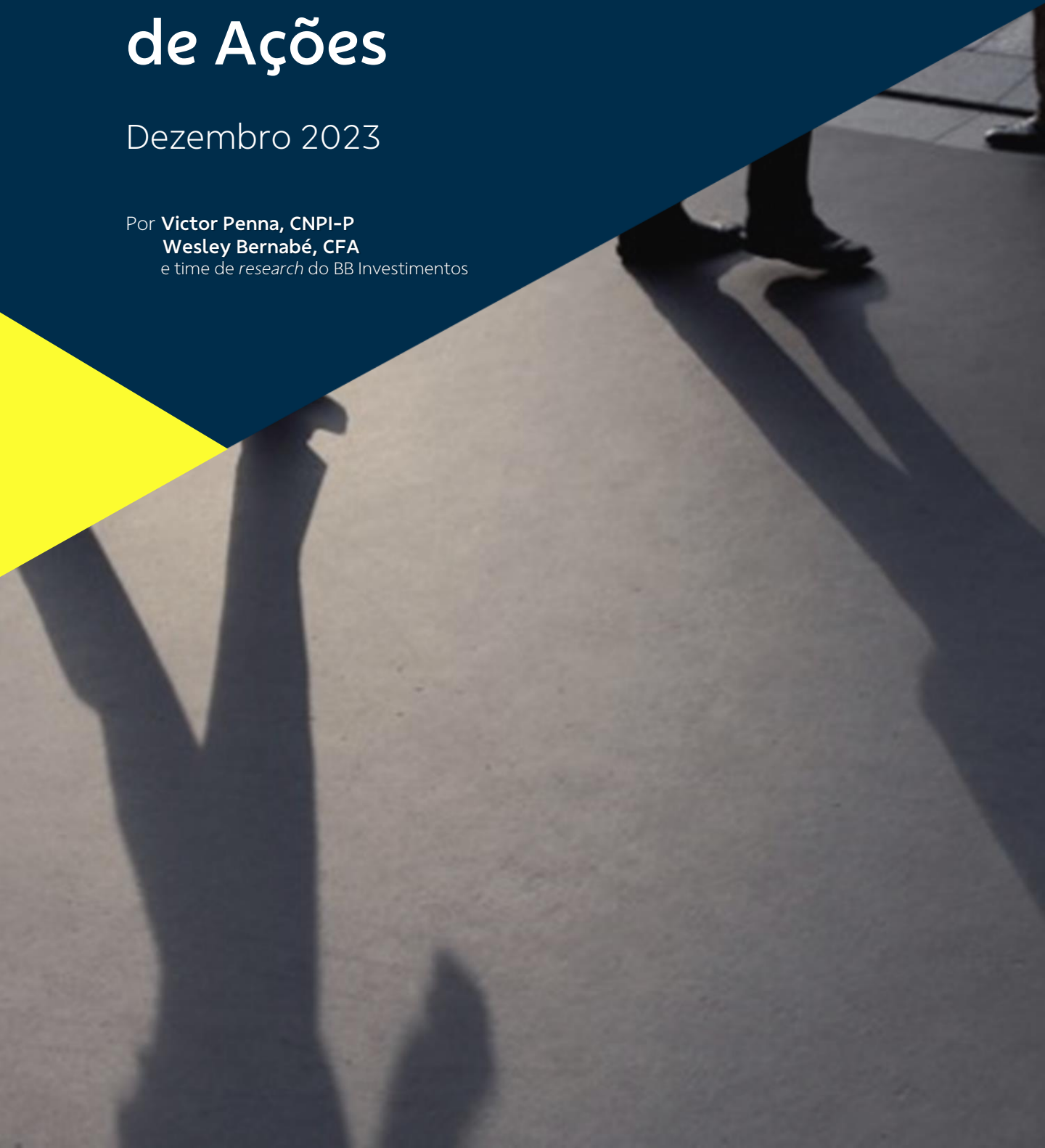


# Carteira Fundamentalista de Ações

Dezembro 2023

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





# Sumário Executivo

---

## Dezembro 2023

\_A bolsa brasileira teve seu melhor desempenho mensal (12,5%) desde novembro de 2020, quando subiu 15,9% em meio à recomposição de preços no contexto da Covid-19. Se desconsiderarmos esse ano atípico, a alta de novembro só perde para março de 2016, quando a evolução foi de 17%. O quadro externo de maior apetite a risco teve peso preponderante, ao mesmo tempo em que os níveis de desconto excessivos, em nossa visão, influenciaram positivamente esse potencial retorno do Brasil ao radar dos investidores estrangeiros.

\_O tema que dominou os noticiários econômicos em novembro, com impacto direto nos mercados, continuou sendo a discussão em torno da política monetária nos EUA. Ao longo do mês, vimos tanto nas falas do presidente do banco central americano quanto nos dados de inflação, elementos que sugerem um ambiente de contração menor do que o antecipado ao longo dos próximos períodos. Isso não quer dizer que a atmosfera restritiva irá mudar do dia para a noite, mas a mera expectativa já foi o suficiente para adicionar ímpeto positivo à bolsa brasileira.

\_Internamente, a percepção do mercado é de que as questões estruturais como os temas fiscal e afrouxo monetário seguem exercendo uma descompressão de prêmios nos vértices mais longos da curva de juros. Com essa melhoria no clima, praticamente todo o ganho do Ibovespa no ano (+15,9%) veio no mês de novembro, com destaque para o emblemático dia 3/11, pregão seguinte às decisões do Fomc (o comitê de política monetária americano) e Copom, que representou, com uma alta de 2,7%, uma espécie ponto de inflexão que abriu caminho para a tendência de alta que veio na sequência.

\_Na esteira dos direcionadores positivos, ainda tivemos o término da temporada de divulgação dos resultados do 3tri. A percepção geral dos nossos analistas foi positiva por conta de uma expectativa mais cautelosa que vínhamos formando desde a última temporada. No agregado, tivemos uma avaliação mais positiva do que negativa para o bloco de ações cíclicas e uma visão mais neutra para as companhias expostas ao ambiente de commodities e mercado externo. No setor financeiro, o controle da inadimplência e a sinalização de maior apetite dos bancos para expansão da carteira trouxe um viés favorável para a dinâmica do mercado nos próximos trimestres, fatores que vamos acompanhar, pois os riscos não foram completamente dissipados.

\_Ainda sobre riscos, importante notar que o forte fluxo de capital estrangeiro para a bolsa, embora positivo, está muito atrelado ao tema dos juros nos EUA, sendo a força dos indicadores econômicos por lá fatores que podem frear o ímpeto pela tomada de risco, ainda que os valuations no Brasil, comparativamente a outros emergentes, continuem interessantes.



# Sumário Executivo

---

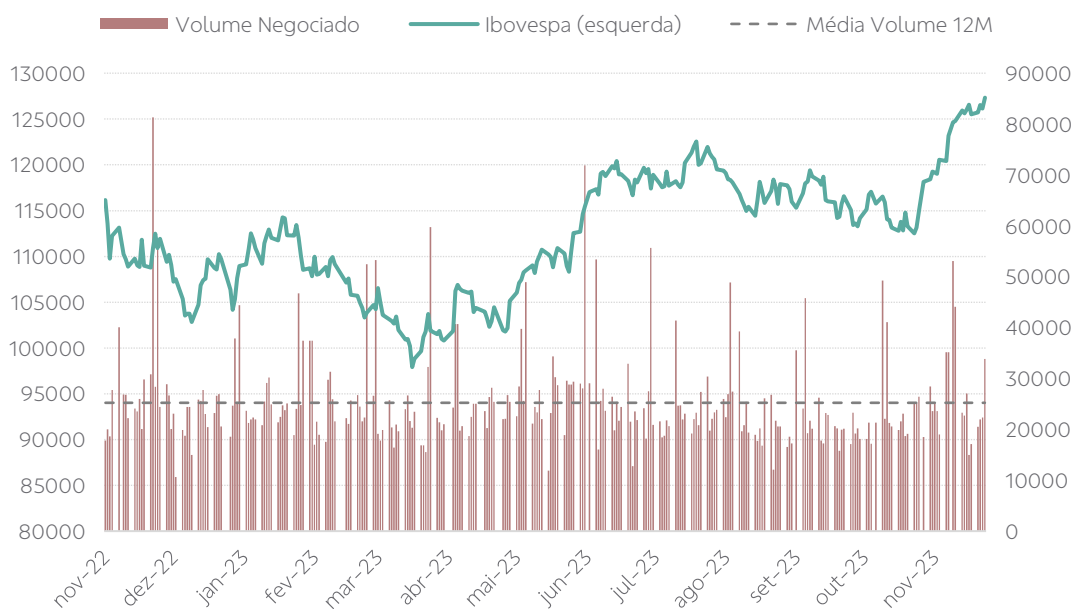
\_Ao longo do mês, tanto nosso acompanhamento no Guia Técnico quanto a Estratégia Swing Trade sinalizaram, como uma espécie de termômetro, uma força compradora para o mercado acionário que não pode ser ignorada. Por conta disso, buscando melhores oportunidades, promovemos algumas alterações táticas em praticamente todas as carteiras com viés técnico, como a 5+ e a Small Caps, além de alterações pontuais na carteira dividendos, substituindo membros que agregaram bom retorno ao portfólio no último trimestre por ações que julgamos ter mais potencial de alta a ser destravado ao longo dos próximos meses. Já quanto à carteira fundamentalista, não promovemos nenhuma alteração para o mês de dezembro, entendendo que ela já se encontrar calibrada para acompanhar o momento do mercado, com equilíbrio setorial adequado a investidores de perfil mais conservador.



# Carteira Fundamentalista

## Desempenho Ibovespa

Ibovespa	
Fechamento em 30/11/2023 (pts)	127.331
Preço-alvo Dez/2024 (pts)	131.000
Potencial de valorização (%)	2,9%
Máxima (52 sem.)	127.398
Mínima (52 sem.)	96.996
Variação no mês (%)	12,54%
Variação em 2023 (%)	16,04%
Variação em 12 meses (%)	13,20%

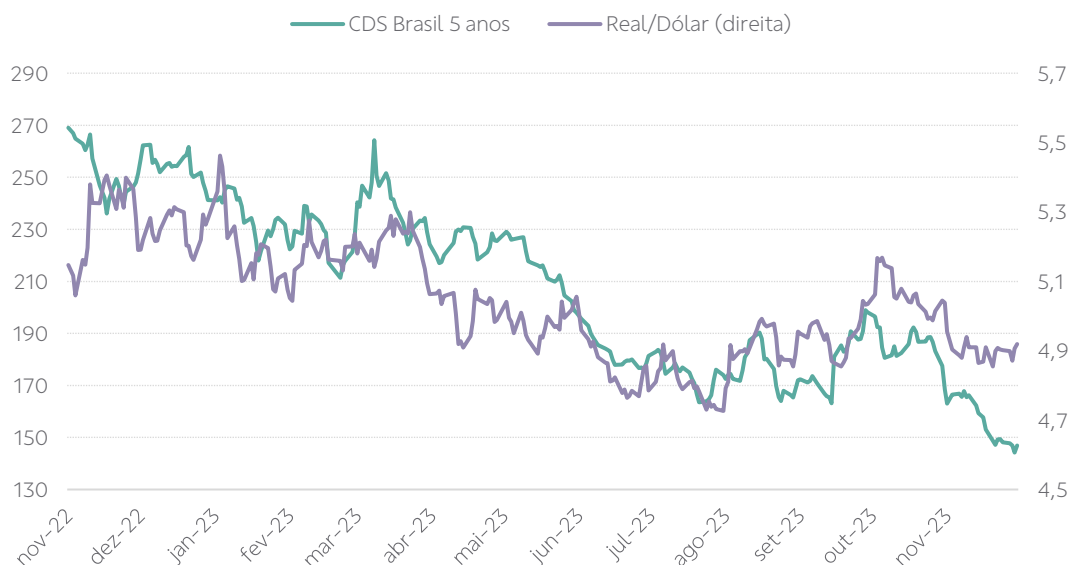


Fonte: Bloomberg, BB Investimentos

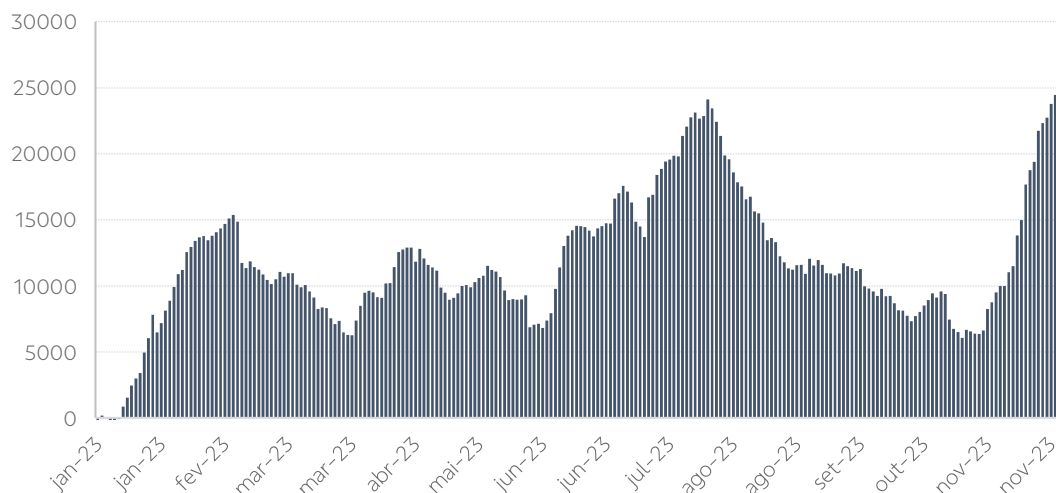


# Carteira Fundamentalista

## Câmbio e CDS (R\$/US\$ e pontos)



## Fluxo de Capital Estrangeiro Acumulado<sup>1</sup> (R\$ milhões)



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos | <sup>1</sup>Acumulado até 28/11



# Carteira Fundamentalista

## Carteira Fundamentalista | DEZEMBRO/23

Companhia	Ticker	Preço em 30/11/23	Varição 2023 (%)	Varição Novembro (%)
Bco Btg Pactual	BPAC11	35,54	51,3%	20,1%
Gerdau	GGBR4	21,85	-16,6%	2,3%
Itaú Unibanco	ITUB4	31,59	31,2%	17,9%
Klabin	KLBN11	22,57	19,7%	5,5%
Multiplan	MULT3	27,19	28,2%	10,9%
Petrobras	PETR4	35,91	88,1%	7,3%
Raiadrogasil	RADL3	28,08	24,1%	8,8%
Cteep	TRPL4	24,14	5,0%	13,9%
Vale	VALE3	73,85	-9,8%	10,3%
Weg	WEGE3	34,19	-10,0%	3,6%

### Quem fica:

**\_BTG (BPAC11):** nossa indicação de BTG Pactual para a Carteira Fundamentalista de dezembro encontra justificativa na manutenção de excelentes resultados, como o do 3T23 divulgado no último dia 8/11. Com lucro líquido recorde e retorno sobre patrimônio líquido (ROE) acima de 22%, em nossa análise, o BTG continua a cada trimestre solidificando incrementalmente a percepção de uma fortaleza operacional oriunda nas diversas avenidas de crescimento, mesmo em meio a um cenário árido para mercado de capitais – importante fonte de receitas para o banco. Com a expectativa de continuidade da queda dos juros, vemos no BTG uma oportunidade de exposição ao aquecimento do mercado de capitais, cuja agenda tende a se intensificar ao longo de 2024.

**\_Gerdau (GGBR4):** apesar do cenário mais desafiador para a indústria siderúrgica no curto prazo, acreditamos que a Gerdau continua entregando resultados sólidos, mesmo considerando o ambiente mais desafiador no Brasil. Nos EUA, os efeitos da taxa de juros elevada ainda não trouxeram pressão de margens o suficiente para colocar o balanço da companhia em risco e alterar nosso viés positivo de longo prazo para a companhia, que ainda conta com uma robustez em termos de alavancagem financeira atualmente em 0,37x de Dívida Líquida/EBITDA. Recentemente, a companhia anunciou um plano estratégico que inclui investimentos no montante de R\$ 12 bilhões para os próximos 4 anos, com expectativa de gerar R\$ 4 bilhões adicionais em EBITDA, o que deve sustentar a perenidade do seu negócio nos próximos anos.



# Carteira Fundamentalista

---

**\_Itaú (ITUB4):** nossa indicação de Itaú Unibanco para a Carteira Fundamentalista de dezembro é justificada pela continuidade do bom momento do banco, reforçada pelo resultado do 3T23, divulgado no último dia 6/11. Em nossa visão, ao registrar mais um trimestre de retorno sobre patrimônio líquido (ROE) acima de 20% dentro de um contexto de desaceleração de crédito e inadimplência em escalada, o banco permanece sendo a opção mais equilibrada entre crescimento e rentabilidade dentre os grandes bancos de varejo de nossa cobertura graças a um mix de crédito favorável, dividido entre perfis PF, PJ, Grandes Empresas e Varejo Alta Renda. Com a continuidade da queda dos juros, vemos o Itaú bem posicionado para continuar rentabilizando sobre uma carteira de crédito com maior apetite à medida que vemos uma inadimplência com viés de queda para 2024.

**\_Isa CTEEP (TRPL4):** companhia em fase de expansão, mas com alavancagem em patamar confortável favorecida (i) pela forte geração de caixa característica do segmento de transmissão de energia elétrica e (ii) pelo recebimento de indenização por ativos antigos não depreciados no período da concessão antiga. O ciclo atual de RAP (receita anual permitida) iniciada em julho, contabilizada a partir do resultado do 3T23, trouxe o reajuste de 3,9% referente ao IPCA acumulado em 12 meses e a volta de uma parcela da indenização da RBSE já citada, que havia sido suspensa no ciclo de RAP anterior. Esses fatos adicionarão ~R\$ 1,2 bilhão de receita bruta à companhia nos próximos 12 meses, em comparação aos últimos 12 meses. A Cteep também tem se destacado no ambiente competitivo do segmento, que se dá nos leilões de transmissão, tendo conquistado 3 lotes dos 9 ofertados no último leilão realizado no dia 30/06/2023. O retorno via dividendos tende a retomar ao patamar de ~10% ao ano, após ter caído para ~6% no último ano devido à redução do recebimento da indenização da RBSE no período. As ações apresentaram forte volatilidade nos últimos 2 meses, em dissonância com a previsibilidade de suas operações e fluxo de caixa, devido a intenção da Eletrobras vender as ações que possui da companhia, o que pressionou os papéis em outubro, porém essa iniciativa foi suspensa para reavaliação de possibilidades alternativas pelo conselho de administração, permitindo forte valorização em novembro.

**\_Klabin (KLBN11):** gostamos da tese de investimentos da Klabin principalmente em função do seu modelo de negócios, que combina diversificação de receitas e segmentos de atuação, aproveitando-se da estratégia de direcionamento das vendas para mercados mais rentáveis. Além disso, a companhia deu início às operações da segunda fase do Projeto Puma II durante o 2T23, investimento que vai possibilitar à Klabin entrar em uma fase que vai combinar desalavancagem e maior geração de caixa. Apesar dos preços da celulose continuarem pressionados pela maior oferta da commodity no mercado, a demanda já mostra sinais de evolução, embora em patamares ainda aquém do ideal, mas que pode ser favorecida pela sazonalidade no 4T combinada com a redução dos estoques nos portos chineses.

**\_Multiplan (MULT3):** a Multiplan ampliou suas vendas em ritmo superior ao da inflação nos nove primeiros meses do ano, mesmo diante de varejistas grandes com problemas financeiros, aproveitando para reforçar seus shoppings como destinos de busca por lazer, alimentação e serviços ao invés de apenas um local de compras pelos frequentadores. Recentemente, o diretor presidente sinalizou investimentos em torno de R\$ 1,5 bilhão nos próximos 2 anos para expansão de 7 dos seus 20 shoppings, valores em linha com o histórico de investimento da companhia. Vale pontuar que a Multiplan tem como preferência investir em expansões e revitalizações de empreendimentos de seu portfólio a fazer aquisições por considerarem esse movimento mais seguro e rentável.

---



# Carteira Fundamentalista

---

**\_Petrobras (PETR4):** a Petrobras segue apresentando bons resultados operacionais e financeiros, com perspectivas de aumento na produção e aproveitando a combinação de menores custos operacionais e baixo patamar de alavancagem. A companhia apresentou em novembro o novo plano estratégico 2023-27, que entendemos como positivo, já que mesmo aumentando o capex em transição energética, manteve o teto dessa categoria de investimentos em 11% do total, abaixo do máximo anunciado, que era de ficar dentro do range 6% a 15%. O principal aspecto do plano foi não ter apresentado guinadas em dimensões que estão funcionando bem, ou seja, continuidade de foco no pré-sal, manutenção do endividamento abaixo de US\$ 65 bilhões e a mesma política de distribuir 45% do fluxo de caixa livre. As mudanças aprovadas ao longo deste ano para a nova política de preços e política de dividendos também trouxeram alívio aos investidores, que tinham receio de alterações menos favoráveis. Os resultados operacionais do 3T23 trouxeram números robustos em exploração e produção e em refino, apesar números um pouco menos animadores no segmento de gás & energia. Em termos de múltiplos, o EV/EBITDA 2023E está em 2,7x, ante 4,0x dos pares de mercado, deixando a relação risco/retorno favorável, em nossa opinião.

**\_RaiaDrogasil (RADL3):** a RD divulgou resultados sólidos referentes ao 3T23, com crescimento de 15% de receita líquida, 20% em EBITDA e 30% em lucro líquido na comparação anual. Esse crescimento refletiu o ganho de alavancagem operacional, especialmente em lojas maduras, cujo crescimento tem vindo acima da inflação. Um dos principais focos de atenção da companhia nos próximos meses é a redução de despesas gerais e administrativas (G&A), sendo feito ajustes para que essa diluição possa aparecer de forma mais consistente a partir de 2024. No último dia 09, a companhia sediou seu *investor day*, ocasião na qual revisou a projeção de abertura bruta de lojas deste ano para 270 (antes 260) e para os próximos 2 anos, elevando para 280 a 300 lojas em cada exercício. Essas projeções estão embasadas na sua estratégia de expansão visando à consolidação de mercado, capacidade financeira para suportar os investimentos e capacidade para obter pontos comerciais atrativos. Vale pontuar que a sua fronteira mais recente de expansão é a região Norte, em que possui 8,9% de participação de mercado e na qual espera aumentar a participação rapidamente conforme as lojas abertas nos últimos amadureçam.

**\_Vale (VALE3):** Apesar das incertezas em relação ao ambiente externo, em especial sobre o mercado imobiliário chinês, a Vale segue sendo destaque por sua evolução operacional com controle de custos, além de mostrar uma alocação de capital disciplinada sem deixar de entregar um elevado nível de retorno ao acionista. Mais recentemente, a disparada no preço do minério, que ocorreu impulsionado por uma série de promessas de estímulo ao mercado imobiliário por parte de Pequim e fez o mercado antecipar um possível salto na atividade construtiva no próximo ano, favoreceu o desempenho das ações da Vale, mas que ainda segue sendo negociada abaixo dos pares. Portanto, a Vale segue como uma combinação de tese de *earnings quality*, a um múltiplo atrativo e com boas expectativas de longo prazo considerando todos os projetos que a companhia segue trabalhando.

**\_Weg (WEGE3):** a Weg permanece na carteira fundamentalista de dezembro por sua sólida tese de investimento, edificada principalmente na capacidade operacional da companhia e no bom posicionamento para captura de futuras oportunidades no mercado de eficiência energética e sustentabilidade, além de suas fortes vantagens competitivas, como verticalização, diversificação de negócios, flexibilidade modular industrial, alto retorno sobre capital e baixa alavancagem, que lhe conferem um caráter mais defensivo para eventuais flutuações nas expectativas globais de inflação e juros. Adicionalmente, apesar da leve valorização das ações no mês de novembro, o que ao menos fez o papel retornar aos patamares anteriores ao resultado do 3T23 (quando este foi bastante pressionado), consideramos o preço de WEGE3 ainda como atrativo e com boa relação risco/retorno.

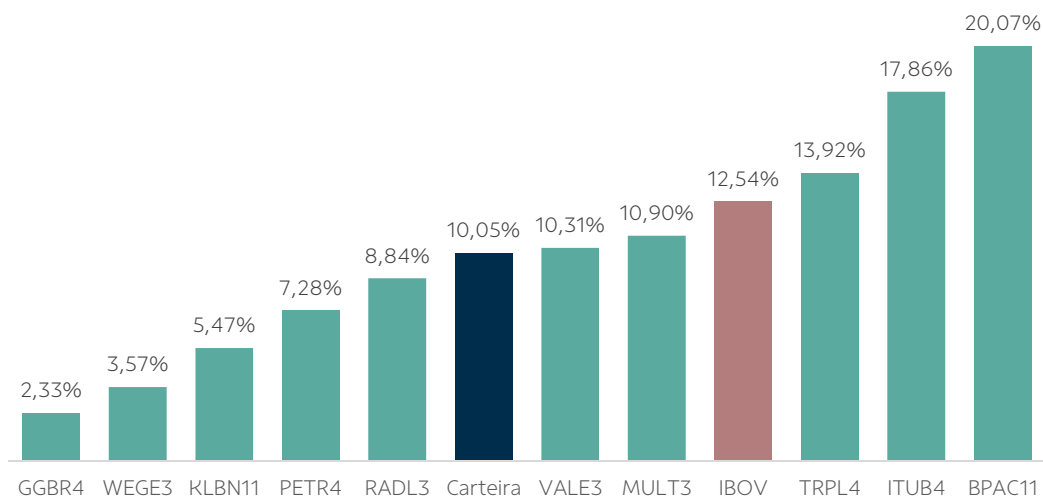
---



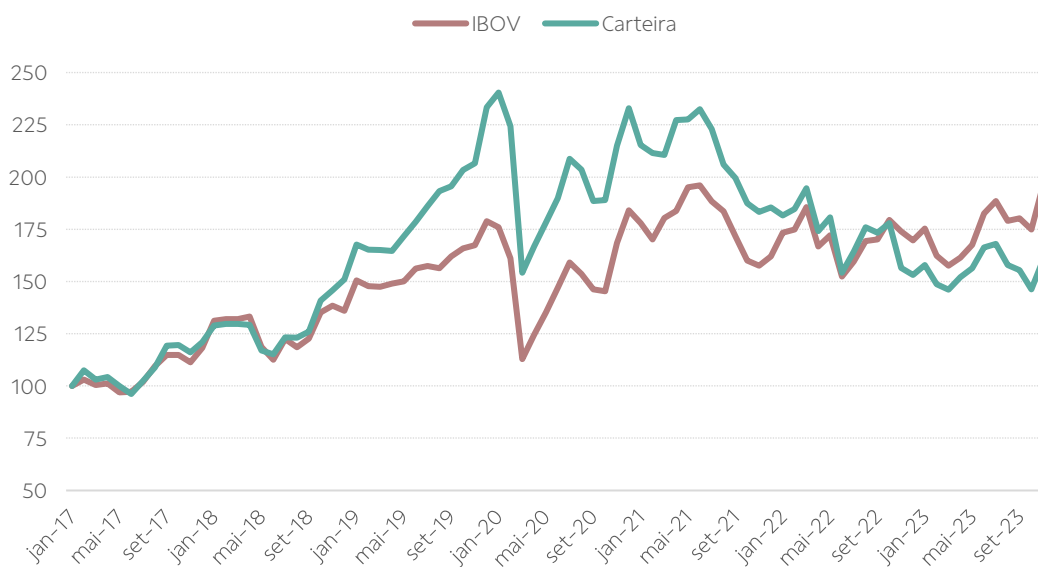


# Carteira Fundamentalista

## Rentabilidade Carteira | NOVEMBRO/23 (% mês)




## Rentabilidade Histórica (base 100)



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos



# Siga os conteúdos do **BB Investimentos** nas redes sociais.

Clique em cada ícone para acessar. 



Playlist  
BB | Economia e Mercado



Canal Podcast  
BB | Empreendedorismo e Negócios



[bb.com.br/analises](https://bb.com.br/analises)



[bb.com.br/carteirasugerida](https://bb.com.br/carteirasugerida)





# Disclaimer

## Informações Relevantes

---

Este é um relatório público e foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. ("BB-BI"). As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não sejam incertas ou equivocadas, no momento de sua publicação, o BB-BI não garante que tais dados sejam totalmente isentos de distorções e não se compromete com a veracidade dessas informações. Todas as opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e derivam do julgamento de nossos analistas de valores mobiliários ("analistas"), podendo ser alteradas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança. Quaisquer divergências de dados neste relatório podem ser resultado de diferentes formas de cálculo e/ou ajustes.

Este material tem por finalidade apenas informar e servir como instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como material promocional, recomendação, oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É recomendada a leitura dos prospectos, regulamentos, editais e demais documentos descritivos dos ativos antes de investir, com especial atenção ao detalhamento do risco do investimento. Investimentos nos mercados financeiros e de capitais estão sujeitos a riscos de perda superior ao capital investido. A rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura. O BB-BI não garante o lucro e não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas nesse material. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 22 da Resolução CVM 20/2021, o BB-Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A ("Grupo") pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

3 - O Banco do Brasil S.A. detém indiretamente 5% ou mais, por meio de suas subsidiárias, de participação acionária no capital da Cielo S.A, companhia brasileira listada na bolsa de valores e que pode deter, direta ou indiretamente, participações societárias em outras companhias listadas cobertas pelo BB-Banco de Investimento S.A.

---



# Disclaimer

Informações Relevantes: analistas de valores mobiliários.

## Declarações dos Analistas

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

1 – As recomendações contidas neste relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 – Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para a(s) companhia(s) emissora(s) objeto do relatório de análise ou pessoas a ela(s) ligadas.

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

Analistas	Itens					
	1	2	3	4	5	6
Carlos André Oliveira	X	X	X	-	-	-
Daniel Cobucci	X	X	-	-	X	-
Geórgia Jorge	X	X	X	-	-	-
Luan Calimerio	X	X	X	-	-	-
Mary Silva	X	X	X	-	-	-
Melina Constantino	X	X	X	-	-	-
Rafael Dias	X	X	-	-	-	-
Rafael Reis	X	X	X	-	-	-
Renato Hallgren	X	X	X	-	-	-
Richardi Ferreira	X	X	-	-	-	-
Víctor Penna	X	X	X	-	-	-
Wesley Bernabé	X	X	X	-	-	-



# Disclaimer

Mercado de Capitais | Equipe Research

## Diretor BB-BI

Geraldo Morete Júnior

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

## Gerentes da Equipe de Pesquisa

Victor Penna

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

Wesley Bernabé, CFA

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

## Renda Variável

### Agronegócios, Alimentos e Bebidas

Mary Silva

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

Melina Constantino

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

### Bancos e Serviços Financeiros

Rafael Reis

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

William Bertan

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

### Educação e Saúde

Melina Constantino

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

William Bertan

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

### Imobiliário

André Oliveira

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

### Óleo e Gás

Daniel Cobucci

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

### Sid. e Min, Papel e Celulose

Mary Silva

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

### Transporte e Logística

Luan Calimério, CFA

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

### Utilities

Rafael Dias

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

### Varejo

Georgia Jorge

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

### Fundos Imobiliários

Richardi Ferreira

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

## BB Securities - London

Managing Director – Tiago Alexandre Cruz

Henrique Catarino

Bruno Fantasia

Gianpaolo Rivas

Niklas Stenberg

## Banco do Brasil Securities LLC - New York

Managing Director – Andre Haui

Marco Aurélio de Sá

Leonardo Jafet