figura 14: Brasil – Vendas no varejo restrito



Fonte: IBGE e Safr

Investimentos e demanda doméstica. Deve ganhar destaque o crescimento do consumo de bens manufaturados. Historicamente, os ciclos de redução da taxa de juros são acompanhados por uma expansão mais forte das vendas no varejo do que dos serviços às famílias. É interessante notar que o volume das vendas no varejo sempre melhorou alguns meses após uma redução da taxa Selic. Acreditamos que o aumento do consumo e a redução da taxa de juros impulsionarão os investimentos das empresas, uma vez que há uma relação bem consolidada entre queda das taxas de juros, aumento da confiança dos empresários e investimentos. Estimamos que os investimentos em máquinas e equipamentos deverão crescer acima de 4% diante da necessidade de recomposição de estoque de capital pela indústria nacional, enquanto o residencial apresentará desempenho mais modesto. O resultado da dinâmica descrita acima é um crescimento esperado de 2,7% da demanda doméstica em 2024, ante 1,8% em 2023.

Figura 15: Brasil – máquinas e equipamentos


Fonte: IPEA, FGV, Safr

Dinâmicas de oferta: agricultura. Estimamos que a produção agrícola ficará praticamente estagnada, enquanto os serviços e a indústria deverão sustentar o crescimento do PIB, com a possibilidade de o crescimento da indústria ultrapassar aquele dos serviços. O setor agropecuário deverá ter expansão de apenas 0,5% em 2024, com estabilidade no volume de produção da soja que, sob efeito do El Niño, deve contar com aumento da oferta do grão na Região Sul e redução no Centro-Oeste. O El Niño deve, ainda, prejudicar a safra de milho e trigo, ao passo que a produção pecuária, de café e cana-de-açúcar deve crescer.

Figura 16: PIB a preços constantes (crescimento real) – Ótica da demanda

Varição anual	2019	2020	2021	2022	2023 E	2024 E
PIB Real	1.2%	-3.3%	4.8%	3.0%	3.0%	2.5%
Consumo das Famílias	2.6%	-4.6%	3.0%	4.1%	3.3%	3.2%
Consumo do Governo	-0.5%	-3.7%	4.2%	2.1%	1.4%	0.9%
Investimentos	4.0%	-1.7%	12.9%	1.1%	-3.1%	2.9%
Exportações	-2.6%	-2.3%	4.4%	5.7%	8.7%	1.7%
Importações	1.3%	-9.5%	13.8%	1.0%	-0.7%	5.0%
Demanda Doméstica	2.2%	-3.9%	5.0%	3.2%	1.8%	2.7%

Fonte: IBGE e Banco Safr

Figura 17: Crescimento do PIB a preços constantes – Ótica da oferta

Varição anual	2021	2022	2023 E	2024 E
PIB Real	4.8%	3.0%	3.0%	2.5%
Agropecuária	0.0%	-1.1%	14.9%	0.5%
Indústria	5.0%	1.5%	1.1%	2.7%
Extrativa	3.6%	-1.4%	7.2%	3.6%
Transformação	3.8%	-0.5%	-1.0%	2.6%
Construção Civil	12.6%	6.8%	-0.9%	1.6%
Eletricidade, gás e água	1.5%	10.5%	6.0%	3.3%
Serviços	4.8%	4.3%	2.5%	2.3%
Comércio	4.5%	0.9%	1.1%	2.8%
Transporte, armazenagem e correio	6.5%	8.1%	2.9%	2.3%
Serviços de informação	13.9%	5.2%	3.0%	2.5%
Intermediação financeira, seguros, previdência complementar	-0.7%	-0.2%	6.5%	3.5%
Outros Serviços	9.0%	11.4%	2.5%	2.3%
Atividades imobiliárias e aluguel	1.9%	1.9%	3.0%	2.2%
Administração, saúde e educação públicas	2.6%	1.6%	1.2%	1.4%

Fonte: IBGE e Banco Safr

Dinâmicas de oferta: manufaturados. O aumento da demanda por bens manufaturados deverá beneficiar a indústria de transformação nacional, criando um potencial de crescimento de 2,6% para o setor. Assim, estimamos que o PIB da indústria poderá crescer 2,7% neste ano. Nossa projeção é amparada por uma modesta expansão da construção civil (+1,6%) e pela entrada de mais plataformas de produção de petróleo, que deve se refletir no crescimento de 3,6% da indústria extrativa.

Dinâmicas de oferta: serviços. O setor de serviços continuará crescendo, mas em ritmo ligeiramente menor, principalmente nos setores mais representativos. Esperamos que setor de transportes, por exemplo, cresça 2,3% (ante 2,9% em 2023), beneficiado pelo crescimento mais forte da indústria, compensando em parte a menor contribuição da produção agropecuária. Por sua vez, o segmento de intermediação financeira, após vários anos de estagnação, teve forte aumento em 2023. Esperamos que o setor se beneficie da retomada do crédito, de emissões nos mercados de capital e de preparativos das empresas para a realização de investimentos, inclusive via fusões e aquisições. No conjunto, estimamos que o PIB de serviços deverá crescer 2,3% em 2024, ritmo menor do que o nível de crescimento previsto para a indústria no ano que vem, mas próximo do ritmo de 2023.

Riscos para a projeção do PIB. Os principais riscos para esse cenário são: (i) Efeitos mais adversos do El Niño sobre o setor agrícola – Se a safra de soja recuar 5% e a de milho 15%, o PIB da agricultura diminuiria cerca de 3,0% e o PIB total teria crescimento real próximo de 2,1%. Esse cenário comporta também alguma pressão adicional nos preços, com maior aperto no orçamento familiar e, possivelmente, na política monetária, contribuindo, para um menor dinamismo na economia; (ii) Mais importações atendendo a demanda, prejudicando a produção doméstica – Se a indústria de transformação, que representa 15% do PIB, apresentar crescimento nulo ou negativo, a economia cresceria próximo de 2%. Apesar do índice de utilização da capacidade da indústria estar abaixo do nível de expansão da economia em vigor até 2014, aquele foi um período inflacionário e há dúvidas se a atual folga na capacidade produtiva é real. Assinale-se que apenas os setores de máquinas e equipamentos, derivados do petróleo, celulose e papel e bebidas apresentam hoje nível de produção acima do observado antes da pandemia. Os outros setores apresentam persistente declínio na produção.

Inflação e política monetária: convergência dos núcleos de inflação para o centro da meta permite redução da taxa Selic ao longo do ano. Em 2023, a inflação tendencial caiu rapidamente com a moderação dos preços das commodities no mercado internacional, a valorização cambial e o arrefecimento dos custos trabalhistas. O IPCA ficou em 4,6% no ano passado, dentro do intervalo de tolerância do regime de metas. Medidas trimestrais com ajuste sazonal mostram que as diversas métricas de núcleo da inflação já retornaram ao patamar anterior ao da pandemia. O bom comportamento da inflação se reflete também na queda do índice de difusão, isso é, na proporção dos itens que registram altas de preços.

Figura 18: Brasil – Núcleos do IPCA

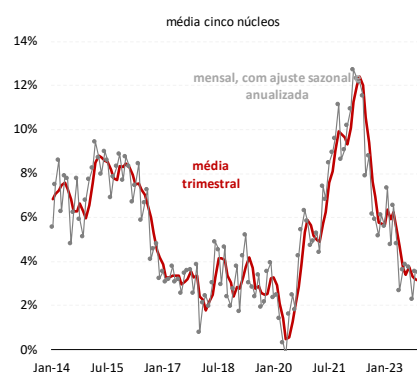
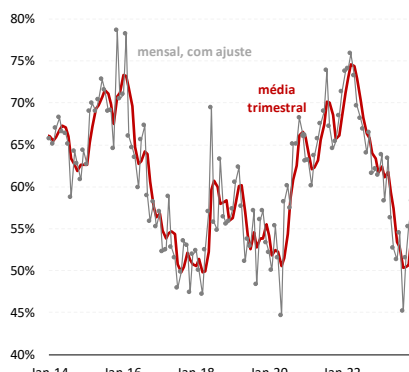


Figura 19: Brasil – Índice de difusão do IPCA



Fonte: IBGE e Safr

Os principais determinantes da inflação devem continuar bem-comportados neste ano. O menor crescimento mundial gera a expectativa de que o preço das commodities internacionais permaneça estável nos próximos trimestres. Um exemplo é o preço do petróleo Brent, que encerrou o ano passado em US\$ 78, e está precificado no mercado futuro com vencimento em dezembro deste ano ao redor de US\$ 76 (cotação do dia 15 de janeiro). A esperada valorização cambial em 2024 também ajudará a diminuir a pressão sobre reajustes de preços de combustíveis, alimentos e bens industriais, auxiliando no processo desinflacionário. Além disso, a redução da inflação nos últimos dois anos possibilita o arrefecimento dos reajustes salariais, contribuindo para uma dinâmica mais favorável para os preços de serviços. Dessa forma, nosso indicador que mensura os custos de produção das empresas brasileiras, que antecipou os ciclos anteriores de redução da inflação, deve continuar bem-comportado ao longo desse ano.

Figura 20: Brasil CRB BRL vs. IPA

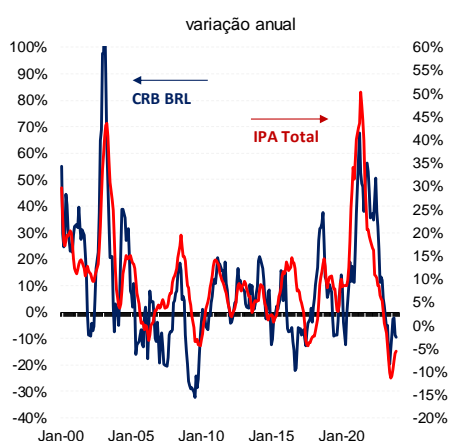


Figura 21: Brasil – Dissídios coletivos

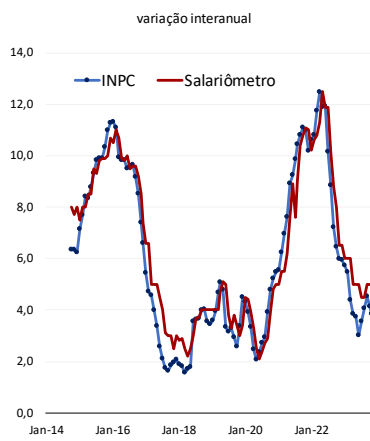


Figura 22: Brasil – Custo de produção e IPCA



Fonte: IBGE, FGV, FIPE, Bloomberg e Safr

IPCA caminhando para o centro da meta cria espaço para a continuidade dos cortes de juros. Estimamos um IPCA de 3,5% em 2024, incluindo o impacto exógeno de 0,5 p.p. da elevação de ICMS sobre combustíveis e os efeitos adversos do El Niño sobre os preços de alimentos. Ou seja, os núcleos devem continuar ao redor do centro da meta. A meteorologia é um risco altista, ainda que moderado, para a inflação de alimentos neste ano. Portanto, estimamos que o consolidado processo de redução dos núcleos da inflação cria espaço para a continuidade dos cortes de juros pelo Banco Central do Brasil até, pelo menos, 8,75% a.a. até o fim deste ano.

Figura 23: Projeções para IPCA

IPCA	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 E
IPCA	3.0%	3.8%	4.3%	4.5%	10.1%	5.8%	4.6%	3.5%
Preços Administrados	8.0%	6.2%	5.5%	2.6%	16.9%	-3.8%	9.1%	4.2%
Gasolina	10.3%	7.2%	4.0%	-0.2%	47.5%	-25.8%	12.1%	2.8%
Energia Elétrica	10.4%	8.7%	5.0%	9.1%	21.2%	-19.0%	9.5%	6.7%
Preços Livres	1.3%	2.9%	3.9%	5.2%	7.7%	9.4%	3.1%	3.3%
Não Duráveis	-2.7%	3.3%	6.7%	13.2%	9.4%	12.0%	0.2%	3.5%
Alimentação no Domicílio	-4.9%	4.5%	7.8%	18.2%	8.2%	7.5%	-0.5%	4.2%
Semi Duráveis	2.4%	0.9%	0.7%	-0.1%	10.2%	15.7%	2.7%	1.9%
Duráveis	-1.2%	1.7%	0.0%	4.5%	12.9%	6.1%	-0.4%	0.4%
Serviços	4.5%	3.4%	3.5%	1.7%	4.8%	7.6%	6.2%	4.3%
Passagem aérea	3.1%	16.9%	2.3%	-17.2%	17.6%	23.5%	47.2%	3.9%
Industriais	0.9%	1.0%	1.6%	3.2%	11.9%	9.5%	1.1%	1.3%

Fonte: IBGE, FIPE e Safr

Política fiscal: 2024 marca o primeiro ano do novo arcabouço fiscal. Esperamos que o resultado primário do governo consolidado melhore gradualmente ao longo dos próximos anos. O novo arcabouço fiscal é baseado em um tripé que busca equilíbrio de receitas, limites de despesas e metas de resultado primário, ao mesmo tempo em que resgata alguns princípios desejáveis de política fiscal, como a anticiclicidade, a flexibilidade e a sustentabilidade da dívida. Por construção, a nova regra permite que, em um contexto de crescimento econômico, a despesa seja capaz de crescer em termos reais, mas em ritmo inferior ao crescimento das receitas, levando assim à queda das despesas em relação ao PIB e à gradual melhora do resultado primário.

Política fiscal: resultados esperados. Para 2024, projetamos déficit primário de 0,6% do PIB, uma melhora frente ao déficit projetado de 2,5% do PIB em 2023 (incluindo o pagamento antecipado de precatórios fora do câmputo da meta fiscal em 0,9% do PIB). Considerando ainda despesas com juros da ordem de 6,0% do PIB, a dívida bruta subiria de quase 74% do PIB em 2023 para 76% do PIB em 2024. Estimamos receita líquida da União de R\$ 2.119 bilhões, isso é, R\$ 72 bilhões abaixo do orçamento do governo, devido à nossa expectativa de que as medidas aprovadas pelo Congresso possam gerar receita extra líquida de R\$ 68 bilhões (abaixo da expectativa do governo), além de um menor ingresso de recursos de concessões e permissões, especialmente aquelas computadas para ferrovias. Já as despesas devem ficar em R\$ 2.183 bilhões, apenas R\$ 5,3 bilhões abaixo daquela incluída no orçamento. Nossa projeção inclui maior gasto com benefícios previdenciários e com compensação com desoneração da folha de pagamentos, mas menor dispêndio com pessoal, além de contar com contingenciamento ao redor de R\$ 25 bilhões.

Futuro depende de esforço fiscal. No longo prazo, o sucesso do novo arcabouço dependerá da sua capacidade de produzir um superávit primário em torno de 1,5% do PIB no médio prazo, nível necessário para estabilizar o crescimento da dívida. Utilizando a hipótese de ausência de novas medidas arrecadatórias, o arcabouço proporcionará melhora gradual do resultado fiscal nos próximos anos e estabilização da dívida pública no início da próxima década, mantendo nossa solvência fiscal.

Conclusão: o ambiente econômico deve seguir positivo em 2024, com redução da taxa de juros e expansão da atividade doméstica. O menor ritmo de crescimento global consolidará o processo de redução da inflação global, permitindo redução da taxa de juros pelos principais bancos centrais, o que deve favorecer o ingresso de investimentos em países emergentes. No Brasil, enxergamos um superávit comercial de US\$ 86 bilhões neste ano, patamar historicamente elevado. Esperamos que a inflação no Brasil arrefeça para 3,5% em 2024, já incluindo os efeitos adversos do El Niño e o aumento de ICMS sobre combustíveis. O PIB real deverá se expandir em 2,5%, com destaque para o consumo das famílias e o investimento das empresas, impulsionados pelos efeitos do ciclo de redução da taxa de juros e, especialmente, pelo processo de desinflação em curso. As contas públicas devem apresentar déficit primário em torno de 0,6% do PIB, ante déficit de cerca de 2,5% do PIB em 2023. A perspectiva de estabilização da dívida pública no médio prazo mantém a solvência fiscal e já permitiu a redução de medidas de prêmio de risco no ano passado. Ao longo dos próximos trimestres, poderemos trabalhar com questões mais estruturais, especialmente as oportunidades de ampliação da nossa capacidade de produção em um novo mundo, que demanda bens e serviços com maior sustentabilidade ambiental, social e de governança.

Cenários para o Ibovespa: navegando ventos favoráveis

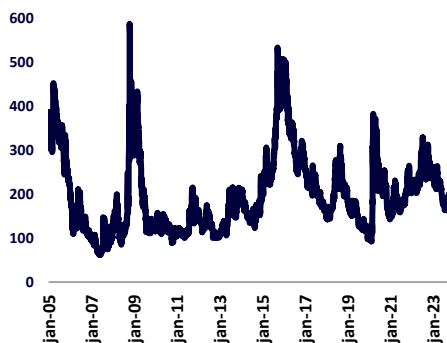
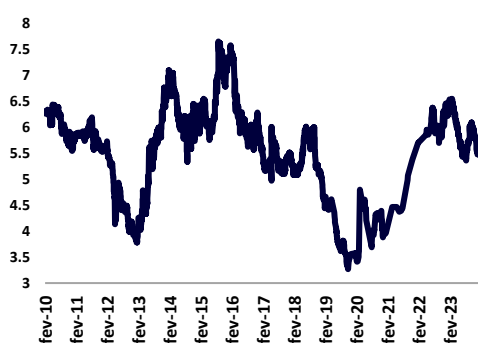
Cauê Pinheiro, Carolina Carneiro e equipe de análise de investimentos Safr

Cenário econômico mais benigno; estimativas de lucro revistas para cima e múltiplos ainda atrativos

Início da correção das expectativas para juros no Brasil... Embora ainda carregue um prêmio elevado, a curva de juro real brasileira de longo prazo (NTNB-2050) corrigiu para 5,7% (de 6,0%) desde outubro do ano passado, enquanto o CDS contraiu de 187 pontos para 138 pontos nesse mesmo período, por conta tanto de uma melhora, na margem, da percepção de risco fiscal (em virtude da aprovação de algumas medidas arrecadatórias e da Reforma Tributária no fim do ano passado) e como da percepção de um cenário de inflação mais benigno. Essa melhora também resultou em revisão da nota de crédito do país, que foi elevada de BB- para BB pela agência de risco S&P Global Ratings.

Figura 24: Taxa de juro real caiu 0,33 p.p. desde outubro de 2023

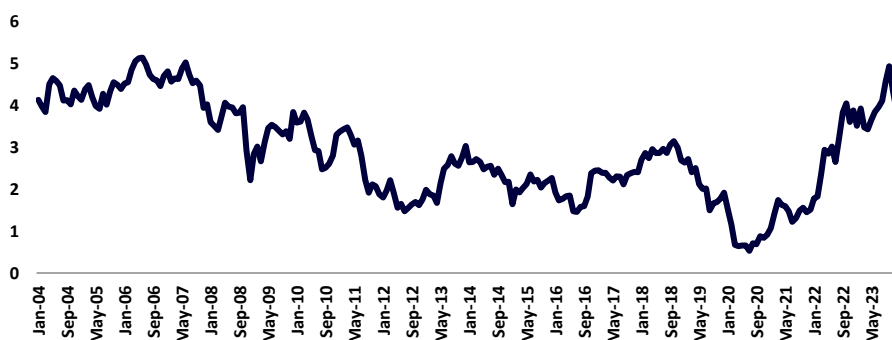
Figura 25: CDS mostrou contração de 50 pontos nos últimos 3 meses



Fonte: Safr, Bloomberg

...e o cenário internacional carrega riscos, mas há espaço para melhora... O cenário de desinflação descrito na seção sobre macroeconomia nos EUA, que deve abrir mais espaço para corte de juros naquele país em 2024, proporcionou um leve fechamento (cerca de 1 p.p.) na curva de juros de longo prazo do Brasil desde a nossa última revisão de preço-alvo para o Ibovespa. Porém, acreditamos que ela ainda carregue um prêmio de risco elevado. Acreditamos que haverá espaço para uma melhora ainda maior, embora possamos identificar alguns desafios importantes de curto prazo, como o risco fiscal e as eleições, que devem manter o prêmio de risco acima do que consideramos justo no curto prazo.

Figura 26: Treasury de 10 anos



Fonte: Safr, Bloomberg

...abrindo espaço para revisões de estimativas. A estimativa para o LPA de consenso de mercado Bloomberg para 2024 foi revisada para cima em 8% em comparação com aquela do início de 2023, enquanto as estimativas para o LPA de 2025 foram revisadas para cima em 16% desde janeiro de 2023. Adicionalmente, as estimativas para LPA para 2024 e 2025 cresceram 4,50% e 3,14% nos últimos 3 meses, respectivamente, sinalizando continuidade da melhora na perspectiva para os resultados das empresas nos próximos anos. Em relação às estimativas de consenso de mercado Bloomberg para o LPA do Ibovespa para 2025, elas apresentaram uma evolução positiva de 4,5% desde a nossa última atualização de preço-alvo para o Ibovespa, em outubro de 2023. Melhoras nas estimativas para Shoppings, Petróleo e Gás, Utilidades Básicas e Papel e Celulose justificam a evolução do LPA do Ibovespa nos últimos 3 meses. Acreditamos que parte dessa melhora seja derivada de um cenário que antes era mais pessimista com relação tanto à economia global quanto à doméstica. À medida que os economistas revisaram os cenários incorporando curvas mais controladas de inflação e redução da taxa de juros, os analistas começaram a incorporar melhoras em suas estimativas. Por outro lado, foram revisadas para baixo as perspectivas para Educação, Açúcar e Etanol e Tecnologia.

Figura 27: LPA do Ibovespa em 2025 – Consenso Bloomberg revisado para cima em 4,5% nos últimos 3 meses

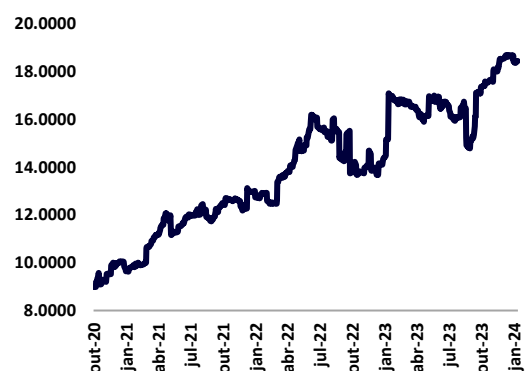
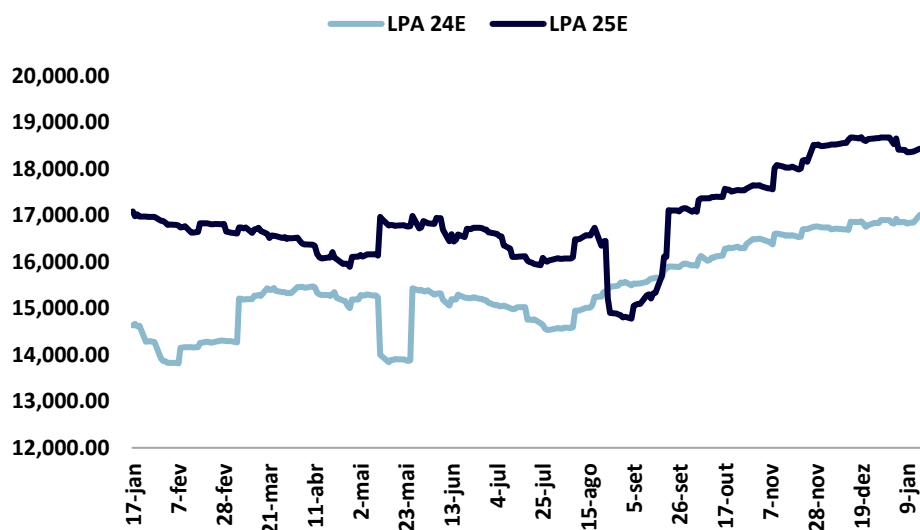


Figura 28: Revisões setoriais nos últimos 3 meses (consenso Bloomberg)



Fonte: Safr e Bloomberg

Figura 29: LPA do Ibovespa

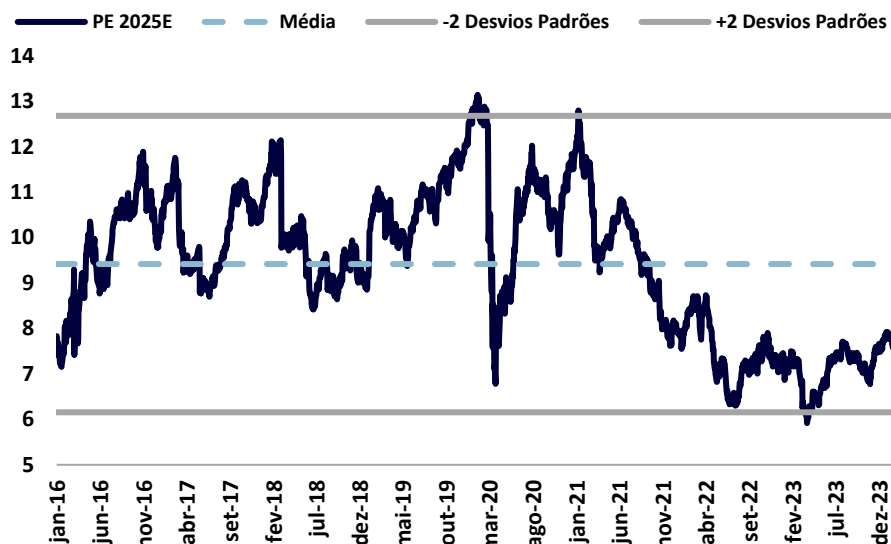


Fonte: Safr e Bloomberg

Múltiplos do Ibovespa ainda atrativos quando incorporamos as novas estimativas. Acreditamos que no patamar corrente do Ibovespa, investidores parecem ainda não contemplar o cenário mais positivo esperado para 2024. O Ibovespa está sendo negociado a 7,5x o lucro para 2025, de acordo com os nossos números (ou 7,6x, de acordo com os números de consenso de mercado Bloomberg,

conforme mostrado no gráfico abaixo). Estimamos um LPA de 16.932 em 2025, o que representa uma alta de 4,1% em relação aos números estimados para 2024. Ao nosso novo preço-alvo de 155 mil pontos (veja os detalhes das estimativas na próxima seção), o Ibovespa estaria sendo negociado a um múltiplo P/L 2025e de 9,1x.

Figura 30: Múltiplo P/L 2025e do Ibovespa perto da mínima dos últimos 5 anos



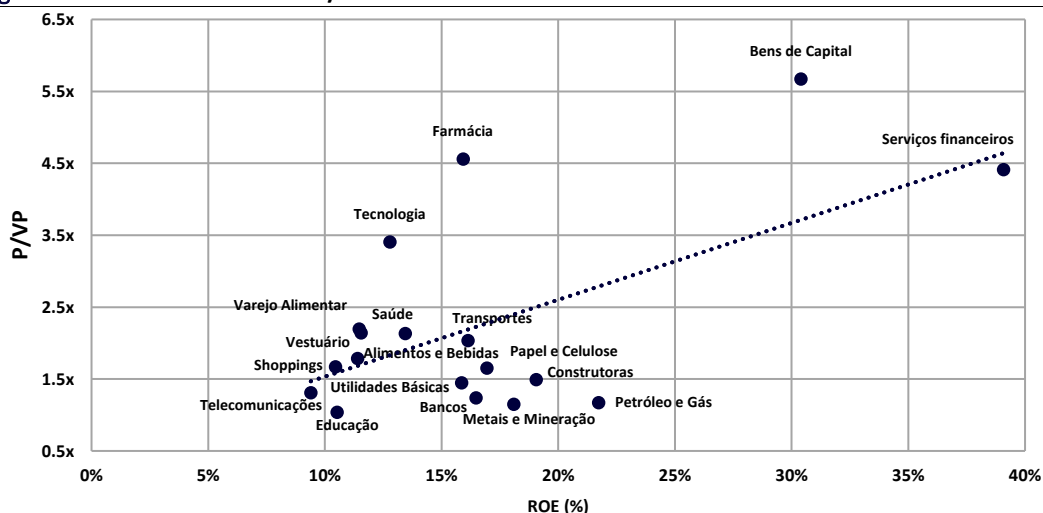
Fonte: Safr e Bloomberg

Análise dos setores corrobora visão mais favorável. Nossas preferências setoriais para 2024 são: Serviços Financeiros, Construção/Shoppings, Commodities, Transportes, Utilidades Básicas e Consumo e Varejo. Começando pelo setor de **Serviços Financeiros**, vemos perspectivas melhores para o mercado de capitais em 2024 diante da inflação em desaceleração e da queda de juros, o que impulsionará o fluxo de investimentos estrangeiros e os volumes de negociação no mercado de ações. Para os bancos, o ambiente de crédito será mais favorável, com redução da inadimplência e a retomada da originação. No setor **Imobiliário** e de **Construção**, o segmento de baixa renda deve continuar sendo o destaque, com novos lançamentos e ambiente inflacionário ainda estável. Já para **Shoppings**, esperamos que a boa dinâmica do setor durante 2023 se mantenha, pois a esperada redução na taxa de juros deverá impulsionar as vendas dos lojistas, possibilitando que as empresas do setor sigam pressionando por aumentos reais de aluguel. Para o **Varejo**, nosso time está otimista especialmente com o varejo discricionário. A queda de juros tende a ajudar o setor ao impulsionar o consumo e também em virtude do perfil alavancado das empresas. Para o **Varejo Farmacêutico** e o **Varejo Alimentar**, que são mais resilientes (para o bem e para o mal), o cenário também tende a ser favorável, favorecido por expansão de lojas e crescimento de vendas (com repasse de inflação). No caso de **Commodities**, destacamos petróleo e gás com viés positivo pelo aumento no volume de produção, apesar da volatilidade ainda presente nos preços devido às incertezas globais. Em **Transportes**, esperamos resultados resilientes para concessionárias, considerando o volume de tráfego nas estradas. Em **Utilidades Básicas**, esperamos um ano relativamente estável do lado regulatório – com renovação de concessões em condições razoáveis para empresas, volumes positivos (impulsionados pelo El Niño) e algumas oportunidades de crescimento via leilões de transmissão –, com viés positivo no caso de saneamento (privatizações e também leilões). Passamos detalhes sobre os demais setores na próxima seção.

Os setores de Petróleo e Gás, Siderurgia e Mineração, Construtoras e Bancos seguem apresentando boa relação entre rentabilidade e preço. Comparamos setorialmente o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE, na sigla em inglês) com o múltiplo de negociação preço sobre o valor patrimonial (P/VP), ponderando o cálculo pelo valor de mercado das empresas. O resultado mostrou os setores relacionados a commodities entre os que possuem melhor relação entre

rentabilidade e preço. Nesse segmento, os maiores destaques foram Petróleo e Gás e Siderurgia e Mineração, mas também vemos boas oportunidades em Construtoras e Bancos, cujo ROE projetado para 2024 está acima de 15% e o múltiplo P/VP está abaixo de 1,5x.

Figura 31: Valuation – ROE vs. P/VP 2024E



Fonte: Safrá e Bloomberg

Início ainda cauteloso, mas boas perspectivas para o 2S24. Apesar de continuarmos preferindo um posicionamento mais cauteloso e com maior peso em histórias de valor, acreditamos que, com o início do ciclo de queda de juros nos EUA e a manutenção das perspectivas positivas para a economia doméstica, as empresas de crescimento e cíclicos domésticos poderiam voltar ao radar dos investidores. Nos setores de Varejo Alimentício, Saúde, Transportes e Varejo de Vestuário enxergamos uma taxa de crescimento anual composta (CAGR, na sigla em inglês) do lucro nos próximos 3 anos de 249%, 41%, 37% e 35%, respectivamente. No Varejo Alimentício, vemos bom desempenho das empresas impulsionado por expansão de lojas e crescimento de vendas. No setor de Saúde, as operadoras continuarão se beneficiando da redução na sinistralidade através de aumento de preços e redução da pressão de custos. Para o setor de Transportes, acreditamos em um cenário mais favorável resultante da recuperação dos resultados das empresas de aluguel de carros e das concessionárias (de rodovias e ferrovias). O setor de Varejo de Vestuário se beneficiará das taxas de juros mais baixas, que devem levar a população a aumentar o consumo. Além disso, taxas de juros mais baixas aliviam a pressão sobre suas estruturas de capital alavancadas.

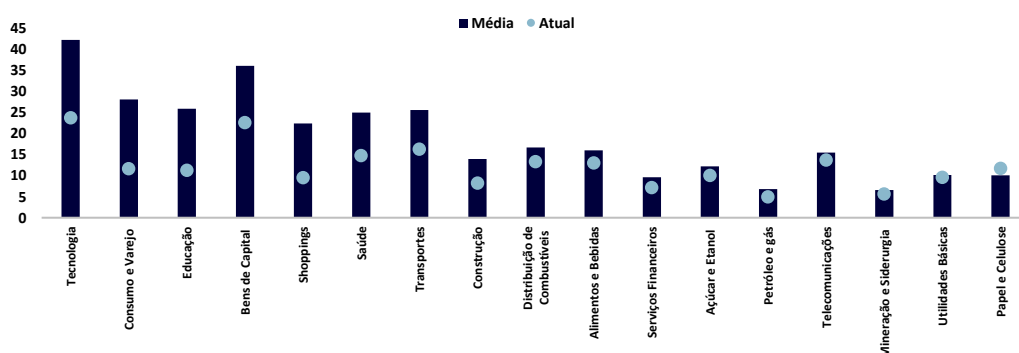
Figura 32: Maiores crescimentos de lucros

Sectores	LPA 2023E (R\$ mi)	LPA 2024E (R\$ mi)	LPA 2025E (R\$ mi)	LPA 2026E (R\$ mi)	CAGR (%)
Açúcar e Etanol	6.186	6.304	8.189	8.001	9,0%
Agro	-651	2.240	2.254	2.307	-
Alimentos e Bebidas	11.985	17.099	21.700	26.171	29,7%
Bancos	126.904	158.280	166.092	179.524	12,3%
Construtoras	1.718	2.249	2.803	3.100	21,7%
Distribuição de Combustível	3.666	3.897	4.451	4.254	5,1%
E-commerce	-2.050	127	1.001	1.452	-
Educação	-107	900	1.165	1.457	-
Indústria	4.860	7.635	8.895	10.048	27,4%
Metais e Mineração	61.722	65.094	48.426	38.506	-14,6%
Papel e Celulose	28.084	6.792	9.653	12.517	-23,6%
Petróleo e Gás	241.343	240.588	255.711	234.065	-
Saúde	4.152	7.302	9.188	11.634	41,0%
Serviços Financeiros	27.740	29.972	32.187	33.429	6,4%
Shoppings	1.977	2.634	3.080	3.273	18,3%
Tecnologia	716	930	1.201	1.471	27,1%
Telecom	6.446	9.300	12.026	13.548	28,1%
Transportes	5.100	9.448	11.700	13.077	36,9%
Utilidades Básicas	39.338	56.708	57.806	65.137	18,3%
Varejo Alimentício	94	1.887	3.268	3.994	249,2%
Varejo de Vestuário	1.526	2.190	3.053	3.729	34,7%
Varejo Diverso	-2.023	2.245	3.285	3.827	-

Fonte: Safrá, Bloomberg

Múltiplos descontados, independentemente de Vale e Petrobras. Após uma análise de múltiplos P/L 2025e setoriais, chegamos à conclusão de que a bolsa de valores está bastante atrativa, independentemente da diluição de múltiplos que Vale e Petrobras geram no índice Bovespa. Vemos o Ibovespa sendo negociado hoje a 7,5x o múltiplo P/L 2025e – um desconto de 32% sobre sua média histórica de 10 anos. Entendemos que boa parte do baixo múltiplo de negociação do Ibovespa é atribuída à alta representatividade de Vale e Petrobras (juntas, elas representam cerca de 28% do índice). No entanto, em uma análise comparativa dos atuais múltiplos de negociação setoriais com suas médias históricas de 5 anos, notamos que 88% (15 de 17) dos setores estão sendo negociados a um desconto, evidenciando a atratividade do nosso mercado de ações. Olhando para 2025, podemos observar bons descontos sobre a média histórica nos setores de Consumo e Varejo, Educação, Bens de Capital, Shoppings, Saúde e Transportes. Por outro lado, os setores de Papel e Celulose e Utilidades Básicas já parecem estar mais bem precificados.

Figura 33: P/L setorial – 2025



Fonte: Safrá, Bloomberg

Próximos resultados podem marcar um ponto de inflexão. A safra de resultados do último trimestre de 2023 começa em 31 de janeiro e acreditamos que estaremos próximos de um ponto de inflexão nos resultados corporativos, caso as estimativas de consenso de mercado Bloomberg para o 4T23 sejam confirmadas. Analisando o volume financeiro, após três trimestres consecutivos de contrações (ante o ano anterior) nos lucros, as estimativas de consenso de mercado apontam para uma expansão de 6,2% a.a. nos lucros no próximo trimestre. Os setores com maiores expectativas de crescimento no lucro na comparação anual são: Transportes, Concessões, Serviços Financeiros, Shoppings, Varejo e Tecnologia, Mídia e Telecomunicações.

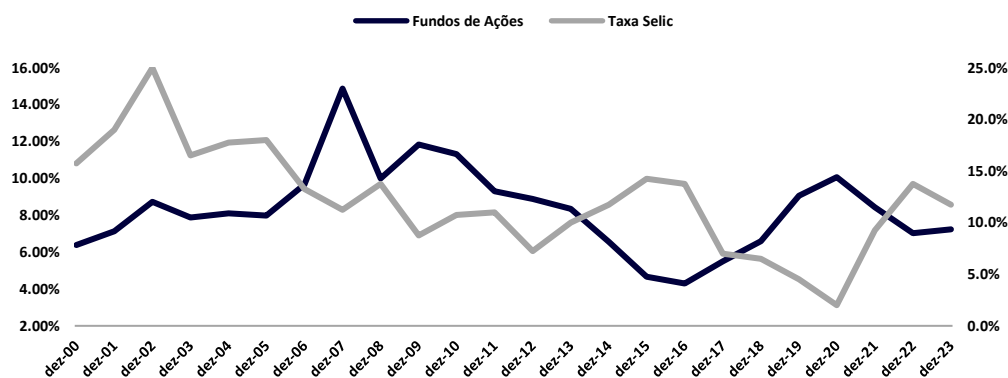
Figura 34: Lucros setoriais esperados para o 4T23 vs. 4T22 (R\$ milhões)

Setor	4T23	4T22	Var. (%)
Concessões	414,6	208,4	99%
Serviços financeiros	32.719,5	17.252,8	90%
Saúde	1.170,4	-86,8	-
Construção	804,2	-324,9	-
Farmácias	743,8	971,0	-23%
Shoppings	644,9	472,5	36%
Siderurgia e mineração	21.269,7	22.821,2	-7%
Petróleo e gás	36.324,1	48.472,3	-25%
TMT	2.266,9	1.696,0	34%
Transportes	1.338,7	566,2	136%
Varejo	4.028,4	3.116,5	29%
Industrial	153,1	123,4	24%
Utilidades básicas	10.290,5	10.298,8	0%
Alimentos e bebidas	6.102,4	5.796,6	5%
Consolidado	118.271,1	111.383,9	6,2%

Fonte: Safrá, Bloomberg

Queda nas taxas de juros deve começar a impulsionar a captação dos fundos de ações. Como é de se esperar, nos últimos 20 anos os fundos de ações aumentaram seu patrimônio líquido em períodos de queda da taxa de juros e se tornaram mais relevantes dentro do setor. A participação média dos fundos de ações no total da indústria de fundos foi de 8,3% nos últimos 20 anos, chegando a representar aproximadamente 15% em períodos de maior otimismo. Esses números contrastam com os atuais 7,2%. Acreditamos que a continuidade da queda de juros deve voltar a favorecer a captação dessa classe de fundos, o que poderia contribuir para a continuidade do movimento de alta do Ibovespa. Como mencionado, a estimativa de nossa equipe para a Selic, de 8,75% ao fim de 2024, irá gerar uma redução no juro real dos atuais 7,2 p.p. para 5,25 p.p., favorecendo investimentos mais sofisticados, como a renda variável. Esperamos que os juros em baixa favoreçam o aumento de fluxos de investidores institucionais e pessoas físicas para a B3, conforme ocorrido em 2016 e 2019.

Figura 35: Participação de fundos de ações no total de fundos vs. Selic



Fonte: Safr, Anbima

Figura 36: Fluxo de investidores institucionais vs. Selic

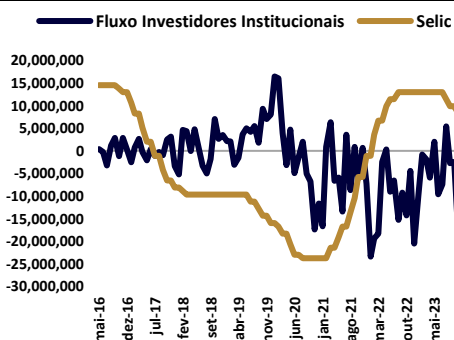
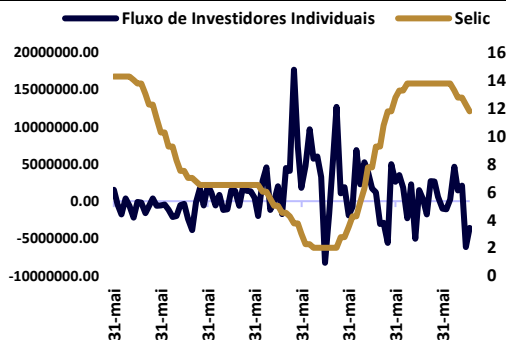


Figura 37: Fluxo de pessoas físicas vs. Selic

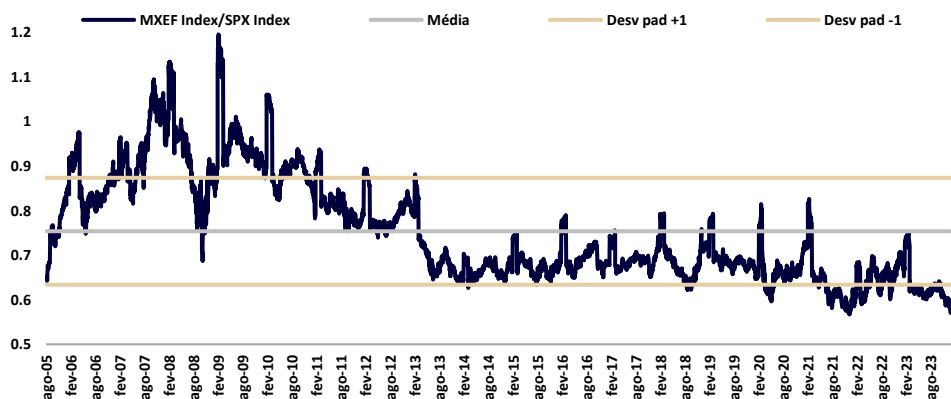


Fonte: Safr e Bloomberg

Desconto excessivo das bolsas de países emergentes, e o Brasil está entre os mais atrativos... Em termos relativos, notamos que o índice MSCI Mercados Emergentes (MSCI ME) está sendo negociado significativamente abaixo da sua média histórica se o compararmos com o S&P 500 (o múltiplo P/L 2024e do MSCI ME está em 11,4x vs. 20x do S&P 500, o que representa atualmente uma razão de 0,57, ou um desconto de 24% sobre a média histórica de 0,75 dos últimos 20 anos). Além disso, vemos a bolsa brasileira sendo negociada atualmente a um P/L 2024e de 7,8x, o que representa um desconto de aproximadamente 20% em relação à sua média histórica, considerando o crescimento esperado do LPA de 17,8% em 2024, o que posiciona a B3 entre as bolsas mais atraentes de países emergentes. A relativa estabilidade política do Brasil, o quadro de equilíbrio fiscal a médio prazo, a perspectiva mais favorável para a atividade econômica em relação a seus pares nos próximos anos e uma significativa recuperação nos resultados das empresas

devem contribuir positivamente para a continuidade da entrada de capital estrangeiro no mercado doméstico.

Figura 38: MSCI Mercados Emergentes/S&P 500 P/L 2024E



Fonte: Safrá e Bloomberg

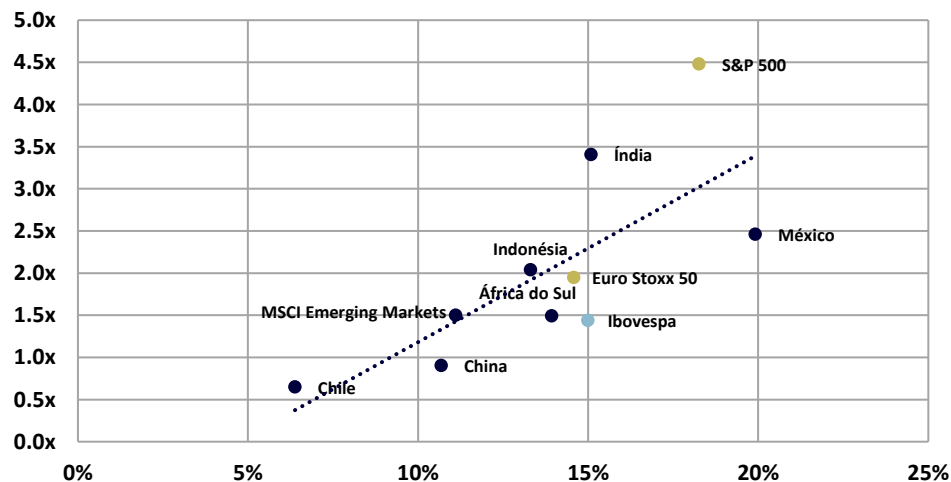
Figura 39: Brasil vs. Países emergentes

Mercados Emergentes	P/VP 24E	P/L 24E	Desconto para Média P/L de 5 anos	Crescimento LPA 24E (US\$)	Crescimento LPA 25E (US\$)	Crescimento LPA 26E (US\$)
China	0,9x	7,2x	-39,10%	3,0%	14,2%	12,2%
México	2,5x	12,6x	4,05%	5,1%	1,2%	3,6%
Índia	3,4x	19,7x	9,90%	16,8%	13,0%	3,5%
Chile	0,6x	9,4x	-15,65%	-16,5%	1,8%	18,1%
Indonésia	2,0x	13,8x	-8,24%	34,7%	8,9%	-
África do Sul	1,5x	9,5x	-56,12%	-1,3%	17,2%	9,5%
MSCI Emerging Markets	1,5x	11,2x	-6,14%	15,1%	17,0%	16,2%
Ibovespa	1,4x	8,0x	-20,84%	17,8%	4,1%	1,7%
S&P 500	4,5x	19,6x	6,91%	5,5%	12,7%	9,6%
Euro Stoxx 50	1,9x	12,4x	-10,03%	-0,7%	7,4%	4,3%

Fonte: Safrá e Bloomberg

...e com uma das melhores relações entre rentabilidade (ROE) e P/VP. Além do desconto do LPA, vemos o Ibovespa com uma relação bem interessante P/VP vs. ROE em comparação com outros mercados emergentes: P/VP de 1,4x e ROE próximo dos 15%, portanto, maior do que o de outras bolsas de países em desenvolvimento. Isso corrobora nossa visão construtiva para a continuidade do fluxo de investimentos estrangeiros para o mercado doméstico.

Figura 40: ROE vs. P/L de 24 países emergentes



Fonte: relação com investidores das companhias

Preço-alvo de 155 mil pontos para o Ibovespa para o fim de 2024

Revisando nossas premissas. Revisamos nossas estimativas para o preço-alvo do Ibovespa utilizando a metodologia de análise de múltiplos (modelo de Gordon), combinada com a análise da soma das partes (bottom up). Em nossa revisão de estimativas para o Ibovespa, utilizamos a combinação das metodologias (50/50) de múltiplos (154.081 pontos), baseada em nossas estimativas para o lucro do Ibovespa em 2025, com a análise bottom up (155.658 pontos), baseada em nossos modelos para as empresas e seus respectivos preços-alvos para 2024.

Figura 41: Evolução de estimativa do LPA do Ibovespa

2023	2024	2025	2026
13800	16258	16932	17214

Fonte: Safrá e Bloomberg

Primeira etapa: top down. Na análise top down (feita a partir de múltiplos), determinamos como múltiplo-alvo a razão de 9,1x (P/L), derivado do modelo de Gordon, que foi atualizado com nossas premissas para taxa de desconto e estimativa de lucro do Ibovespa em 2025. Em nosso modelo, reduzimos: (i) a estimativa para o percentual de distribuição de dividendos (payout) para 45,5% (de 47,25%); (ii) a premissa para prêmio de risco de mercado para 5,00% (de 5,25%); (iii) a premissa para risco-país para 2,5% (de 2,75%); e (iv) a premissa para o diferencial de inflação de longo prazo para 2% (de 2,5%). Elevamos a taxa livre de risco para 4% (de 3,00%), o que contempla um custo de capital próprio (cost of equity) de 13,5%. Estamos considerando uma taxa de crescimento dos lucros no longo prazo de 8,5% (de 8% anteriormente). Com isso, obtivemos um múltiplo P/L-alvo de 9,1x.

Figura 42: Premissas para o Ibovespa-alvo

(i)	Pay-Out	45,50%
(ii)	US: taxa livre de risco	4,00%
(iii)	Prêmio de risco de mercado	5,00%
(iv)	Risco país	2,50%
	Diferencial de Inflação de Longo Prazo	2,00%
(v) = (ii) + (iii) + (iv)	Custo do Capital Próprio	13,50%
(vi)	Crescimento de lucros no longo prazo (R\$)	8,50%
(vii) = (i) / [(v) - (vi)]	P/L alvo para os próximos 12 meses	9,1
	P/E alvo	9,1
	LPA IBOV (2025)	16.932
	Ibovespa-alvo 2024	154.081

Fonte: Safrá e Bloomberg

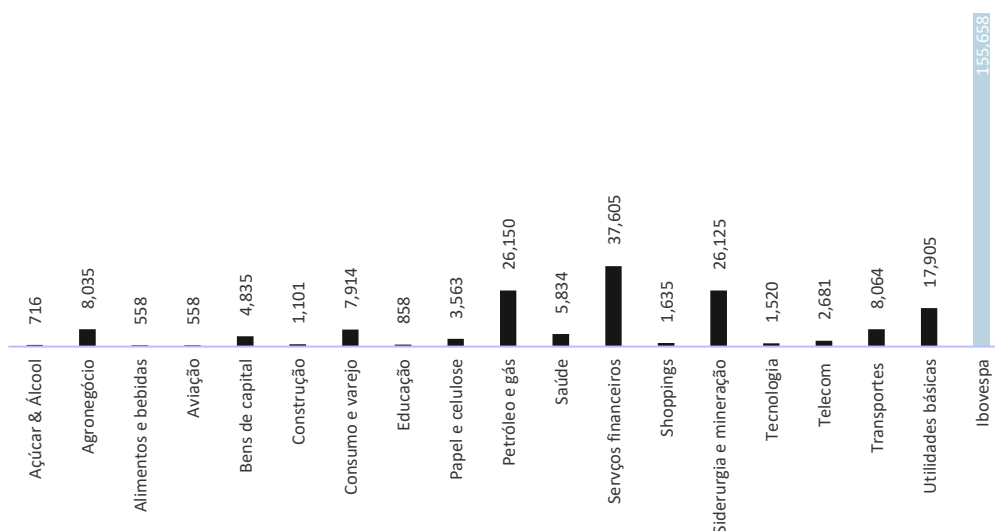
Figura 43: Análise de sensibilidade

	P/E - Ibovespa (x)					P/E - Ibovespa (x)						
	Ke					Ke						
	12,50%	13,00%	13,50%	14,00%	14,50%	12,50%	13,00%	13,50%	14,00%	14,50%		
Growth	7,50%	9,1	8,3	7,6	7,0	6,5	7,00%	154.081	140.074	128.401	118.524	110.058
	8,00%	10,1	9,1	8,3	7,6	7,0	7,50%	171.201	154.081	140.074	128.401	118.524
	8,50%	11,4	10,1	9,1	8,3	7,6	8,00%	192.602	171.201	154.081	140.074	128.401
	9,00%	13,0	11,4	10,1	9,1	8,3	8,50%	220.116	192.602	171.201	154.081	140.074
	9,50%	15,2	13,0	11,4	10,1	9,1	9,00%	256.802	220.116	192.602	171.201	154.081
Tgt. Ibov												

Fonte: Safrá e Bloomberg

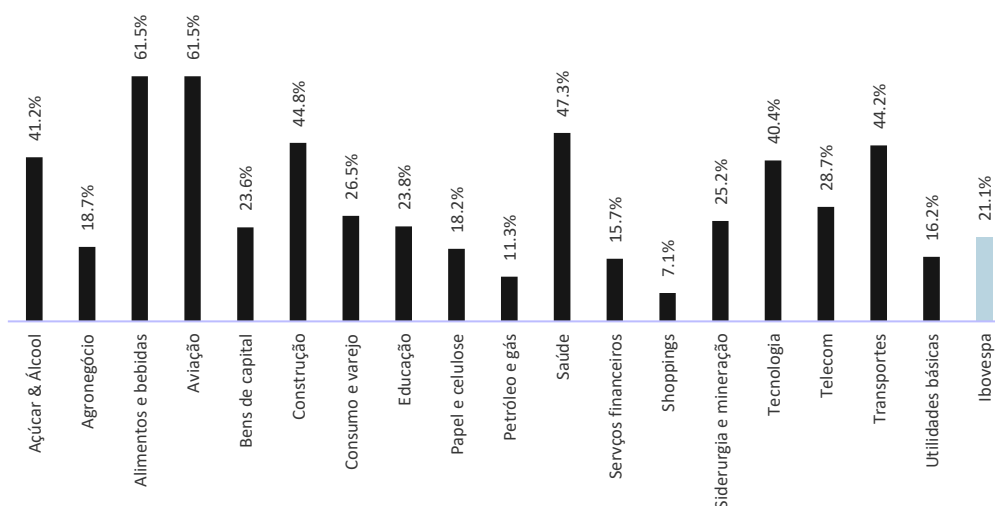
Segunda etapa: bottom up. Se adotarmos a análise da soma das partes (ou bottom-up) baseada em nossos modelos para as empresas e seus respectivos preços-alvos para 2024 e o preço-alvo de consenso de mercado para as empresas que não estão sob nossa cobertura, teríamos o Ibovespa a 155.658 pontos no fim de 2024.

Figura 44: Projetamos o Ibovespa a 155.658 pontos através da análise da soma das partes



Fonte: Safrá e Bloomberg

Figura 45: Os setores com as maiores valorizações potenciais em 2024 são: Alimentos e Bebidas, Aviação, Saúde, Transportes, Açúcar e Etanol, e Tecnologia



Fonte: Safrá e Bloomberg

Riscos para nossa tese para o Ibovespa. Acreditamos que os principais riscos para nossa avaliação do preço-alvo do Ibovespa são: (i) desaceleração mais forte do que a esperada da economia global; (ii) deterioração fiscal adicional no 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 o diferencial de juros; (vii) mudanças tributárias com impacto negativo para as empresas; e (viii) acirramento dos conflitos geopolíticos.

Cenários para setores em 2024

Equipe de análise de investimentos Safr

Cenário macro ajudando perspectivas micro

Cautela, mas com sinais claros de melhora. Com base no cenário macro, nossos analistas fizeram um resumo dos principais pontos das teses setoriais.

- 1. Consumo e Varejo:** Nosso time está otimista, especialmente com Varejo Discricionário. Após o ciclo de aperto monetário, a queda de juros tende a ajudar o setor aumentando o consumo e favorecendo as empresas, considerando seu perfil mais alavancado. Para os setores de Farma e Varejo Alimentar, que são mais resilientes (para o bem e para o mal), o cenário também tende a ser favorável, impulsionado por expansão de lojas e crescimento de vendas (com repasse de inflação). Nossas preferências são: Grupo SBF (SBFG3, preço-alvo de R\$15,20/ação, Compra) e Lojas Renner (LREN3, preço-alvo de R\$21,70/ação, Compra)
- 2. Mineração e Siderurgia:** O cenário de siderurgia é melhor do que o de mineração devido aos preços menores de minério e ao controle de custos nas siderúrgicas. Estimamos preços de minério em US\$ 119/t em 2024, vs. US\$ 120/t em 2023, com mais embarques em 2024. Nossas preferências são: Vale (VALE3; preço-alvo de R\$90,50/ação; Compra) e Usiminas (USIM5; preço-alvo de R\$11,00/ação; Compra)
- 3. Petróleo e Gás:** Em Petróleo e Gás, o viés é positivo em virtude da expectativa de volumes de produção maiores, apesar da volatilidade ainda presente nos preços devido às incertezas globais, como conflitos em regiões produtoras e a demanda chinesa. Nossa preferência é: 3R (RRRP3, preço-alvo de R\$86,00/ação, Compra).
- 4. Construção:** No setor Imobiliário e de Construção, o segmento de baixa renda deve continuar sendo o destaque. Após as mudanças no programa MCMV, projetamos impactos positivos em preços e lançamentos. Esperamos um ambiente favorável para os segmentos de renda média e alta, também influenciado pelo novo ciclo monetário. Nossas preferências são: Direcional (DIRR3; preço-alvo de R\$28,40; Compra) e Lavvi (LAVV3; preço-alvo de R\$12,40; Compra).
- 5. Shoppings:** No segmento de Shoppings, projetamos que a boa dinâmica do setor em 2023 se mantenha em 2024, pois a esperada redução na taxa de juros deverá impulsionar as vendas dos lojistas, permitindo que as empresas do setor sigam pressionando por aumentos reais no aluguel. Nossa preferência é: Iguatemi (IGTI11; preço-alvo de R\$26,00; Compra).
- 6. Saúde:** Para o setor de Saúde, vemos melhores perspectivas à medida que os operadores normalizam gradualmente os seus índices de sinistralidade com aumentos de preços e a pressão sobre os custos se estabiliza. Nossas preferências são: Hapvida (HAPV3; preço-alvo de R\$6,00/ação; Compra) e Oncoclínicas (ONCO3; preço-alvo de R\$19,00/ação; Compra).
- 7. Alimentos e Bebidas:** No setor de Alimentos e Bebidas, vemos maiores riscos para os custos de insumos, como grãos e gado, e para a demanda global por proteínas – ainda sem sinais de melhora significativa. Nossas preferências são: JBS (JBSS3; preço-alvo de R\$32,00/ação; Compra) e Marfrig (MRFG3; preço-alvo de R\$15,00/ação; Compra).
- 8. Financeiro:** Para o setor Financeiro, vemos perspectivas melhores para o mercado de capitais em 2024 em virtude da inflação em desaceleração e da conseqüente queda de juros, que deve impulsionar o fluxo de investimentos estrangeiros e os volumes de negociação no mercado de ações. Para os Bancos, o ambiente de crédito será mais favorável, com redução da inadimplência e a retomada da originação. Em Seguros, o

impulso do resultado financeiro deve ser menor, dada a queda esperada na Selic. Em Pagamentos, o cenário melhorou ligeiramente, mas ainda vemos riscos de deterioração no ambiente competitivo. Nossas preferências são: B3 (B3SA3; preço-alvo de R\$19,00; Compra) e (ITUB4; preço-alvo de R\$37,00; Compra).

9. **Utilidades Básicas:** Esperamos um ano relativamente estável para o setor considerando que a queda nos juros deve ajudar players de capital intensivo e que teremos um baixo número de revisões tarifárias e poucos leilões de transmissão. O El Niño deverá continuar impulsionando a demanda por energia, guiando o nível de despacho térmico e afetando o preço de energia, que deverá operar acima da mínima histórica. Para o setor de Saneamento, esperamos um ano com diversos leilões e o avanço do processo de privatização da Sabesp. Nossas preferências são: Eletrobras (ELET3; preço-alvo de R\$47,50/ação; Compra) e Sabesp (SBSP3; preço-alvo de R\$80,20/ação; Compra).
10. **Bens de Capital:** As empresas de autopeças devem seguir se beneficiando da melhora do ambiente de produção e de vendas de veículos. Nossa preferência é: Frasle (FRAS3; preço-alvo de R\$21,20; Compra).
11. **Transportes:** Temos uma visão de curto prazo neutra para locação de veículos leves, com resultados ainda impactados por depreciação elevada e vendas fracas de seminovos, mas temos visão positiva para locação de veículos pesados, considerando o grande e pouco penetrado mercado potencial. Nossa preferência é para Vamos (VAMO3; preço-alvo de R\$17,50; Compra).
12. **Concessões:** Para Concessionárias, esperamos resultados resilientes com base no volume de tráfego nas estradas, embora tenhamos visão neutra para ferrovias devido aos riscos relacionados à produção de grãos no país em função de questões climáticas. Nossa preferência é: Ecorodovias (ECOR3; preço-alvo de R\$ 7,20; Compra).
13. **TMT:** O setor de Telecomunicações deve apresentar um 2024 positivo, já que as empresas continuarão se beneficiando das sinergias com os ativos da Oi e da maior racionalidade competitiva no segmento móvel. Em Tecnologia, apesar de algumas tendências ainda mistas, devemos ver recuperação gradual das margens operacionais de lucro ao longo do ano. Nossas preferências é: TIM (TIMS3; preço-alvo de R\$21,50; Compra).

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 Safra Corretora e/ou ao Banco Safra. Considerando que as opiniões pessoais dos analistas de investimentos podem divergir, a Safra Corretora e/ou o Banco Safra 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 Safra Corretora, sendo parte desta proveniente das atividades relacionadas ao banco de investimento. Desta forma, assim como a remuneração de todos os colaboradores da Safra 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, Alfa Holdings S.A., Aliança Agrícola do Cerrado S.A., Allianz Trust Renda Imobiliária FII - 6ª emissão, Alianza Urban Hub Renda FII - 3ª Emissão, Almacenes Éxito S.A., Ambipar Participações e Empreendimentos S.A., Atacadão S.A., 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, Bocaina Infra FIC FI RF Crédito Privado - 4ª Emissão, BR Properties S.A., Bracell SP Celulose Ltda., Braskem S.A., BRF S.A., BTG Pactual, BTG Pactual Dívida Infra FIC – 3ª emissão, BTG Pactual Logística FII - 12ª Emissão, Buena Vista US High Income ETF, Camil Alimentos S.A., Canuma Capital Multiestratégia, Capital Regai FIP, Capitânia FIC FI Infra Renda Fixa CP – 5ª emissão, Cartesia Recebíveis Imobiliários – FII, CashMe, Cashme Soluções Financeiras S.A., Cemig Distribuição 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., Consórcio Alfa de Administração S.A., Corsan - Companhia Riograndense de Saneamento, Cosan S.A., CPX Distribuidora S.A., CSHG Logística FII - 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., EQI Recebíveis Imobiliários FII - 2ª Emissão, Equatorial Goiás Distribuidora de Energia S.A., Equatorial Participações e Investimentos S.A., Eucatex S.A. Indústria e Comércio, Exes Araguaia Fiagro - 3ª emissão, Exes Araguaia FIAGRO - 4ª Emissão, F3 Fundshares FIM - 1ª emissão, Farmácia e Drograria Nissei, Fator Verita Multiestrategia FII – 1ª emissão, Ferrari Agroindústria S.A., FG Agro Fiagro - 3ª Emissão, Financeira Alfa S.A., Fundo de Investimento Imobiliário Atrio Reit Recebíveis Imobiliários, Fundo de Investimento Imobiliário Riza Terrax, Fundo Investimento Imobiliário TG Ativo Real, Furnas Centrais Elétricas, Genial Malls FII – 5ª emissão, GGR Covepi FII - 6ª Emissão, GLP Capital Partners Gestão de Recursos, GPA - Grupo Pão de Açúcar, Grupo José Alves, Guardian Logística FII - 5ª Emissão, Hedge Brasil Shopping FII - 9ª Emissão, Hedge TOP FOF FII - 15ª Emissão, Hypera S.A., Iguá Rio, Iguatemi S.A., Inter Amerra Fiagro-FII - 1ª emissão, Inter Desenvolvimento 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., Jasc Renda Varejo Essencial FII - 4ª Emissão, 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 Hedge Fund FII - 2ª Emissão, Kinea Oportunidades Real Estate FII - 1ª Emissão, Kinea Unique HY CDI FII - 2ª emissão, Lavvi Empreendimentos Imobiliários S.A., Life Capital Partners FII - 4ª emissão, Life Capital Partners FII - 5ª Emissão, Localiza Rent a Car S.A., 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, Maxi Renda FII - 9ª Emissão, Mezzani Alimentos Ltda, Minas Mineração 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, Nex Crédito FIAGRO Imobiliário - 1ª Emissão, Nitro Química S.A., Nortis Incorporadora e Construtora S.A., Oncoclínicas do Brasil Serviços Médicos S.A., One Innovation Empreendimentos e Participações S.A., Órama High Yield II – 2ª emissão, Ourinvest Innovation Fiagro Imobiliário - 2ª emissão, Parsan S.A., Patrimar Engenharia S.A., Pedra Agroindustrial, Petrobras - Petróleo Brasileiro S.A., Raízen Energia S.A., RBR Crédito Imobiliário Estruturado – 6ª emissão, RBR Plus Multiestratégia Real Estate FII - 3ª emissão, RBR Premium RI FII - 2ª 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 Akin Fundo de Investimento Imobiliário – FII, Riza Terrax FII - 3ª Emissão, Santander Papéis Imobiliários FII

– 1ª emissão, Sendas Distribuidora S.A., SFI Investimentos do Agronegócio - Fiagro - 2ª emissão, Simpar S.A., SLC Agrícola S.A., Solar Serra do Mel B S.A., Sparta Fiagro Cadeias Produtivas Agroindustriais - 2ª emissão, Sparta FIC FI Infra - 5ª Emissão, Sparta Infra FIC FI - 2ª emissão, SPX Syn Multiestratégia FII - 2ª Emissão, Suno Energias Limpas RO - 1ª Emissão, Suno Multiestratégia FII - 2ª Emissão, TAG - Transportadora Associada de Gás, Tellus Rio Bravo Renda Logística FII - 6ª Emissão, TG Ativo Real FII - 12ª Emissão, Top Service Serviços e Sistemas S.A., Transmissora Aliança de Energia, TRX Real Estate FII - 9ª emissão, Unidas Locações e Serviços, Unidas Locadora, Unimed Investcoop Nacional FII - 3ª emissão, Urca Capital Partners – BDR, Urca Prime Renda FII - 8ª emissão, Valora CRA - Fiagro - 4ª emissão, Valora Hedge Fund FII - 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, Vinci Shopping Centers FII - 10ª Emissão, Vitru Brasil Empreendimentos Participação e Comércio S.A., Wickbold & Nosso Pão Indústrias Alimentícias Ltda., XP Crédito Agrícola Fiagro - 4ª emissão, XP Infra II FIP - 4ª Emissão, XP Malls FII - 9ª Emissão.