

Resumo: Juros menores e lucros crescentes devem manter o Ibovespa em alta nos próximos meses em nossa visão. A queda no preço das commodities é o maior risco para a materialização deste cenário positivo. Aumento de juros nos países desenvolvidos é outro risco.

Target para o Ibovespa em 150 mil (ref. Dez/23)

Neste relatório apresentamos nosso target para o Ibovespa com referência no final de 2023. Acreditamos que o Ibovespa deve manter a tendencia de alta dos últimos meses em função do fim do ciclo de aumento de juros (e início de um ciclo de redução de juros em 2023) e em função do crescimento do lucro das empresas.

Aumentamos o target do Ibovespa para 150 mil pontos (ref. final de 2023)

			Preço / Lucro		Target Ibovespa	Potencial Retorno
	2023	2024	Atual	2023		
Pessimista	14.000	14.000	6,9x	8,5x	119.000	2%
Base	15.000	16.000	6,9x	9,5x	152.000	30%
Otimista	16.000	18.000	6,9x	10,5x	189.000	61%

Acreditamos que o lucro por ação (LPA) do Ibovespa deve apresentar leve crescimento nos próximos dois anos em função principalmente do crescimento do lucro das empresas com foco no mercado doméstico (Ibovespa Ex-Commodities). Historicamente, o lucro por ação deste grupo cresceu ao redor de 10% ano e acreditamos que esta tendencia será mantida nos próximos anos (na verdade, há risco dos números serem melhores que a média histórica). Por outro lado, as empresas produtoras de commodities como Vale e Petrobras, devem apresentar uma leve contração nos lucros em função da queda no preço das commodities, particularmente petróleo e minério de ferro (as mais relevantes para as empresas listadas na bolsa).

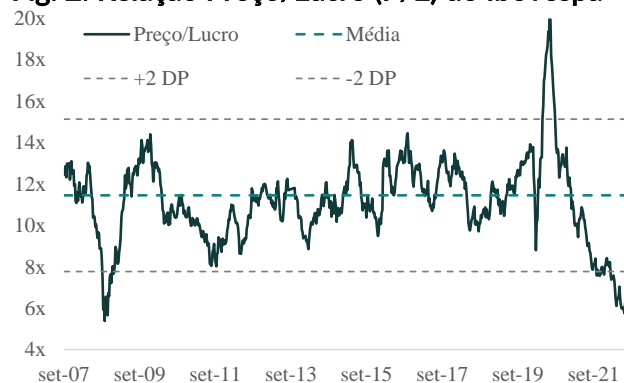
Como já destacamos anteriormente, o “valuation” do Ibovespa está bastante descontado. Isto tanto no grupo de produtores de commodities como no grupo de empresas voltadas para o mercado doméstico. Uma das razões para isto é o juro alto atualmente no Brasil. A queda dos juros em 2023 deve fazer com que o valuation aumente dos atuais 6,9x para 9,5x em nossos cálculos (ainda abaixo da média histórica). Estes dois fatores juntos, aumento no lucro por ação (LPA) do Ibovespa mais aumento na relação preço/lucro (P/E) explicam nosso target de 150 mil pontos para o Ibovespa ao final de 2023.

Fig. 1: LPA do Ibovespa



Fonte: Bloomberg e Guide (lucro por ação convertido para pontos do Ibovespa)

Fig. 2: Relação Preço/Lucro (P/E) do Ibovespa



Fonte: Bloomberg e Guide

O maior risco para este cenário positivo segue sendo os riscos de recessão nos EUA e Europa. O aumento da inflação e, conseqüentemente, dos juros nos EUA vão continuar pressionando os mercados por algum tempo. Contudo, acreditamos que boa parte das perdas já estão incorporadas aos preços e uma crise de grandes proporções é improvável neste momento. Historicamente, crises graves como em 2008 e 2002 estiveram associadas há algum tipo de excesso (ou bolha) na economia, o que não ocorre atualmente.

Queda dos juros deve favorecer alta do Ibovespa

Historicamente, juros altos levaram a níveis mais baixos de valuation. E o contrário também é verdadeiro: juros baixos levam a níveis de valuation mais altos. Acreditamos que os juros irão cair em 2023, o que deve fazer com que a relação preço/lucro do Ibovespa aumente nos próximos meses.

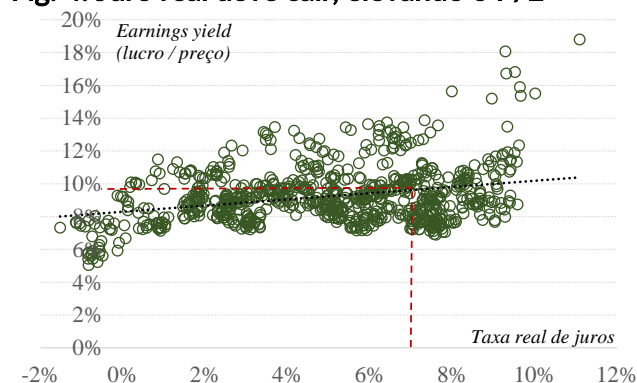
Considerando a relação histórica entre juros e Preço/Lucro do Ibovespa, acreditamos que o valuation do mercado irá melhorar. Pelas nossas projeções os juros vão cair para 10,75% ao final de 2023, o que poderia fazer o Ibovespa negociar a uma relação preço/lucro de 9,5x, muita acima do nível atual como mostramos na Tabela 1.

Fig. 3: P/E vs Juros



Fonte: Bloomberg e Guide

Fig. 4: Juro real deve cair, elevando o P/E



Fonte: Bloomberg e Guide

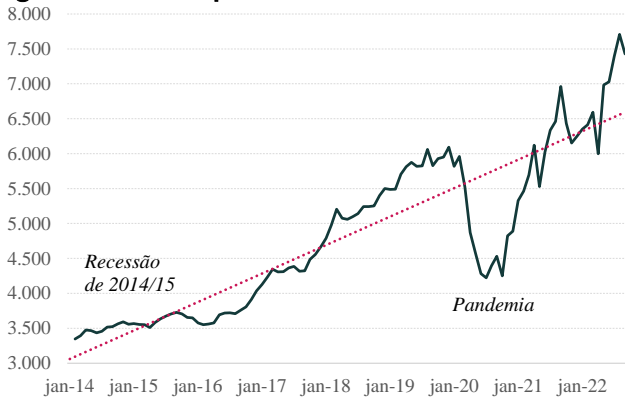
Crescimento dos lucros também é positivo; preço alto das commodities é um risco

A maior dúvida para o chegar a um “target” ou “preço justo” para o Ibovespa em 2023 é qual a estimativa para o lucro das empresas nos próximos anos (2023 e 2024). De um lado, a economia brasileira está crescendo (impulsionando as vendas das empresas), os juros devem cair e reduzir as despesas financeiras (a apreciação do real deve contribuir para reduzir despesas financeiras também), entre outros fatores positivos. Por outro lado, o preço das commodities está muito elevado e nosso viés é de queda nos próximos meses, o que deve ter impacto significativo nos lucros do Ibovespa. Atualmente, empresas produtoras de commodities como Vale e Petrobras (ver lista completa abaixo da Fig. 6) representam ~33% do Ibovespa mas ~55% dos lucros do índice.

Como é possível ver na Figura 1, o lucro por ação do Ibovespa apresentou crescimento substancial desde o final da pandemia. Nas figuras 5 e 6 mostramos a evolução do lucro por ação (LPA ou EPS em inglês) do Ibovespa separando as ações em dois grupos: produtores de commodities e as demais (ou Ibovespa Ex-commodities). Como fica claro nas figuras, os dois grupos apresentaram crescimento de lucros nos últimos anos mas no caso dos produtores de commodities a evolução foi muito mais

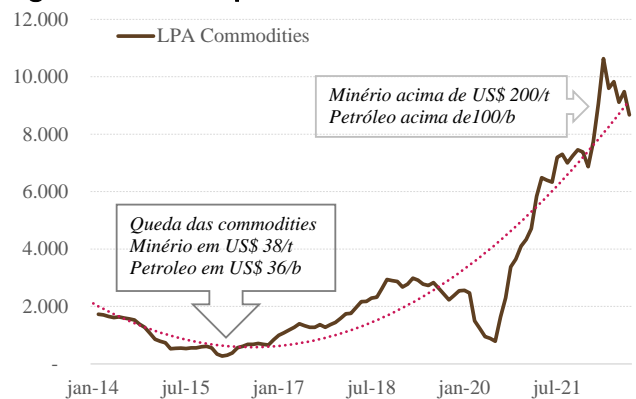
acentuada, sendo de quase zero no início de 2016 para cerca de 10.000 pontos no pico ao final de 2021.

Fig.5: EPS Ibovespa ex-commodities



Fonte: Bloomberg e Guide

Fig. 6: EPS Ibovespa “commodities”



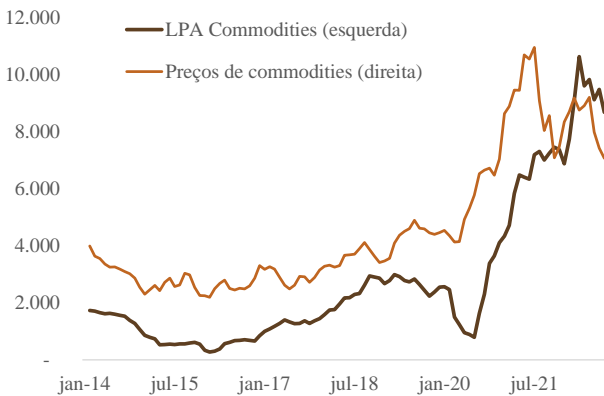
Fonte: Bloomberg e Guide

Produtores de commodities: Vale, Petrobras, Gerdau, Usiminas, CSN, Braskem, PetroRio, Suzano e Klabin

Para ajudar na explicação e projeção do LPA das produtoras de commodities do Ibovespa criamos um índice de commodities composto apenas por minério e petróleo, graficamente representado na Fig. 7. Testamos também uma versão mais elaborada, incluindo também preços de celulose, mas os resultados não mudaram de forma relevante, o que nos levou a optar por manter o índice mais simples com apenas as duas principais commodities.

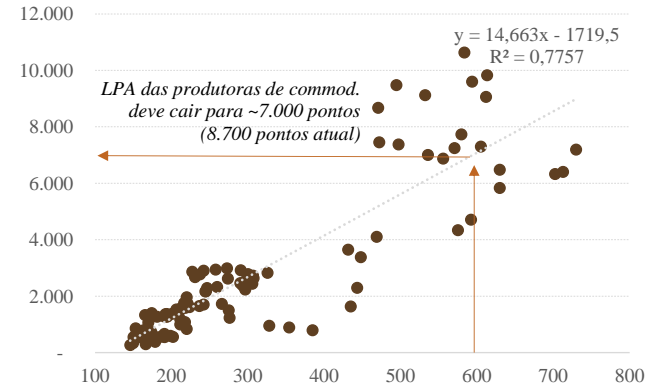
Como pode ser visto na Figura 7, o preço das principais commodities produzidas pelo Brasil caiu nos últimos meses, o que deve ter impacto negativo no lucro por ação deste grupo. Pelas nossas contas, o LPA das produtoras de commodities deve cair de quase 10.000 mil pontos no pico de 2022 para cerca de 7.000 em 2023.

Fig. 7: Lucro das produtoras de commodities acompanha petróleo e minério



Fonte: Bloomberg e Guide

Fig. 8: Lucro deve ser menor em 2023 (assumindo estabilidade de preços de commodities)



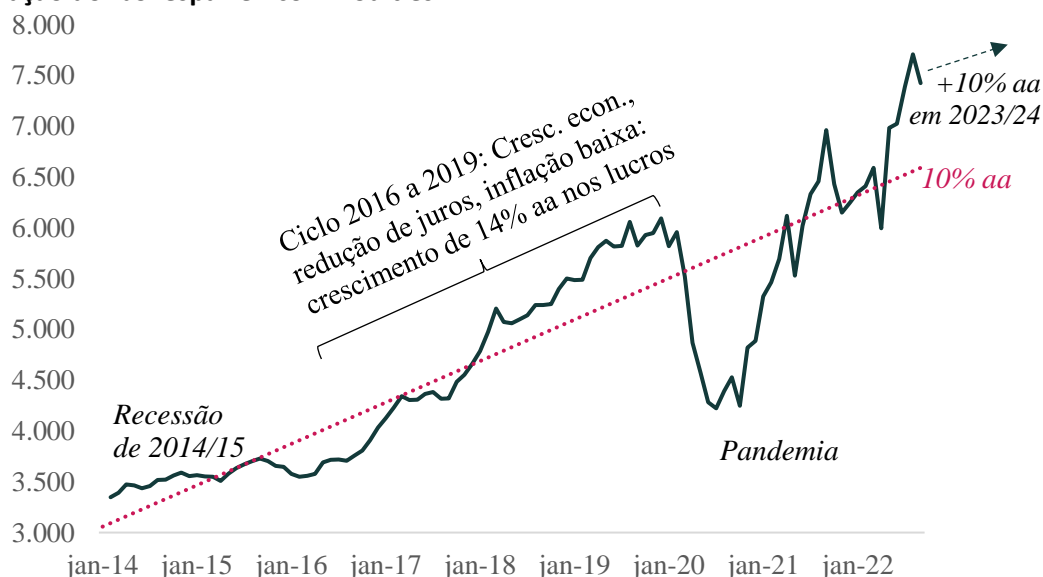
Fonte: Bloomberg e Guide

Produtores de commodities: Vale, Petrobras, Gerdau, Usiminas, CSN

Por outro lado, o lucro das empresas focadas no mercado doméstico deve continuar crescendo em função da tendência normal de crescimento que pode ser vista na Figura 8: excluindo períodos de recessão, Assumimos que o LPA deste grupo deve crescer cerca de 10% ao ano nos próximos dois anos, em linha com a média histórica. Em nossa visão, esta é uma premissa conservadora considerando o momento da economia. Desde 2014, o crescimento do Brasil foi bastante baixo, prejudicando o crescimento dos lucros. Além disso, nos próximos dois anos devemos ter redução dos

juros, o que é positivo para o aumento dos lucros das empresas. Outro ponto relevante a se destacar neste gráfico é que o lucro por ação do Ibovespa Ex-Commodities costuma manter uma tendência de crescimento bastante sólida ao longo dos últimos 10 anos: excluindo a pandemia e alguns meses durante a recessão de 2014/16, o lucro por ação deste grupo mostrou um crescimento bastante linear.

Lucro por ação do Ibovespa “ex-commodities”



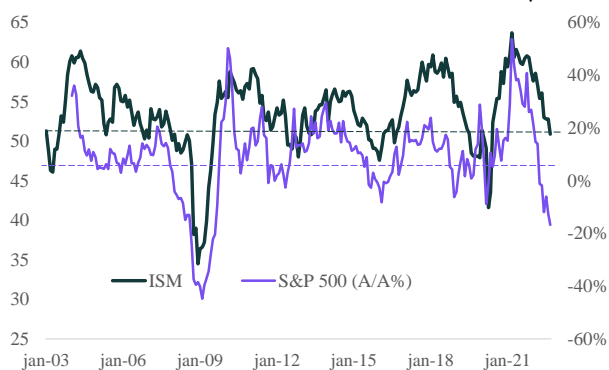
Fonte: Bloomberg e Guide

Onde investir

Mantemos nossa visão cautelosa com as produtoras de commodities, posição que temos defendido desde o 2T22. Acreditamos que neste momento as perspectivas são melhores para empresas voltadas para o mercado interno brasileiro. A expectativa de fim do ciclo de aumento de juros nos EUA e redução dos juros no Brasil devem favorecer empresas sensíveis à queda dos juros, como empresas de crescimento e empresas endividadas, por exemplo. Acreditamos que estas teses se desenvolverão mais ao longo de 2023 do que ainda no final de 2022. Com a desaceleração do crescimento nos EUA e juro ainda muito elevados no Brasil, acreditamos que o momento é mais favorável para empresas de maior “qualidade”: menor endividamento (sofre menos com juros altos) e maior margem (sofre menos com desaceleração do crescimento). Ações com estas características tem mostrado desempenho melhor em 2022 até agora.

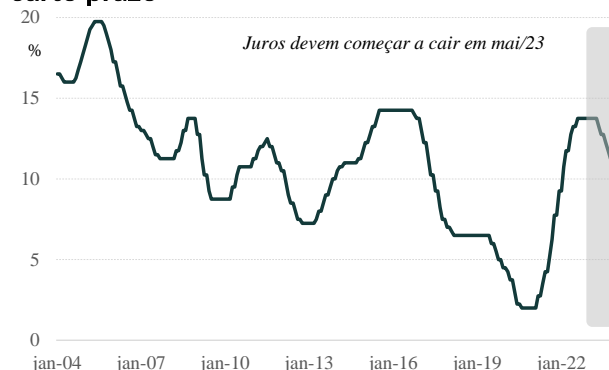
Economia americana e S&P andam juntos

(índice ISM de atividade econ. vs retorno do S&P)



Fonte: Bloomberg e Guide

Juros altos devem limitar alta do Ibovespa no curto prazo



Fonte: Bloomberg e Guide

A economia americana segue em desaceleração e não deve “virar” no curto prazo. Mesmo indicadores vistos como “antecedentes” como o ISM (indicador de sentimento de gerentes de compras de diversa empresas nos EUA) ainda estão em franca desaceleração. No Brasil, os dados ainda mostram um crescimento robusto da economia, mas provavelmente veremos uma desaceleração nos próximos meses em função da alta de juros iniciada em 2021 (além da queda recente no preço das commodities).

Os juros ainda devem continuar aumentando nos EUA por alguns meses, o que também deve evitar uma recuperação mais forte da bolsa americana no curto prazo. Além disso, os juros altos também devem fazer o mercado evitar empresas mais endividadas e de “baixa qualidade” (alto endividamento, margens baixas).

Equipe de Investimentos:

Fernando Siqueira – CFA

fernando.siqueira@guide.com.br

Rodrigo Fraga

rodrigo.fraga@guide.com.br

Gabriel Gracia - CNPI

gabriel.gracia@guide.com.br

***A área de Renda Variável é a responsável por todas as recomendações de valores mobiliários contidas neste relatório.**

“Este relatório foi elaborado pela Guide Investimentos S.A. Corretora de Valores, para uso exclusivo e intransferível de seu destinatário. Este relatório não pode ser reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Guide Investimentos S.A. Corretora de Valores. Este relatório é baseado em informações disponíveis ao público. As informações aqui contidas não representam garantia de veracidade das informações prestadas ou julgamento sobre a qualidade das mesmas e não devem ser consideradas como tal. Este relatório não representa uma oferta de compra ou venda ou solicitação de compra ou venda de qualquer ativo. Investir em ações envolve riscos. Este relatório não contém todas as informações relevantes sobre a Companhias citadas. Sendo assim, o relatório não consiste e não deve ser visto como, uma representação ou garantia quanto à integridade, precisão e credibilidade da informação nele contida. Os destinatários devem, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias de investimentos. Os investimentos em ações ou em estratégias de derivativos de ações guardam volatilidade intrinsecamente alta, podendo acarretar fortes prejuízos e devem ser utilizados apenas por investidores experientes e cientes de seus riscos. Os ativos e instrumentos financeiros referidos neste relatório podem não ser adequados a todos os investidores. Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, a situação financeira ou as necessidades específicas de cada investidor. Investimentos em ações representam riscos elevados e sua rentabilidade passada não assegura rentabilidade futura. Informações sobre quaisquer sociedades, valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros objetos desta análise podem ser obtidas mediante solicitações. A informação contida neste documento está sujeita a alterações sem aviso prévio, não havendo nenhuma garantia quanto à exatidão de tal informação. A Guide Investimentos S.A. Corretora de Valores ou seus analistas não aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda decorrente do uso deste documento ou de seu conteúdo. Ao aceitar este documento, concorda-se com as presentes limitações. Os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório declaram, nos termos do artigo 21 da Resolução CVM nº 20, que: (I) Quaisquer recomendações contidas neste relatório refletem única e exclusivamente as

suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à Guide Investimentos S.A. Corretora de Valores.”