

Setorial – Renda Variável

Setembro/2019

Foco nos sinais

Desempenho Mensal. No mês de agosto, o Ibovespa apresentou ligeira queda, de 0,67% com o acirramento das tensões no mundo e maior aversão ao risco, que levaram a saída de capital de R\$ 10,8 bilhões no mercado à vista de ações. A situação da Argentina, cujas eleições primárias trouxeram um inesperado e expressivo resultado, com esmagadora vitória da oposição ao governo de Mauricio Macri, colaboraram para a saída de capital aqui no Brasil. Muitos *hedge funds* globais, para tapar parte do prejuízo de suas posições na Argentina, realizaram lucros aqui no Brasil. Por outro lado, como destacamos nos últimos dois meses, a saída de recursos de investidores estrangeiros não nos assusta, pois, considerando o volume alocado em ofertas, IPOs e Follow-ons, o fluxo, divulgado pela própria B3, está positivo em R\$ 1,7 bi.

Portanto, o investidor estrangeiro ainda está avesso ao risco Brasil, aguardando a conclusão das reformas estruturais e, em nossa opinião, não estão alocando “dinheiro novo” no país. Sinais positivos, como o PIB da construção civil no 2T19 e o de vendas no varejo divulgados hoje, devem trazer cada vez mais investidores estrangeiros para o Brasil.

Perspectivas. No Brasil, investidores ainda aguardam sinais mais concretos de retomada da economia e também, com atenção ao noticiário de Brasília, acompanhando os trâmites finais da reforma da previdência, PLC 79 e, principalmente, detalhes da reforma tributária, para entender qual reforma tramitará pelo Congresso e seus impactos para a economia. Com isso, a tendência de lateralidade do Ibovespa está mantida em setembro.

Adeodato Netto
Estrategista-chefe

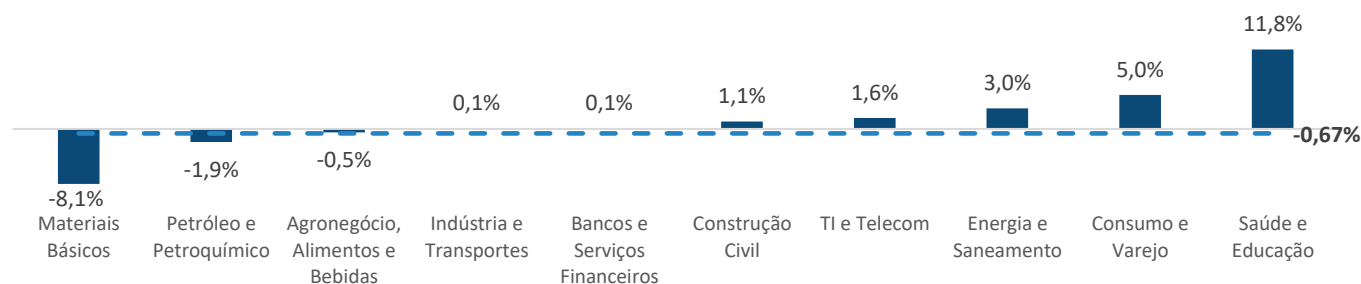
Carlos Daltozo
Head de Renda Variável

Figura 1 - Ibovespa - P/L 12m forward



Fonte: Bloomberg; elaborado por Eleven Financial

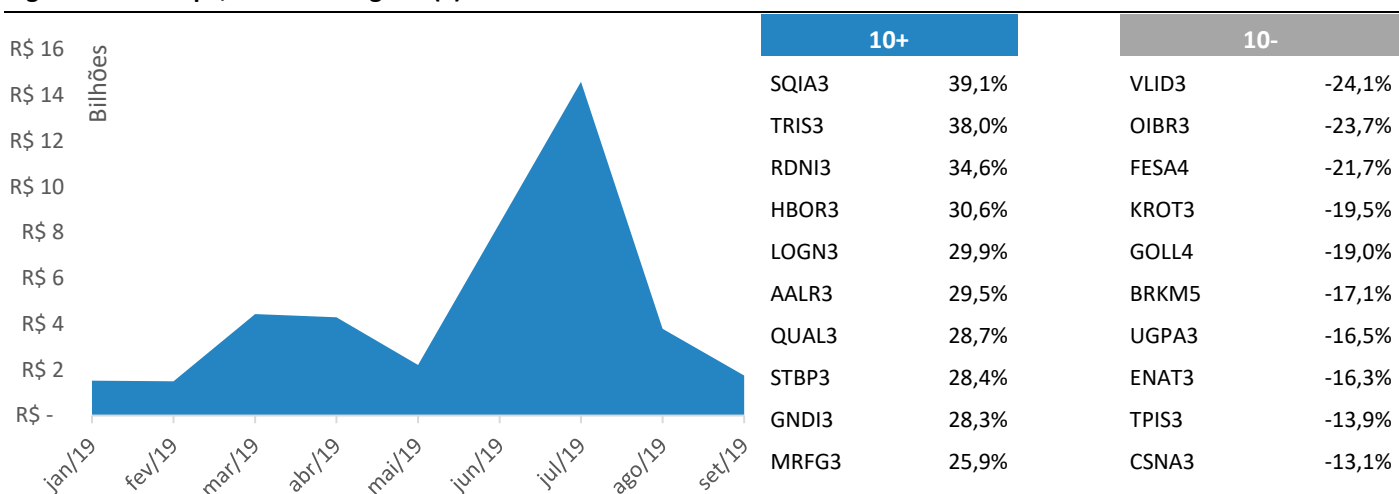
Figura 2 – Desempenho dos setores



Fonte: Economática; elaborado por Eleven Financial

Ibovespa. O múltiplo Preço / Lucro no mês de agosto chegou a 11,5x, ficando exatamente na média móvel de 2 anos, após variar entre 12x e 11,2x durante o mês. Dentre os setores, do Universo Eleven, o destaque positivo do mês de agosto foi o setor de saúde e educação, beneficiado por Alliar, Qualicorp e Grupo NotreDame Intermédica.

Figura 3 – Ibovespa, Fluxo Estrangeiro (*) e Melhores e Piores do mês



Fonte: Economatica, Bloomberg; elaborado por Eleven Financial; *Fluxo estrangeiro acumulado desde janeiro/2019 – Primário e secundário.

Destques positivos

Tecnologia: Os papéis da **Sinqia (SQIA3 | +39,1%)** apresentaram a maior valorização dentre as empresas sobre cobertura. Puxados por uma série de Fatos Relevantes, destacamos principalmente as iniciativas que devem proporcionar uma injeção de liquidez. Foram anunciados um desdobramento na proporção de 3 novas ações para cada 1 ação atualmente existente além de uma Potencial Oferta Restrita de Ações. Ambas medidas esperadas, bem-vindas para um *case* de consolidação e para a atratividade do papel.

Construção Civil: **Trisul (TRIS3 | +38,0%)** segue com uma performance sólida de resultados, o que reflete na valorização das ações nos últimos meses. Os resultados do 2T19 foram fortes, consolidando o *turnaround* da empresa, com volume de lançamentos consistentes e focada na cidade de São Paulo. Com isso anunciou no final do mês, o fim da divulgação do *guidance* de lançamentos e vendas para se preparar para uma oferta pública de ações que está em andamento, com o objetivo de acelerar a compra de terrenos no curto prazo.

Logística: **Log-In (LOGN3 | +29,9%)** segue com forte performance na bolsa. A companhia reportou um 2T19 muito sólido com melhorias operacionais e margem EBITDA recorde para um semestre. Além disso, a partir do quarto trimestre o novo navio Log-In Polaris entrará em operação.

Saúde: **Qualicorp (QUAL3 | +28,7%)** teve forte alta do papel após o anúncio do acordo de venda de 10% das ações do fundador da Companhia para a Rede D’Or. O movimento foi visto com bons olhos pelo mercado. A Rede D’Or, tem marca consolidada e respeitada no setor e pode levar contribuições importantes para Qualicorp. Porém, vale ressaltar que até o momento, não existe nenhuma estratégia definida. O fundador, conhecido como Junior, deixará a Companhia e ainda não existe um substituto.

Alimentos e bebidas: **Marfrig (MRFG3 | +25,9%)**. Ainda que o resultado do 2T19 não tenha apresentado grandes surpresas, com aumento das exportações compensando o mercado doméstico ainda fraco, as ações da Marfrig estão negociadas com desconto em relação a seus pares. Enquanto a Minerva negocia a 6,0x EBITDA 2019 e a JBS 7,0x EBITDA 2019, a Marfrig negocia a 4,0x EBITDA 2019.

Destaques negativos

Telecom: A queda no valor da **Oi (OIBR3|-23,7%)** foi devido ao resultado operacional deteriorado do 2T19 e encerramento de trimestre com redução de R\$ 2,0 bilhões de caixa. A empresa tem apresentado sequência de resultados operacionais ruins, prejudicada pelo ambiente concorrencial acirrado e maturidade de parte dos serviços de telecom. Em nossa visão, o caso de Oi é altamente dependente de eventos-chave, sem apoio por parte de seus resultados operacionais, havendo risco significativo de prolongamento da resolução dos entraves citados anteriormente.

Mineração: Ferbasa (FESA4|-21,7%). O mês de agosto foi marcado pelo fraco resultado reportado do 2T19, reforçando, ainda, um cenário desafiador nos próximos meses, com fraca demanda, custo dolarizado e redução no preço médio praticado. Nem mesmo a notícia da compensação de PIS/COFINS sobre a parcela de exclusão do ICMS, cujo valor ainda não foi divulgado, amenizou a queda das ações, que encerrou o mês com desvalorização de 21,7%.

CNS (CSNA3|-13,1%). Ao contrário das demais siderúrgicas, que consomem praticamente todo o volume produzido de minério de ferro, a CSN fortaleceu as vendas da commodity, aproveitando a elevação dos preços no ano, que chegaram a mais de USD 120/ton, o que impulsionou os resultados. No entanto, o minério apresentou queda de 25,0% no mês, encerrando a USD 88/ton, acarretando na desvalorização da ação. Apesar disso, no acumulado do ano a CSN ainda apresenta valorização de 70%.

Educação: Kroton (KROT3|-19,5%). Com primeiro semestre nada animador, Kroton apresentou forte queda de margens. O ensino superior, principal segmento da Companhia, foi o mais impactado. Alto número de formandos de FIES e queda na base de alunos, tanto no ensino presencial quanto no EAD foram os principais motivos.

Distribuição de Combustíveis: Ultrapar (UGPA3|-16,5%). A performe negativa no mês de agosto foi devida ao resultado 2T19 abaixo das expectativas de mercado. A companhia teve uma queda de 4% no volume de combustível vendido e 18% no EBITDA consolidado em relação ao 2T19. EM nossa visão, além do setor estar bastante competitivo, a companhia não está adotando estratégia de precificação adequada, preferindo abrir mão de volume em detrimento da margem num momento em que o ganho de escala é essencial.

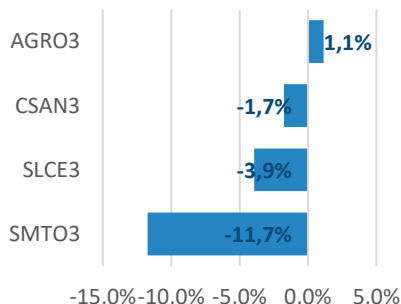
Setores

Agronegócios, Alimentos e Bebidas e Papel & Celulose

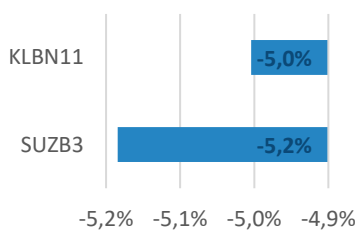
Diana Stuhlberger, CFA
Analista, CNPI

Agronegócios e Papel & Celulose

Agronegócio, Açúcar e Etanol



Papel e Celulose



Guerra comercial continua

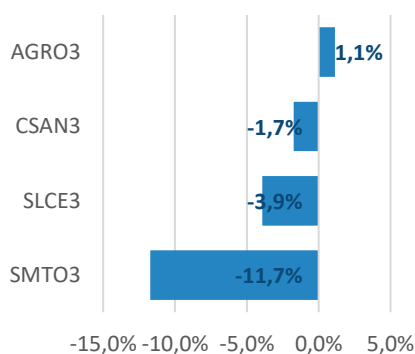
O mês de agosto foi bastante negativo para o setor agrícola e papel e celulose com o desenrolar da guerra comercial entre EUA e China, com o país asiático ameaçando impor novas tarifas a produtos americanos em resposta ao aumento das tarifas para produtos chineses nos EUA. Ainda que esse movimento tenha contribuído para um aumento do prêmio da soja brasileira em relação a cotação de Chicago para cerca de Usd 140/bushel, a ameaça de retração global da demanda por commodities agrícolas mantém as cotações em patamares ainda baixos. No setor de celulose, os estoques globais continuam elevados, fazendo com que os preços da celulose permaneçam em patamares próximos ao custo marginal de produção. Como destaques negativos do mês estão a Ultrapar (-16,5%), que reportou um resultado do 2T19 bastante abaixo das expectativas devido à perda de market share na distribuição de combustível, e Braskem (-17,1%), que continua sendo penalizada pelo processo da mina de sal em Alagoas e queda dos spreads petroquímicos. Já o destaque positivo foi a BR Distribuidora, que apresentou na divulgação do resultado do 2T19 diversas iniciativas para elevar a rentabilidade da companhia.

Alimentos e Bebidas

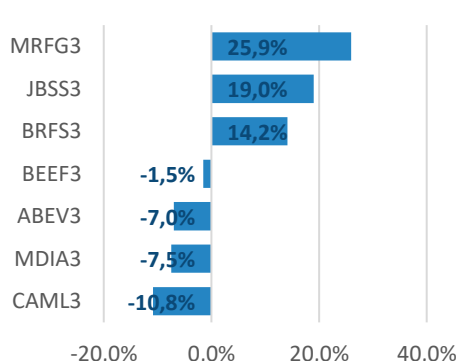
A Febre tá solta

O mês de agosto foi novamente positivo para o setor de proteínas, com alta em todas as companhias do setor com exceção da Minerva. O destaque positivo foi a Marfrig (+25,9%), que, além de ser beneficiada pela febre suína africana, estava sendo negociada com desconto em relação a seus pares. O aumento do preço das proteínas também refletiu nos resultados do 2T19 da JBS (+19%) e BRF (+14,2%), que obtiveram melhoras significativas de rentabilidade. Já as demais empresas do setor de alimentos e bebidas continuam apresentando resultados desapontadores. A Camil (-10,8%) e a M Dias Branco (-7,5%) mostraram novamente no 2T19 dificuldade de repasse do aumento dos custos da matéria prima para seus produtos devido à concorrência acirrada e sensibilidade do consumidor a preço, impactando negativamente as margens dessas companhias.

Agronegócio, Açúcar e Etanol



Alimentos e Bebidas



Bancos

Tatiana Brandt
Analista, CNPI

Bancos

Mês de volatilidade

O Índice Financeiro (IFNC) registrou alta de 1,2% em agosto, apesar da desvalorização das ações dos grandes bancos no período.

Destques

O Banco Inter (**BIDI11: +21% M/M**) foi, novamente, a maior alta entre os bancos em nosso universo de cobertura, dando continuidade ao rali iniciado desde o desdobramento das ações (e unitização) e entrada do SoftBank. Além disso, o Banco mostrou mais um trimestre de avanço operacional, com crescimento acelerado da base de clientes e recorde na abertura de contas digitais por dia útil no mês de junho (10k contas/dia).

A segunda maior alta foi registrada pelo Banco Pan (**BPAN4: +3% M/M**), que conseguiu encerrar o mês no terreno positivo após queda das ações na última semana devido as notícias envolvendo o Controlador (BTG Pactual). Em agosto, o Pan informou a indicação do novo Diretor Presidente (o atual CFO/DRI), além de ter formado o sindicato para o *follow-on*. Ainda, vale mencionar que os resultados reportados pelo Banco referentes ao primeiro semestre foram bastante fortes.

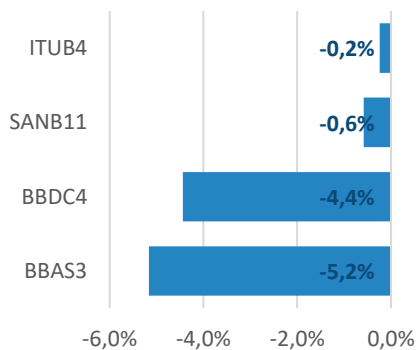
Com relação ao BTG Pactual, vale mencionar que as ações BPAC11 chegaram a acumular queda de ~30% após notícias envolvendo o Banco em mais uma fase da Operação Lava-Jato. No entanto, através de um *conference call*, o management prestou esclarecimentos e negou qualquer irregularidade. A forte queda foi mitigada nos últimos dias de negociação do mês e o Banco encerrou agosto com queda de 2,0% da cotação da ação (em 12 meses, a valorização é de quase 150%). Por uma questão de cautela, mantivemos nossa recomendação neutra para BPAC11 (alterada de compra quando o nosso preço alvo de R\$ 58,00 foi atingido).

Também em agosto, a temporada de resultados do 2T19 foi encerrada, com os grandes bancos registrando aumento do lucro líquido consolidado de 3% T/T e 21% A/A, 1% acima da nossa estimativa e 3% acima do consenso. Entre os grandes bancos, gostamos dos números apresentados pelo Bradesco; no segmento de bancos digitais/em transformação, destaque para os fortes resultados do BTG Pactual e Banco Pan; já os números reportados pelos bancos médios/de nicho foram fracos, em nossa visão.

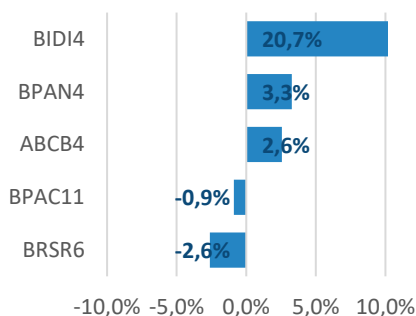
Por fim, tivemos acesso aos **dados do Sistema Financeiro referentes a julho**, com ligeira queda mensal do saldo de crédito (-0,2%) totalizando R\$ 3,3 trilhões. Em 12 meses, houve avanço do saldo de crédito de 5%. Destaque para o crescimento de 0,8% M/M e 10,6% A/A do crédito para famílias, enquanto o estoque das empresas contraiu 1,5% M/M e A/A, impactado pela fraca demanda das grandes empresas (-4% M/M e -7% A/A). As concessões totais de crédito aumentaram 1,8% em julho, totalizando R\$ 355 bilhões, com destaque para o crédito livre para pessoas físicas. A inadimplência continuou relativamente estabilizada em 3,0%.

Mantemos nossa visão positiva para o setor bancário. Entendemos que apesar do aumento da competição e pressão nos spreads do setor, as instituições financeiras brasileiras seguem com capitalização e liquidez adequadas, balanços mais ajustados em termos de perfil de risco e com apetite para crescimento mais robusto do crédito.

Bancos



Bancos médios e de investimento



Construção Civil e Shoppings

Construção Civil, Materiais de Construção e *Properties*

New generation of the cycle

No mês de agosto, o setor de **construção civil** apresentou uma boa performance de valorização, sendo o terceiro mês seguido de alta. Apesar do índice do mercado imobiliário (IMOB) ter uma performance neutra no mês, as ações que acompanhamos no setor de construção civil apresentaram um desempenho superior ao principal índice da bolsa, com destaque para Trisul, EZ Tec e Even com alta de 38,0%, 18,9% e 15,5%, respectivamente.

Durante o mês, todas as construtoras apresentaram seus resultados financeiros que confirmaram a nossa expectativa, dada a prévia operacional. Em relação aos destaques de performance, a Trisul anunciou uma oferta pública de até 40,5 milhões de novas ações, considerando a emissão dos lotes suplementar e adicional. A EZ Tec e Even, recentemente, também informaram estar se preparando para uma nova oferta de ações. Acreditamos que o mercado imobiliário está retomando forças e há espaço para crescimento, visto o desempenho da atividade de construção civil que no PIB do 2T19 foi destaque por retomar o crescimento após registrar 20 trimestres de quedas consecutivas. Assim, estamos com viés positivo para o setor

Para as empresas de **materiais de construção**, não houve grandes novidades em termos de notícias e performance das empresas. Contudo, mantemos as perspectivas positivas para o setor que deve retomar o crescimento em volume e redução da capacidade ociosa a partir de 2020, visto a melhora nas atividades na construção civil.

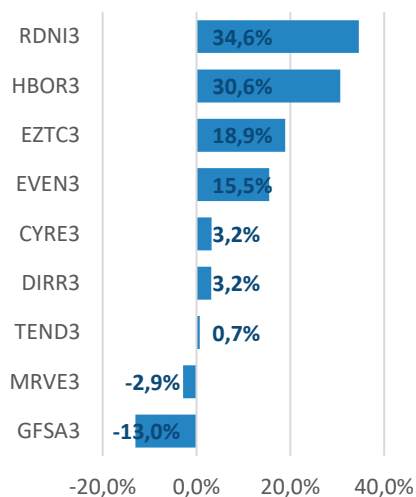
Raul Grego

Analista, CNPI

Raul Castelo Branco

Analista

Construção Civil



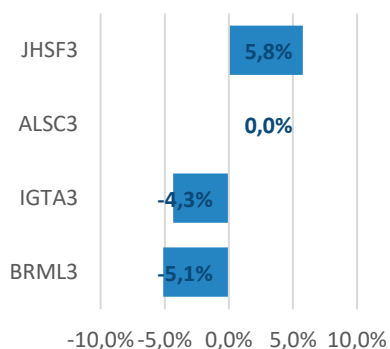
Raul Grego

Analista, CNPI

Raul Castelo Branco

Analista

Shoppings Center



Shoppings Center

Bright future (we hope so...)

Neste mês de agosto, as ações das empresas de **shopping centers** apresentaram performance, majoritariamente, abaixo do mercado, exceto para os papéis de JHSF3 e ALSO3, que tiveram alta de 5,8% e 5,9%, respectivamente, frente a um recuo de 0,7% do índice Bovespa. De maneira geral, o desempenho setor reflete o consumo ainda estagnado, que juntamente com a onda de aversão ao risco instalada nos mercados mundiais, levaram às quedas consideráveis.

A JHSF3 foi, mais uma vez, um dos principais destaques do período devido aos fortes resultados operacionais e financeiros no 2T19, com avanços importantes nos indicadores de SSR e SSS, além do crescimento de mais de 20% nas vendas de lojistas.

Em relação à ALSO3, logo após o início das negociações do novo *ticker*, no início do mês de agosto, a companhia recebeu das gestoras GIC Private Limited (Cingapura) e Alaska Investimentos (São Paulo) cartas informando que, a participação de ambas as casas no capital social da empresa superou o patamar de 5%. Além disso, no dia 29/Ago, a companhia publicou fato relevante informando o aumento de participação nos empreendimentos Shopping Taboão (SP), Shopping Grande Rio (RJ) e, na loja C&A do Shopping da Bahia (BA). Em nossa visão, as aquisições anunciadas são bastante positivas para a companhia, que vem aproveitando sua confortável posição de caixa, adquirida a partir da recente fusão, para ampliar suas operações e destravar mais valor no curto e médio prazos.

Apesar do desempenho aquém do potencial de *players* relevantes do setor, o atual cenário macroeconômico, com o nível de juros se firmando em patamares historicamente baixos, taxa de desemprego em queda gradual, juntamente com um maior andamento na agenda de reformas estruturais, nos indicam uma maior retomada no consumos das famílias ao longo do 2S19 e 2020, favorecendo os números do varejo nacional. Assim, ainda que o cenário se mostre

pior do que inicialmente projetado, mantemos nossa visão construtiva em relação ao setor de shopping centers.

Consumo e Varejo

Giovana Scottini
Analista, CNPI

Luiz D'Aguiar
Analista, CNPI

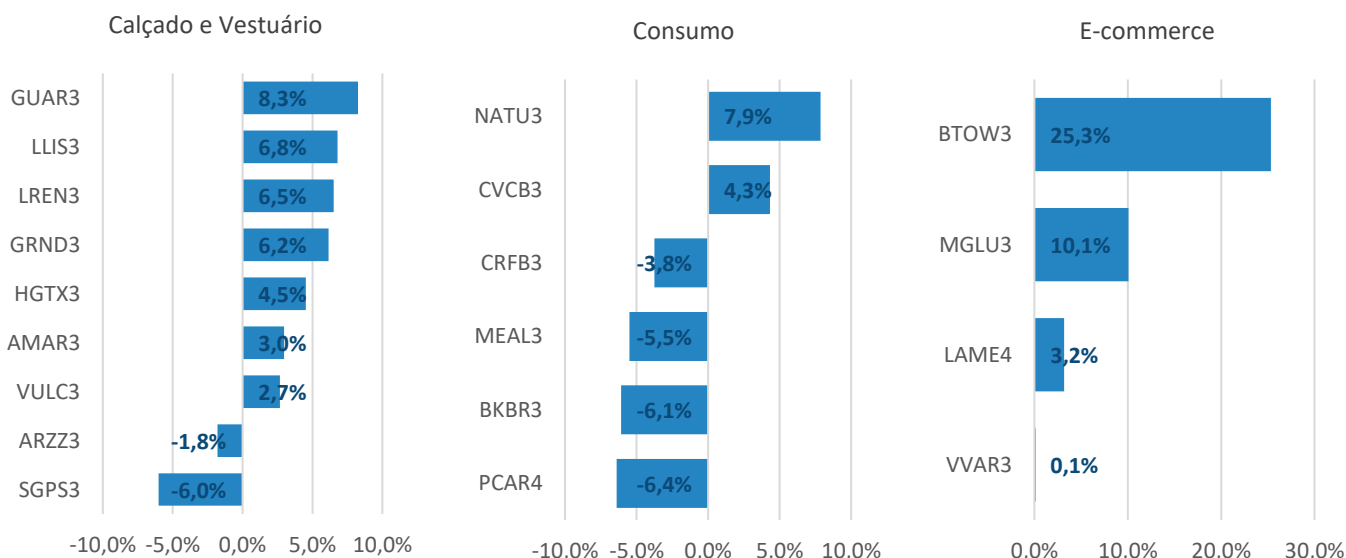
Events that benefit the growth

De acordo com o levantamento da Cielo, o mês de julho deste ano foi beneficiado pelo efeito calendário, uma vez que em julho do ano passado aconteceram dois jogos do Brasil da Copa do Mundo que acarretaram em menor venda para os lojistas. Com isso, o varejo mostrou crescimento real de 4,6% A/A (+7,6% A/A nominal) comparado com o mesmo mês do ano passado. **Além dos jogos da Copa do Mundo na base de comparação, neste ano o mês contou com uma quarta-feira a mais e um domingo – dia mais fraco para o varejo - a menos.**

Destaques

O maior destaque positivo dentre as ações do varejo sob nossa cobertura ficou por conta da B2W (**BTOW3: +25,3% M/M**), que apresentou um bom resultado no mês de agosto e, em seguida, anunciou um novo aumento de capital – porém, desta vez, com uma boa visibilidade em relação à geração de caixa. Ainda no campo positivo, merecem destaque os papéis do Magalu (**MGLU3: +10,1% M/M**), que continuou apresentando evolução consistente nas principais linhas, e da Natura (**NATU3: +7,9% M/M**), com bons resultados na TBS.

Já no campo negativo, em linha com os resultados aquém do esperado, as maiores quedas ficaram por conta do Burger King (**BKBR3: -6,1% M/M**), que sentiu pressão nas margens, além de Springs (**SGPS3: -6,0% M/M**).



Energia e Saneamento

Renato Pinto

Analista, CNPI

Defensivo por natureza

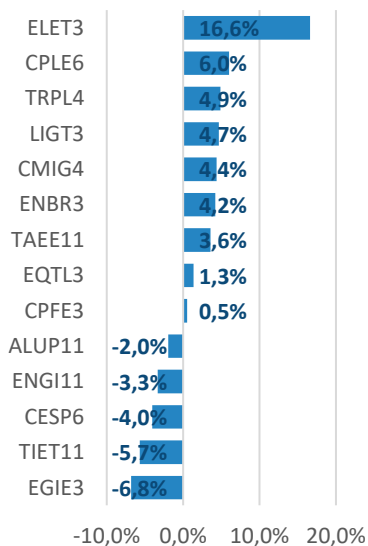
Em agosto o IEE (+2,4%) mostra sua resiliência ficando no terreno positivo mesmo num mês fraco do Índice Bovespa (-0,7%). As características defensivas do setor elétrico, faz com que investidores institucionais procurem ações defensivas mais como proteção de seu portfólio do que com notícias ou eventos específicos das empresas.

Com exceção de TIET11 (-5,7%) e EGIE3 (-6,8%) todas as empresas do nosso universo de cobertura tiveram desempenho positivo. O maior destaque ficou por conta de NEOE3 (+14,6%) que a nosso ver subiu menos por conta do resultado do 2T19 que foi morno, e mais por conta do início de cobertura por casas internacionais que lideraram a oferta pública. O outro destaque foi CPLE6 (+6,0%) por conta de outro resultado trimestral que agradou ao mercado e notícias de venda de participação na Copel Telecom e na Compagás. As demais empresas CMIG4 (+4,4%), LIGT3 (+4,6%), TRPL4 (+4,8%), ENBR3 (4,2%) tiveram desempenho bastante semelhante apesar do fraco desempenho dos resultados do 2T19. Essa boa performance nas cotações dessas ações a nosso ver foi uma recuperação do fraco desempenho do mês de julho

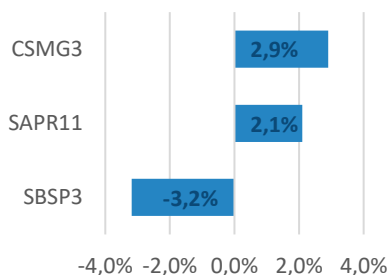
No caso específico de TIET11, o fraco desempenho da ação foi em razão do resultado trimestral abaixo do esperado. Todavia, continuamos positivos na empresa pois a sazonalização de sua energia concentra resultados mais fortes no segundo semestre de 2019. Acreditamos que TIET11 é uma empresa com uma clara estratégia de expansão em fontes renováveis de energia num setor que em breve deverá passar por mudanças estruturais.

O setor de saneamento mais uma vez apresentou um bom desempenho com CSMG3(+2,9%) e SAPR11 (+2,1%). O resultado de Copasa foi fraco no 2T19, mas o mercado continua focando em mudanças no marco regulatório do saneamento que deverá avançar no mês de outubro e que possa resultar no futuro em sua privatização.

Energia Elétrica



Saneamento



Indústria e Transportes

Flávia Ozawa

Analista, CNPI

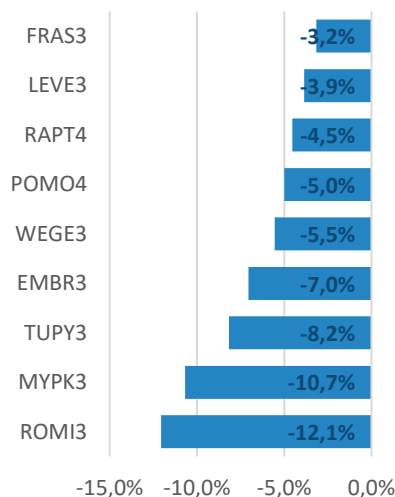
Indústria

O inferno são os outros

Na primeira metade de agosto, as ações que acompanhamos do setor apresentavam performance abaixo do Ibovespa, pressionadas pelas crescentes tensões comerciais entre os Estados Unidos e a China e a desaceleração da economia europeia. A partir do fim de semana das prévias eleitorais argentinas (11/agosto), o setor foi adicionalmente penalizado pela diferença acima do esperado entre Fernández e Macri. Dado este cenário, as maiores perdas do setor foram: (i) **Romi (-12,1% m/m), movimento de correção, com o crescimento da aversão aos ativos de risco;** e (ii) **lochpe-Maxion (-10,7% m/m) e Tupy (-8,2% m/m), empresas com maior exposição ao mercado europeu.**

Destaques

Indústria



Efeito Europa. Os dados de atividade econômica divulgados pelos principais países da Zona do Euro seguem mostrando desaceleração. A sequência de valores menores do PIB da região chegou a 1,1%, impulsionado pela redução das atividades dos setores de manufatura alemão e italiano, e as turbulências políticas com o Brexit no Reino Unido e Salvini na Itália, evidenciam a fragilidade da região. **Dentre as empresas do setor, Tupy e lochpe-Maxion são as que apresentam maior exposição ao mercado europeu.** Nos últimos 12 meses, a região foi responsável por 12,3% e 34,2% das ROL, respectivamente. **Para mitigar os efeitos negativos da atividade na região, Tupy investe no aumento das vendas de produtos de maior valor agregado (CGI e usinados) e lochpe-Maxion no crescimento da participação local e em rodas de alumínio no mercado asiático.**

Efeito Argentina. Com a participação de cerca de 75% dos eleitores que poderão votar em outubro, a prévia da eleição presidencial realizada no dia 11 de agosto teve como resultado uma diferença de 15 p.p. entre os principais candidatos, indicando vitória da chapa Fernández-Kirchner. A diferença muito acima do valor próximo de 2 p.p. sinalizado nas pesquisas eleitorais surpreendeu e aumentou a preocupação quanto ao desempenho da indústria automotiva brasileira, que tem historicamente na Argentina seu principal parceiro comercial. O Brasil exportou nos últimos anos cerca de 20% da sua produção de veículos leves, sendo que destes, aproximadamente 70% para a Argentina. **A preocupação com a política econômica a ser adotada pelo provável próximo governo aumentaram o receio quanto as empresas relacionadas à cadeia automotiva brasileira. As empresas que acompanhamos com maior exposição ao mercado argentino são Marcopolo e Fras-Le.**

Marcopolo. A companhia recentemente aumentou sua participação na Loma Hermosa, devido ao destravamento de opção de compra a preço mínimo previsto em acordo. Apesar da operação, Marcopolo não considera melhora do mercado argentino no curto prazo. Uma piora da economia do país vizinho não deverá afetar substancialmente a receita da companhia, que nos últimos trimestres tem apresentado crescimento nas exportações para outras regiões.

Fras-Le. O país representou 13% das receitas do 2T19. Apesar da situação econômica do país, a operação de Fras-Le na região não tem apresentado problemas operacionais (2T19 com margem EBITDA Argentina entre 16% e 17%). O principal efeito do país é de ordem financeira, com a deterioração cambial. A companhia tenta minimizar sua exposição com simplificação da estrutura societária, prevista para finalizar em 2020, negociação de prazos, busca por fornecedores locais e ajustes de preços dos produtos atrelados ao Dólar. Efeito não deverá ser significativo, dado o aumento da participação da Fras-Le em outros mercados. Principal fator que tem impulsionado seu aumento de receita com exportações.

Transporte

Walk on

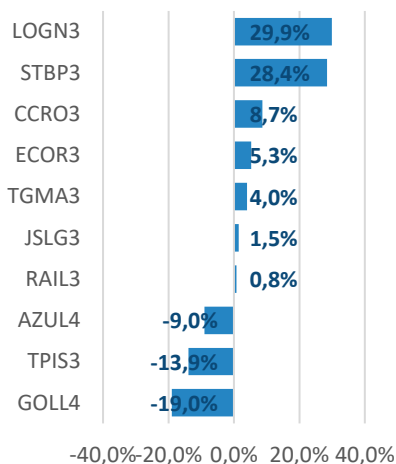
Apesar da redução de 1,3% do IBOV no mês de agosto, o setor de locação de veículos e transportes teve uma performance em geral acima do índice. As empresas que tiveram uma performance muito negativa foram **Gol (-19,0% M/M)** e **Triunfo (-13,9% M/M)**, dado a desvalorização cambial e o resultado trimestral muito fraco, respectivamente. **Destaque positivo** para a **Log-In** com valorização de **29,9%** em agosto.

Concessões

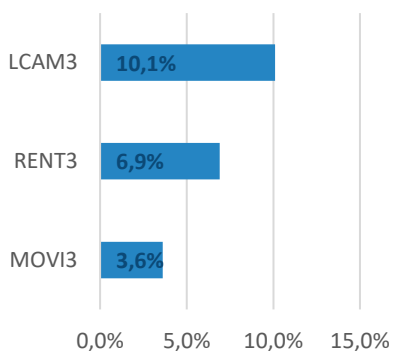
A **CCR (8,7% M/M)** e a **Ecorodovias (5,3% M/M)** tiveram uma forte performance na bolsa no mês de agosto, apesar dos números ainda tímidos reportados no 2T19. Acreditamos que performance na bolsa seja justificada pela expectativa de retomada da atividade econômica e novos cortes na Selic em 2019. A **Santos Brasil (28,4% M/M)** foi um dos grandes destaques da

Marcel Zambello
Analista

Transporte, Logística e Infraestrutura



Locação de Veículos



temporada de resultados, com uma forte performance do seu *core business*, o Tecon Santos. A companhia terá um novo ciclo de investimentos no terminal portuário com CAPEX estimado de R\$1,3 bilhão, 40% dos investimentos serão feitos até 2021.

Setor aéreo

O setor teve uma forte desvalorização em agosto (**GOL: -19,0% e Azul: -9,0% M/M**) com a forte alta das ações em 2019 e a desvalorização do real frente ao dólar de 8,8% no mês, dado a maior parte dos custos dolarizados das empresas aéreas. Destaque positivo também para os fortes resultados operacionais reportados pelas duas companhias no 2T19, com números acima das expectativas do consenso de mercado.

A Azul recebeu 15 slots da ANAC para operar em Congonhas na ponte Aérea Rio- São Paulo com o seu Embraer 195, que tem capacidade para operar na pista auxiliar de Santos Dumont durante o período de reformas (24/08 a 21/09) do aeroporto.

A Passaredo anunciou a aquisição da MAP, as duas empresas aéreas têm um *market share* doméstico (dados ABEAR) de 0,4%. A fusão das duas companhias não muda a dinâmica competitiva do setor, apenas otimiza as operações em Congonhas da nova empresa após a distribuição de 26 slots pela ANAC.

Locadoras

As locadoras de automóveis reportaram números fortes no segundo trimestre, com expansão nas principais divisões de negócio. Destaque positivo para o pedido pela Localiza do registro na categoria B da CVM para a sua operação de GTF (Gestão de Terceirização de Frotas). A Unidas é a líder em market share nesse segmento, com 17,4%, seguida pela Localiza com 12,7% e a Movida com 6,9%.

Destaque

A **Log-In (29,9% M/M)** segue com forte performance na bolsa. A companhia reportou um 2T19 muito sólido com melhorias operacionais e margem EBITDA recorde para um semestre. Além disso, a partir do quarto trimestre o novo navio Log-In Polaris entrará em operação.

A **CCR (9,7% M/M)** e a **Ecorodovias (6,7% M/M)** tiveram uma forte performance na bolsa no mês de agosto, apesar dos números ainda tímidos reportados no 2T19. Acreditamos que

Saúde e Educação

Saúde

Operadoras e laboratórios, lideram o crescimento do setor

O mês de agosto foi marcado por forte alta nos papéis das operadoras de saúde e dos laboratórios (exceto FLRY3).

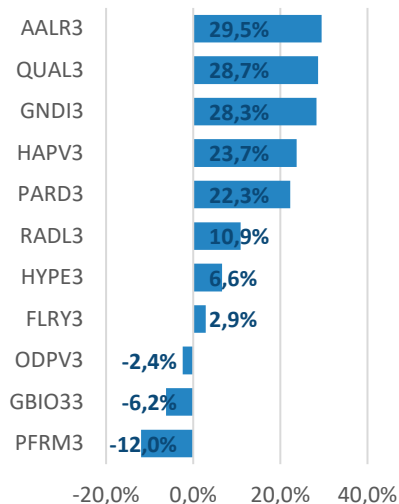
Destques

Alliar apresentou a maior alta mensal do setor, 29,5%. Desde a divulgação de resultados referente ao 2T19, AALR3 subiu 26%. Acreditamos que o crescimento SSS, dados operacionais consistentes e controle de custos e despesas podem ter ocasionado esta alta. No dia 20, foi anunciada a conclusão da segunda emissão de debenture simples, não conversíveis em ações, no valor total de R\$ 350,0 milhões.

Qualicorp apresentou alta de 28,7% no mês. A forte alta do papel veio após o anúncio do acordo de venda de 10% das ações do fundador da Companhia para a Rede D'Or. O movimento foi visto com bons olhos pelo mercado. A Rede D'Or, tem marca consolidada e respeitada no setor e pode levar contribuições importantes para Qualicorp. Porém, vale ressaltar que até o

Mariana Ferraz
Analista

Saúde



momento, não existe nenhuma estratégia definida. O fundador, conhecido como Junior, deixará a Companhia e ainda não existe um substituto.

As ações de Intermédica e Hapvida, continuam mostrando boa performance. Ambas têm sinergia a capturar e vêm mostrando consistências nos resultados. Novos M&A's são esperados ainda em 2019. **Hermes Pardini também reportou um bom resultado no 2T19.** Desde a divulgação, o papel subiu 18%. Mesmo com dados melhores que o esperado, entendemos que a Hermes Pardini ainda tem desafios pela frente. A Companhia ainda precisa ganhar tração para aí sim, mostrar forte crescimento. Ainda no mês de agosto (20), Pardini anunciou aquisição de 100% do Solução Laboratório de Análises Clínicas. O laboratório atua no segmento lab-to-lab na região Sul do país, e tende a melhorar o serviço e a logística da região.

A RD apresentou bom resultado e acima das nossas expectativas. A Companhia parece ter encontrado o equilíbrio para o ganho de escala que compense *ticket* médio cada vez mais baixo devido ao mix imposto pelo mercado e pela dinâmica concorrencial. No mês de agosto, a RD aprovou programa de recompra de até 1,0 milhão de ações ordinárias e será finalizado em 06 de agosto de 2020. O objetivo é de posterior alienação para atender ao Programa de Incentivo da Companhia.

Profarma teve o pior desempenho no mês. O aparentemente o mercado estava com alta expectativa para os resultados do 2T19. Pós divulgação, PFRM3 teve queda de 11% no pregão seguinte. Em nossa visão, a Companhia entregou resultado dentro do esperado. Esperamos um segundo semestre mais construtivo e sem surpresas negativas relevantes.

Dividendos

A OdontoPrev anunciou pagamento de dividendos, em 04 de setembro, relativos ao 2T19 no montante de R\$ 27,8 milhões.

Educação

Recuo dos papéis

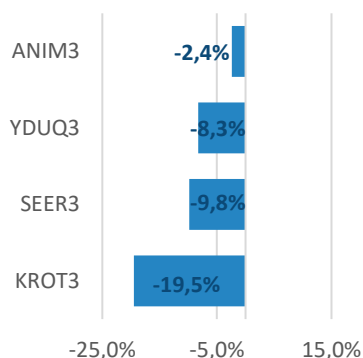
Diferente dos últimos quatro meses, em que o setor de educação apresentou crescimento, no mês de agosto, todos os papéis das educacionais recuaram. O papel que mais sofreu foi da Kroton, que desde a divulgação do resultado do 2T19 teve queda de 12%. Com primeiro semestre nada animador, Kroton apresentou forte queda de margens. O ensino superior, principal segmento da Companhia, foi o mais impactado. Alto número de formandos de FIES e queda na base de alunos, tanto no ensino presencial quanto no EAD foram os principais motivos. A Companhia reforçou mais uma vez *guidance* positivo para o ano. Importante ressaltar que não compartilhamos do mesmo entusiasmo. Somos céticos quanto a dependência da venda de livros para o governo, que afeta diretamente o segmento de ensino básico. Além do *guidance* de sinergia que entendemos ser otimista, vemos dificuldades na operação do ensino básico.

A Ser, segunda maior queda do mês, apresentou um resultado neutro no 1S19, exatamente em linha e dentro de nossa pessimista (ou seria realista) expectativa. **A YDUQS** apresentou resultado dentro da nossa expectativa, praticamente estável com o 1S18. Ambas tiveram queda no papel após divulgação dos resultados, parte disso pode ter sido realização de lucros, uma vez que os papéis andaram forte este ano.

A Ânima, tem a queda menos acentuada, o anúncio da aquisição de 100% do grupo AGES por ter contribuído para isso. O Grupo adquirido atua no Nordeste do país e tem marca forte na região. A educacional dá mais um passo importante para sua consolidação nacional e confirma sua estratégia de ganhar escala com qualidade. Mais informações sobre a aquisição no relatório "M&A" Mais do que Afiado!".

Mariana Ferraz
Analista

Educação

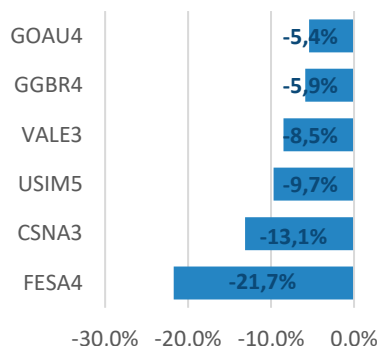


Siderurgia e Mineração

Tasso Sousa

Analista

Siderurgia e Mineração



Engatando a primeira marcha

O setor de Siderurgia, de uma forma geral, apresentou, novamente, uma queda no mês de agosto. Essa queda, no entanto, foi parcialmente amenizada pelas altas na última semana do mês. A surpresa positiva do crescimento do PIB no segundo trimestre (crescimento de 0,4%, superando a maior estimativa, que indicava alta de 0,3%) anunciada no último dia 29, foi o principal *driver*, com destaque para Usiminas, que apresentou alta superior a 9% na semana.

Como já explicitado, dentre os principais mercados consumidores dos produtos siderúrgicos são os setores de construção civil, indústria e automotivo, e os indicadores destes setores estão demonstrando uma retomada gradual do crescimento. O principal destaque de agosto foi a construção civil, que apresentou crescimento de 1,9% na comparação trimestral e 2,0% na comparação anual, interrompendo uma série de 20 trimestres de variações interanuais negativas. Como o setor requer uma maior intensidade de capital fixo e trabalho, além de possuírem ciclos mais longos, atuam como um termômetro das perspectivas de crescimento e estabilidade de um país. Vale destacar, ainda, os dados de julho do CAGED, que apontaram um saldo positivo de 7.837 empregos no setor, historicamente correlacionado com a retomada do crescimento do ciclo econômico.

O destaque negativo do mês ficou para a indústria de Mineração, com a expressiva queda no preço do minério de ferro. O preço da *commodity*, que no ano chegou a ultrapassar os USD 120/ton devido ao desequilíbrio global entre oferta/demanda, sofreu reajuste a partir de um maior balanceamento. Este movimento se iniciou ainda no mês de julho, com a retomada da operação da mina de Brucutu, da Vale, e se agravou com a intensificação da guerra comercial entre EUA e China, gerando um temor quanto a continuidade do crescimento da China e, conseqüentemente, a demanda pela *commodity*. Desta forma, o minério de ferro com teor de 62%, negociado no porto de Qingdao, encerrou agosto cotado a USD 88/ton, uma queda de 25,0% no mês.

Destaques

A Ferbasa foi o destaque negativo do mês de julho, apresentando queda de 21,7%. O principal motivador para a queda foram os fracos resultados apresentados em meados de agosto. A empresa sentiu a combinação da redução do volume comercializado, o crescimento do CPV e redução do preço de referência de seus produtos. As quedas ainda foram agravadas pela sinalização de um cenário desafiador no restante do ano, com demanda fraca, custos dolarizados e nova redução, de 13,3%, no preço de referência para o 3T19. Dentre os destaques positivos vale mencionar o anúncio, em fato relevante, que a empresa terá direito à compensação de PIS/COFINS sobre a parcela de exclusão do ICMS da base de cálculo, cujo valor ainda será anunciado, e o pagamento de R\$ 23,3 milhões de JCP a ser efetuado em 20/09/2019, com base na posição acionária de 05/09/2019.

A segunda maior desvalorização em agosto foi da CSN, com queda de 13,1%. No acumulado no ano, a CSN é a única que apresenta valorização positiva. O principal motivo está relacionado com sua unidade de Mineração. Ao contrário das demais siderúrgicas, que consomem praticamente todo o volume de minério produzido, a CSN, aproveitando a alta do preço da *commodity*, fortaleceu as vendas, o que impulsionou seu crescimento no ano. No entanto, com a redução no preço de referência e devido ao seu perfil de endividamento (dívida dolarizada, enquanto a venda é mais focada no cenário nacional), as ações sofreram uma maior correção em agosto. Apesar disso, ainda apresenta, no ano, uma valorização de 70,4% (já chegou a ser superior a 100%).

A Gerdau foi a empresa com a menor desvalorização em agosto, com GGBR4 apresentando queda de 5,9% e GOAU4 5,4%. A Empresa também apresentou os resultados do segundo trimestre, sem grandes surpresas (o resultado foi praticamente um espelho do primeiro trimestre). Conforme já exposto, na nossa visão, a empresa é uma das mais bem preparadas no cenário nacional para aproveitar a retomada do crescimento. A partir do ciclo de desinvestimento em unidades menos lucrativas nos últimos anos, a empresa voltou a apresentar margens elevadas e, com o crescimento do país, em especial da construção civil, que começa a dar sinais de melhora, as perspectivas são positivas. Negociando a apenas 5,1x EBITDA LTM, reafirmamos GGBR4/GOAU4 como nossa *top pick*.

Telecom

Flávia Ozawa
Analista, CNPI

Telecom

Olho na PLC 79

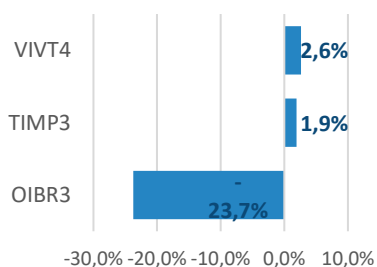
Acompanhando os dados divulgados pela Anatel (Agência Nacional de Telecomunicações), em julho houve manutenção da tendência demonstrada ao longo de 2019. No SMP (Serviço Móvel Pessoal), a base pós-paga apresentou saldo positivo de 629 mil acessos, sendo que destes, 392 mil com os dispositivos M2M. O aumento de dispositivos M2M vem sendo impulsionado pela “guerra das maquininhas” de cartão, aumento da frota de locadoras e frotistas e mecanização do campo. O saldo de transferência do pré-pago para o pós-pago foi de 237 mil e a base pré-paga apresentou encolhimento de 434 mil acessos. **Dentre as principais operadoras, a Claro ocupou a posição de liderança em adições líquidas no segmento pós-pago, com um saldo de 288 mil adições, e Telefônica em M2M, com saldo positivo de 153 mil dispositivos.**

O número de acessos de banda larga fixa em fibra segue crescente. Em julho houve aumento de 367 mil. **Consideradas outras tecnologias, Telefônica e Oi apresentaram saldo negativo, com 43 mil e 48 mil desligamentos, respectivamente. Apesar deste desempenho, a primeira apresentou 55 mil adições de acessos em fibra e a segunda 54 mil. A Claro por sua vez apresentou saldo total positivo em 3 mil, com 15 mil adições em fibra. Tim, saldo positivo de 11 mil, com número semelhante de adições em fibra.** Os valores demonstram o potencial do FTTH, tecnologia considerada pelas companhias como uma das principais para a retomada do crescimento da geração de receita.

Destaques

Oi. Enquanto as demais companhias de capital aberto listadas no Brasil apresentaram crescimento levemente acima do índice, Oi encerrou o mês com desvalorização de 23,7% m/m. O valor foi devido ao resultado operacional deteriorado do 2T19 e encerramento de trimestre com redução de R\$ 2,0 bilhões de caixa. A empresa tem apresentado sequência de resultados operacionais ruins, prejudicada pelo ambiente concorrencial acirrado e maturidade de parte dos serviços de telecom. Somado a isto, a necessidade crescente de investimentos para modernização de sua infraestrutura defasada pesa sobre o caixa da companhia. Apesar da venda da participação na Unitel, aprovação do PL 79, consolidação do setor e recebimento do crédito fiscal referente a cobrança de PIS/Cofins sobre o ICMS poderem destravar valores extraordinários para a companhia, acreditamos que a melhora de sua operação levará tempo. Além disso, a disputa recente entre acionistas e gestão mostra a fragilidade de sua situação. **Em nossa visão, o caso de Oi é altamente dependente de eventos-chave, sem apoio por parte de seus resultados operacionais, havendo risco significativo de prolongamento da resolução dos entraves citados anteriormente.** Apesar da situação complicada e emergencial da Oi, vemos como um efeito positivo para o setor o aumento da pressão sobre a tramitação e aprovação do PLC 79.

Telecomunicações



Tim Participações. Em agosto foi aprovado o TAC (Termo de Ajustamento de Conduta) abrangendo um valor de referência em sanções de R\$ 627 milhões. O acordo prevê investimentos ao longo de 3 anos nas áreas de: (i) experiência do cliente; (ii) qualidade; (iii) infraestrutura. Está previsto também o compromisso de levar a banda larga móvel, através da rede 4G, para 366 municípios com menos de 30 mil habitantes, existindo potencial de alcance de 3,4 milhões de pessoas e compartilhamento de rede com outras operadoras. A infraestrutura será implementada ao longo do prazo com concentração de 80% nos 2 primeiros anos. **Esta resolução de reversão de contencioso para investimento produtivo foi a primeira aprovada para uma operadora de grande porte e é uma sinalização positiva de modernização regulatória.**

DISCLAIMER

Este documento foi elaborado e distribuído pela Eleven Financial Research unicamente para uso do destinatário original, e tem como objetivo somente informar os investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de nenhum título ou valor mobiliário contido neste relatório. As decisões de investimentos e estratégias financeiras devem ser realizadas pelo próprio leitor.

Nossos analistas elaboraram o presente relatório de forma independente, e o conteúdo do mesmo não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído, no todo ou em parte, a terceiros, sem prévia e expressa autorização.

Todas as informações utilizadas neste documento foram redigidas com base em informações públicas, de fontes consideradas fidedignas. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equívocas no momento de sua publicação, a Eleven Financial e os seus analistas não respondem pela veracidade das informações do conteúdo.

Conforme o artigo 20, parágrafo único da ICVM 598/2018, o analista **Raul Grego** declara-se inteiramente responsável pelas informações e afirmações contidas neste relatório de análise. De acordo com a exigência regulatória do artigo 21 previsto na ICVM 598, de 18 de abril de 2018, o analista de valores mobiliários, responsável principal por este relatório, declara:

(i) que as recomendações contidas neste relatório refletem única e exclusivamente sua opinião pessoal sobre a companhia analisada e seus valores mobiliários e foram elaborados de forma independente e autônoma.

(ii) que as informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas às mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança.

Para maiores informações, pode-se ler a Instrução CVM 598, de 2018, e também o Código de Conduta da Apimec para o Analista de Valores Mobiliários.

Este relatório é destinado exclusivamente ao assinante da Eleven que o contratou. A sua reprodução ou distribuição não autorizada, sob qualquer forma, no todo ou em parte, implicará em sanções cíveis e criminais cabíveis, incluindo a obrigação de reparação de todas as perdas e danos causados, nos termos da Lei nº 9.610/98 e de outras aplicáveis.