

Relatório Especial

Panorama sobre Commodities
02/06/2021



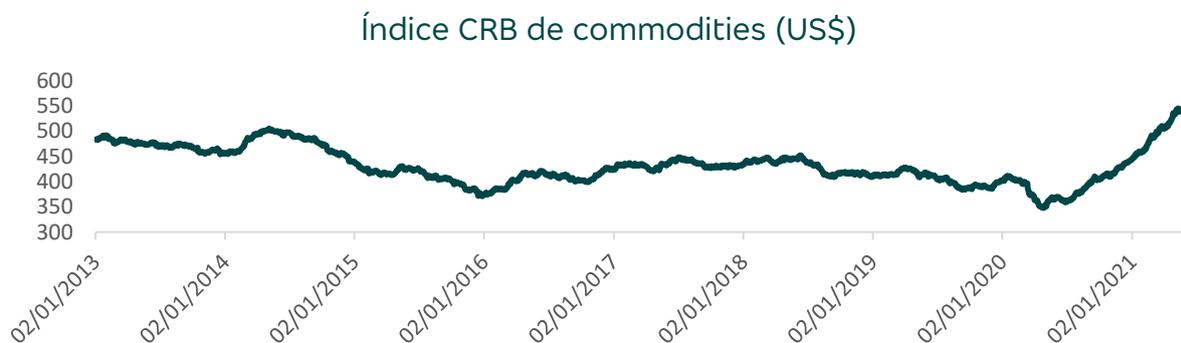
ÂGORA
INVESTIMENTOS

José Cataldo*
Luíza Mussi
Ricardo França

*Analista de valores mobiliários credenciado responsável pelas declarações nos termos do Art. 21 da Resolução N°20 da CVM

Commodities – um superciclo?

- > As commodities podem ser consideradas como os motores da economia global, sendo utilizados em atividades diárias, como transporte, alimentação, geração de energia e até na produção industrial. Entre as principais commodities destacamos: Minério de ferro, petróleo, Celulose, milho, soja, cobre e alumínio.
- > O balanço oferta x demanda é essencial para entendermos os ciclos das commodities, ou seja, quando vemos consumo acima da produção, temos normalmente um momento propício para o aumento no preço das commodities.
- > Após a chegada da pandemia, observamos um cenário de aumento de estímulos por parte dos bancos centrais, levando a um processo de retomada das economias, como a Chinesa, que poderá sustentar uma demanda maior por commodities levando em conta a expectativa de crescimento;
- > O Brasil se beneficia muito de ciclos positivos de commodities. Normalmente, ganhamos na exportação e na apreciação da moeda, porém esse ciclo apresenta uma dinâmica diferente, com depreciação do real, mostrando encarecimento dos custos de produção para as empresas, e dessa forma, o impacto positivo na atividade doméstica deve ser menor do que em ciclos anteriores, porém ainda bastante relevante.
- > As cotações das commodities vem se recuperando desde o 2º semestre de 2020, com intensificação no início de 2021, refletindo a rápida aceleração da atividade global.



- > Acreditamos que os preços das commodities ficarão altos por mais tempo, porém correções no curto prazo podem acontecer.

Abaixo nossas projeções para as principais commodities*:

Minério de Ferro: US\$ 150/tonelada

Celulose: US\$ 700/tonelada

Petróleo: US\$ 65/barril

Grãos: Visão neutra dos preços

Carne: Visão altista de preços

Aves: Visão altista de preços

*preço médio de referência para o ano.

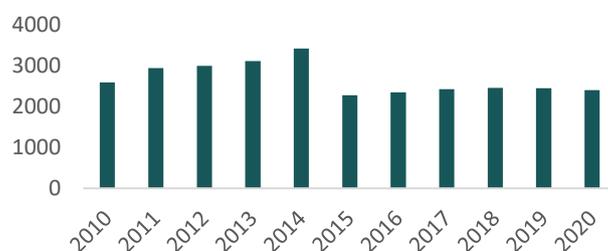


Minério de ferro

Se fizermos uma análise da produção global de minério de ferro, observaremos que desde o acidente ocorrido em Mariana (2015) a produção desta commodity ainda não voltou a níveis normalizados. No ano de 2014, cerca de 3,4 bilhões de toneladas foram produzidas mundialmente, com uma queda a 2,3 bilhões em 2015. Desde então, a oferta vinha se recuperando a passos lentos, quando em 2019 vimos mais uma vez a oferta ser afetada pelo acidente de Brumadinho, impactando ainda mais negativamente a oferta global. Além disso, em 2020 fatores sazonais, como chuvas (o fenômeno Lã Niña por exemplo elevou o volume de chuva no início do ano) atrapalharam ainda mais a dinâmica, que deve permanecer

comprometida em 2021. Já do lado da demanda os acontecimentos se moverem na direção oposta, com o advento da pandemia ampliando investimentos em infraestrutura mundo a fora e principalmente na China, estimulando o mercado imobiliário desde meados de 2020 e a expectativa de que a recuperação da atividade mundial estimule ainda mais a demanda pela commodity. Com isso, esperamos que o déficit global de minério deve permanecer até pelo menos 2023.

Oferta Global de minério de Ferro
(R\$ MM/t)



E como isso impacta os investimentos?

É fato que as ações de mineração & siderurgia subiram consideravelmente nos últimos 12 meses:

Vale: +133%

Usiminas: + 186%

Gerdau: + 141%

Porém, quando olhamos para um cenário de taxas de juros em patamares baixos, política fiscal expansionista e poucas adições de oferta nos próximos 2-3 anos, nos deparamos com muito espaço para valorização das ações do setor. Fizemos alguns exercícios internamente de simulação e projeção, considerando o preço do minério de ferro nos patamares de 150/tonelada e 200/tonelada para os próximos 12 meses. O resultado disso, obviamente, são preços de ações muito mais altos. E aí, a próxima pergunta seria... até que ponto o preço das ações pode subir? Quando olhamos para os ciclos de alta anteriores, e supondo preços médio de minério em US\$ 200/tonelada, vemos que: as ações de Mineração e Siderurgia ainda poderiam ter um longo caminho de valorização, com potencial de alta superior a 80%. Assumindo o pico de EV/tonelada de 2010, os valores patrimoniais implícitos e as ações com maior potencial de alta seriam: Vale R\$210 (83% de upside), Usiminas R\$ 58 (178% de upside), Gerdau R\$ 63 (75% de upside), uma valorização considerável em relação a nosso cenário base: Preço-alvo para Vale R\$ 133,00, Usiminas: R\$ 32,00, Gerdau R\$ 45,00. Vale e Usiminas são nossas escolhas preferidas nos setores de Mineração e Siderurgia.



Celulose

A dinâmica de preços da celulose tem melhorado consideravelmente nos últimos 12 meses, com preços saindo de valores próximos a US\$ 450/tonelada em meados de 2019. Isto deveu-se ao somatório de fatores, como: fraca demanda por parte da China, altos estoques na mão dos produtores de papel e preços mais baixos do produto final. Todavia, em maio de 2021, o preço alcançou US\$ 780/tonelada, com reduções significativas de estoque na mão dos produtores e uma normalização dos preços de papel. Essa normalização, inclusive, ganhou força no período da pandemia, onde vimos a demanda por papel tissue (sanitários) aumentar de forma significativa, compensando parte da queda de papel de escrita, que sofreu consideravelmente com a suspensão de eventos e fechamento de escritórios e escolas.

A parte de comércio eletrônico também se destacou, com a demanda por caixa para embalagem aumentando. Continuamos com expectativa positiva para o preço da celulose, devido à maior demanda, impulsionada por maior demanda por embalagens, com recuperação econômica conforme os efeitos da pandemia vão ficando para trás, principalmente na China, resultando em um aumento de preços globalmente.

E como isso impacta os investimentos?

As Ações de Papel & Celulose de nossa cobertura tiveram performance positiva nos últimos 12 meses:

Suzano: +55%

Klabin: + 31%

Porém desde o final de 2020 temos visto as empresas implementando aumentos de preço significativos, que devem começar a fluir pelos resultados das empresas a partir do 2S21, pois os aumentos de preço ocorrem de forma gradual e o resultado nas empresas é visto de forma lenta. Vemos então, espaço de valorização para as empresas do setor. A Suzano e a Klabin devem continuar se beneficiando dos preços mais altos da celulose, menores estoques nas mãos dos produtores e perspectivas mais positivas para o mercado de papel.

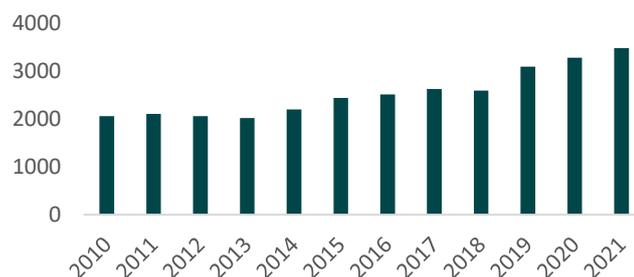


Petróleo

Se olharmos o valor do petróleo tipo Brent nos últimos 12 meses, observaremos um aumento de 88%. Essa alta é explicada em parte por cortes de produção, com a oferta sendo limitada de forma coordenada pela Opep+. Em especial, a Arábia Saudita tem feito cortes significativos em sua produção. Esses cortes têm sido feitos em resposta a pandemia justamente para manter os preços elevados enquanto a demanda vai se recuperando de forma gradual com a melhoria no cenário global, o que



Produção de Petróleo (Mil bpd)



o que temos visto acontecer. Aliado a isso, o clima frio nos EUA adicionou mais risco a produção da commodity. A demanda vem se recuperando gradualmente, em função das reaberturas e maior consumo de combustíveis, mas ainda em níveis bem inferiores ao período pré-pandemia. Esperamos que aos poucos os cortes na produção se regularizem, porém, a produção ainda deverá se recuperar de forma lenta. Foco dos investimentos em exploração e produção deverá garantir o bom desempenho do setor nos próximos anos, ampliando o volume de petróleo exportado.

E como isso impacta os investimentos?

As Ações de Petróleo de nossa cobertura tiveram performance mista nos últimos 12 meses:

Petrobras: +33%

PetroRio + 195%

Temos visão positiva para a Petrobras e a PetroRio. Em relação a Petrobras, temos visto mensagens mais positivas a medida que vemos a administração dando continuidade à sua política de dividendos e venda de ativos e vemos a relação risco/retorno mais positiva. Vemos chance de que o preço do barril do petróleo atinja US\$ 80/barril no 3T21, à medida que os estoques da OCDE caiam. Para a Petrobras, o risco seria de a empresa não ajustar os seus preços as cotações internacionais de maneira ágil o bastante, podendo causar alguma frustração ao mercado, sugerindo uma preferência pela PetroRio. Entendemos que este caso de investimento é uma boa maneira de obter exposição aos preços crescentes do petróleo, com crescimento orgânico / inorgânico da capacidade de produção.



Commodities agrícolas

Em 2020 vimos a peste suína aumentando as preocupações com o trato dos animais mundo afora e principalmente na China, mudando alguns hábitos, como a utilização de ração animal. Com isso, a demanda por milho, soja e trigo aumentou, fazendo inclusive, com que a China perdesse sua autossuficiência em milho, passando a comprar grandes quantidades no mercado internacional, aumentando o preço do grão. Isso, aliado a expectativa de que a China recomponha seu rebanho de suínos até o final de 2021 ocasionou uma mudança estrutural no consumo de grãos. As estimativas para as safras atuais mostram recorde de produção global, e esses números poderiam ser ainda melhores se não fossem alguns fatores climáticos. Para as próximas safras, estimativas preliminares apontam para alta expressiva de área de produção. Do lado negativo, a safra de café no Brasil deve mostrar recuo, impactada por secas no final do ano passado.

PIB agropecuário



E como isso impacta os investimentos?

A São Martinho teve performance positiva nos últimos 12 meses:

São Martinho: +82%

Recentemente aumentamos nossa expectativa para o preço-médio do açúcar e 8% para a safra de 2021/22 para US\$ 15,1/lb e em 5% para 2022/23 para US\$ 14,7 / lb. Esse aumento ocorre porque os preços mais altos do petróleo geralmente levam a preços mais altos do etanol, o que por sua vez pode resultar nas usinas brasileiras reduzindo a participação do açúcar em seu mix de produção (o que pode levar a preços mais altos do açúcar) em comparação com o etanol. Observamos também que as mudanças na produção de açúcar no Brasil são relevantes para os preços globais do açúcar, uma vez que o país é responsável por 45% do comércio global. Fizemos uma análise de sensibilidade, e a cada 10% de aumento em nossa estimativa do preço médio do açúcar à vista de longo prazo de US\$14,5 / lb, aumentaríamos o preço-alvo em 10% para a São Martinho, além disso, a cada aumento de US\$ 5 / barril em comparação com nosso cenário-base de US\$ 65 / barril para 2021/22 aumenta nosso EBITDA para 2021/22 em 4%.

ÁGORA

INVESTIMENTOS

RESEARCH ÁGORA

José Francisco Cataldo Ferreira

CNPI - Estrategista de Análise - Pessoas Físicas

Ricardo Faria França

CNPI - Analista de Investimentos

Maurício A. Camargo

CNPI-T - Analista Gráfico

Flávia Andrade Meireles

CNPI - Analista de Investimentos

Ernani Teixeira R. Júnior

CNPI-T - Analista Gráfico

Maria Clara W. F. Negrão

CNPI - Analista de Investimentos

Luiza Mussi Tanus e Bastos

CNPI - Analista de Investimentos

Wellington Antônio Lourenço

CNPI - Analista de Investimentos

DIRETOR GERAL

Luis Claudio de Freitas Coelho Pereira

DIRETOR

Ricardo Barbieri de Andrade

Região Metropolitana (RJ e SP)

4004 8282

Demais Regiões do Brasil

0800 724 8282

Ligações Internacionais

+55 21 2529 0810

Disclaimer

Este relatório foi preparado pelas equipes de análise de investimentos da Ágora Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. ("Ágora") bem como da Bradesco S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários ("Bradesco Corretora"), sociedades controladas pelo Banco Bradesco BBI S.A. ("BBI"). O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Ágora e da Bradesco Corretora.

Este relatório é distribuído somente com o objetivo de prover informações e não representa uma oferta de compra e venda ou solicitação de compra e venda de qualquer instrumento financeiro. As informações contidas neste relatório são consideradas confiáveis na data de sua publicação. Entretanto, as informações aqui contidas não representam por parte da Ágora ou da Bradesco Corretora garantia de exatidão dos dados factuais utilizados. As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas em julgamento do(s) analista(s) de investimento envolvido(s) na sua elaboração ("analistas de investimento") e são, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado.

Declarações nos termos do Art. 22 da Resolução Nº 20, referentes às empresas cobertas pelos analistas de investimento da Ágora e Bradesco Corretora:

O Banco Bradesco S.A. tem participação acionária indireta, por meio de suas subsidiárias, acima de 5% nas empresas Cielo S.A. e Fleury S.A.. A BRADESPAR S.A., cujo grupo controlador é composto pelos mesmos acionistas que controlam o Bradesco, tem participação acima de 5% na VALE S.A..

Ágora, Bradesco Corretora, Bradesco BBI e demais empresas do grupo Bradesco têm interesses financeiros e comerciais relevantes em relação ao emissor ou aos valores mobiliários objeto de análise.

O Bradesco BBI está participando como coordenador na oferta pública de distribuição da BR Properties S.A. e Cyrela Commercial Properties S.A. Empreendimentos e Participações.

Nos últimos 12 meses, o Bradesco BBI participou como coordenador nas ofertas públicas de distribuição de títulos e valores mobiliários das companhias e/ou prestou serviços de outra natureza para as seguintes empresas: AMBIPAR Participações e Empreendimentos S.A., Ânima Holding S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão; Banco Inter S.A., CESP - Companhia Energética de São Paulo; Cia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo - Sabesp, Companhia de Saneamento do Paraná - Sanepar, Cruzeiro do Sul Educacional S.A., CSN Mineração S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Eletromidia S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., Enjoei.com.br Atividades de Internet S.A., Grupo SBF S.A., Guararapes Confeções S.A., Hypera S.A., Iguatemi Empresa de Shoppings S.A., JHSF Participações S.A., LOG Commercial Properties e Participações S.A., Lojas Americanas S.A., Lojas Quero-Quero S.A., Méliuz S.A., Mobly S.A., Movida Participações S.A., MRV Engenharia e Participações S.A., Natura &CO Holding S.A., Notre Dame Intermédica Participações S.A., Oceanpact Serviços Marítimos S.A., Positivo Tecnologia S.A., Rede D'or S.A., Rumo S.A., Suzano S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A. e Via Varejo S.A.

Nos últimos 12 meses, a Ágora e/ou a Bradesco Corretora participaram, como instituições intermediárias, das ofertas públicas de títulos e valores mobiliários das companhias: AMBIPAR Participações e Empreendimentos S.A., Ânima Holding S.A., Banco Inter S.A., Cia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo - Sabesp, Companhia de Saneamento do Paraná - Sanepar, Cruzeiro do Sul Educacional S.A., CSN Mineração S.A., CSHG Logística - FI; Dimed S.A. Distribuidora de Medicamentos, Eletromidia S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., Enjoei.com.br Atividades de Internet S.A., Grupo SBF S.A., Guararapes Confeções S.A., Hypera S.A., Iguatemi Empresa de Shoppings S.A., JHSF Participações S.A., LOG Commercial Properties e Participações S.A., Lojas Americanas S.A., Lojas Quero-Quero S.A., Malls Brasil Plural - FI; Méliuz S.A., Mobly S.A., Movida Participações S.A., MRV Engenharia e Participações S.A., Natura &CO Holding S.A., Notre Dame Intermédica Participações S.A., Oceanpact Serviços Marítimos S.A., Rede D'or S.A., Rumo S.A., Suzano S.A., Petro Rio S.A., Positivo Tecnologia S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A., Via Varejo S.A. e Vinci Logística - FI.

A Bradesco Corretora recebe remuneração por serviços prestados como formador de mercado de ações da AMBIPAR Participações e Empreendimentos S.A. e Fomento Economico Mexicano FEMSA (FMXB34).