



# CARTA MENSAL

JUNHO 2022

## JUNHO/2022 - CHEGOU A CONTA DA INFLAÇÃO MUNDIAL

Caros investidores,

**Era uma vez um mundo que, para evitar uma grande recessão mundial por conta da crise financeira de 2008, implementou taxas de juros virtualmente zero durante 13 anos nos países desenvolvidos. No período entre 2008 e 2021, a atividade econômica mundial cresceu 3,1% a.a. em média. Em 2021, ano de recuperação da COVID, o globo subiu 5,9%. Com demanda forte, os principais bancos centrais mundiais erraram muito ao subestimar a inflação de oferta inicialmente vinda da disrupção das cadeias produtivas no período da pandemia. O discurso pregava que se tratava de uma “inflação transitória”. Quando veio o segundo choque de oferta - a guerra da Ucrânia / Rússia - o quadro estava desenhado: inflação (permanente) subindo fortemente e os BCs dos países desenvolvidos completamente atrás da curva.**

**O maior risco, que alertávamos já no mês passado, se concretizou no mês de junho: a divulgação de índices de inflação mais pesados nos países ricos.** O indicador CPI relativo a maio nos EUA foi a 1% (versus 0,7% de expectativas), enquanto o núcleo atingiu 0,6% (versus 0,5% esperados). Na Europa, foi divulgado o maior CPI de 12 meses dos últimos 40 anos - 8,6% a.a. - com os núcleos de inflação batendo 3,7% a.a. O mesmo processo se deu no Reino Unido, com os índices de preços rondando a casa dos 10% a.a.

O FED, atônito, foi obrigado a acelerar a subida do juro básico (+0,75%) na reunião de junho. A sensação de descontrole fez com que os investidores, antevendo a necessidade de um aperto monetário mais intenso, começassem a projetar um cenário de recessão mundial, ou até pior, de estagflação.

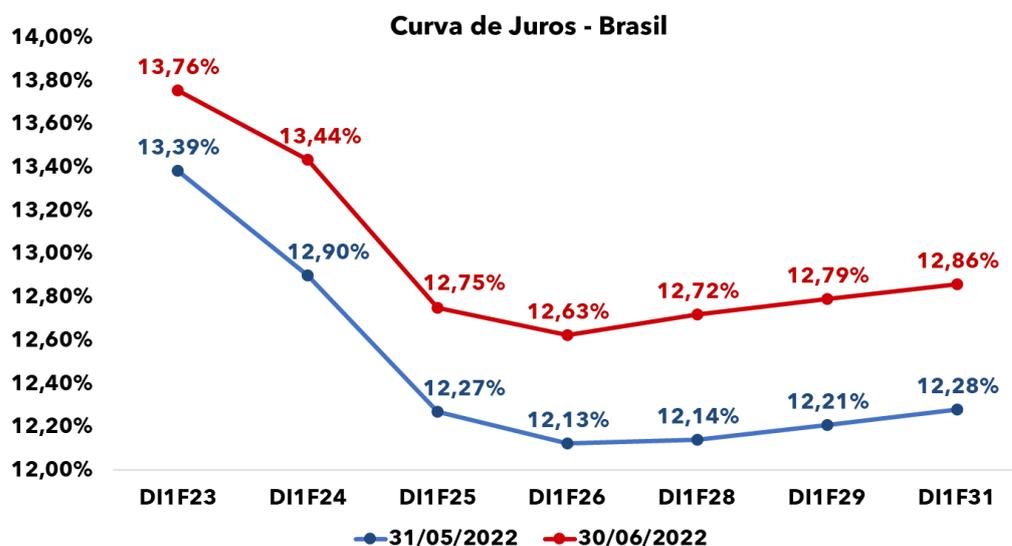
Mês muito ruim para ativos de risco em geral no Brasil - Real, Ibovespa, risco-Brasil e juros. Acompanhamos o fraco desempenho das bolsas do exterior. Vivenciamos o pior dos mundos para o nosso mercado de renda variável: as ações de commodities sofrem (queda pelo receio de deterioração de atividade) e as ligadas ao mercado interno acabam sendo penalizadas pelo *stress* na curva de juros, dessa vez muito impactada pelo risco fiscal aumentado.

O governo brasileiro resolveu, na reta final do mandato, lançar mão de medidas fiscais claramente com fins eleitoreiros, com custo fiscal estimado em R\$ 50 bilhões. Mais grave foi que a PEC aprovada no Senado instituiu um contestável estado de emergência, o que faz com

que essas despesas possam ficar fora do teto de gastos e não obedecerem a Lei de Responsabilidade Fiscal e Eleitoral, que impede o uso de dinheiro público para campanhas na proximidade das eleições.

A farra fiscal ajudou a pressionar ainda mais a curva de juros, fazendo com que as NTN-Bs longas atingissem a marca de IPCA + 6% ao ano depois de muito tempo, aumentando ainda mais o processo de transferência de dinheiro de fundos de ações e multimercados para produtos de renda fixa. Os resgates obrigam os gestores a vender, "amassando" ainda mais as cotações.

**Figura 1 - Curva de juros brasileira - junho/2022**



Fonte: Valor Pro, elaborado pela Meta Asset

**O grande problema mundial é que os bancos centrais dos países desenvolvidos estão completamente à deriva em relação à previsão da magnitude necessária de elevação de juros para conter a inflação, além do ritmo a ser adotado.** Enquanto no Brasil, pelo menos há certa visibilidade em relação ao final do aperto monetário (algo entre 13,75% e 14,25% ao ano), qual é o quadro crível para os EUA, por exemplo? Será que os 3,5% a.a. projetados pelo próprio FED para o final de 2022 serão suficientes para redirecionar a inflação para a meta informal de 2% ao ano em 2023/24? E, se por acaso, os índices inflacionários demonstrarem inércia parecida com o que tem acontecido no Brasil?

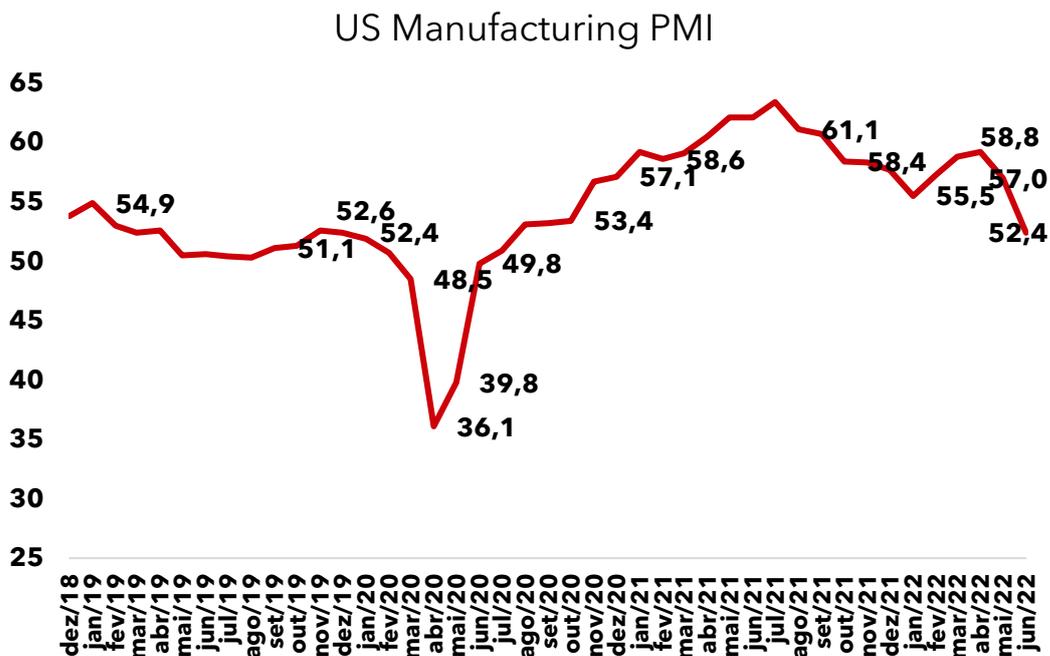
Muito mais perguntas que respostas causam aumento de aversão a risco. Portanto, o risco permanece, com a seguinte interrogação: **Se os próximos indicadores inflacionários permanecerem pressionados, o mercado vai "pedir" uma aceleração do ritmo de elevação do FED fund rate para 1%?** Isso significaria mais queda nas bolsas. Nesse semestre, o índice S&P caiu 21% (o maior decréscimo para os primeiros

seis meses desde 1970), enquanto o Nasdaq despencou 30% entre janeiro e junho de 2022 (pior resultado desde 2012).

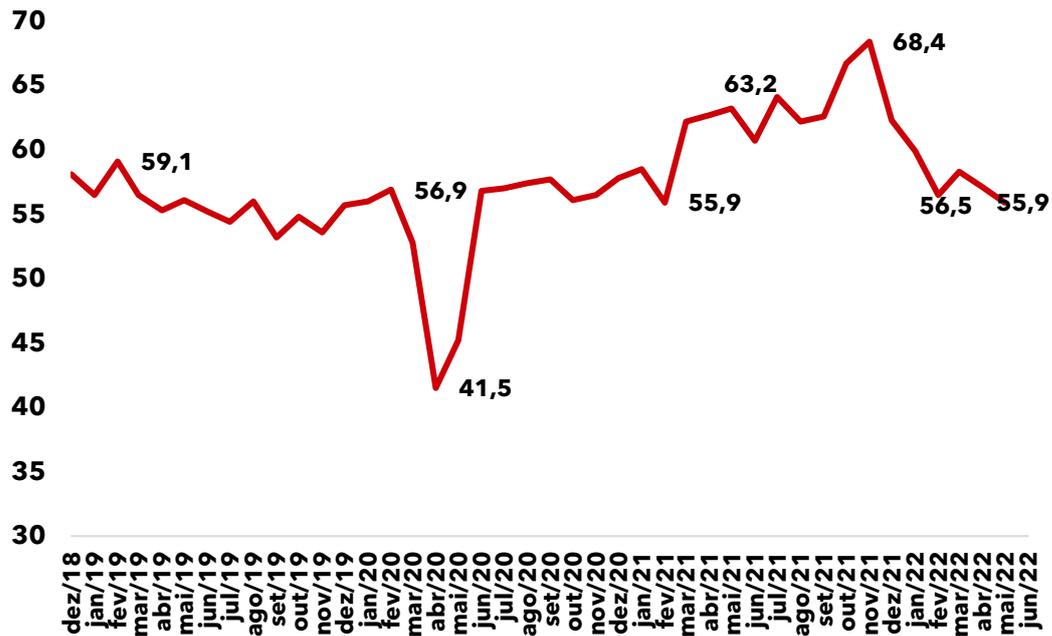
Com a queda das cotações, já há boa barganhas na bolsa, mas o problema encontra-se do lado da demanda: Quem será o comprador? Os investidores locais estão com um custo de oportunidade raro em renda fixa, com prefixados chegando ao redor de 13% e as NTN-Bs em IPCA+6% ao ano. Enquanto isso, o estrangeiro está em um momento de desalocação em renda variável, dada a maior aversão a risco com a desaceleração da atividade mundial.

As figuras a seguir mostram como os PMIs dos EUA, Europa e Japão trazem cor à situação de risco de recessão que o mundo começa a se assustar. Todas as leituras apontam para uma tendência decrescente, se aproximando do limiar de 50, exatamente o limítrofe entre a recessão e expansão.

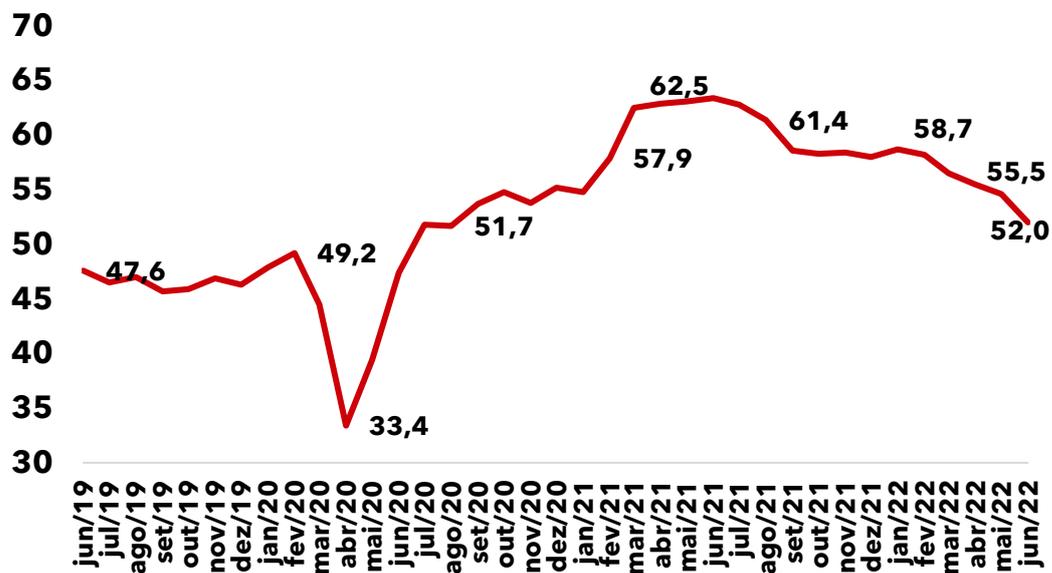
**Figura 2 - PMIs EUA, Europa e Japão**

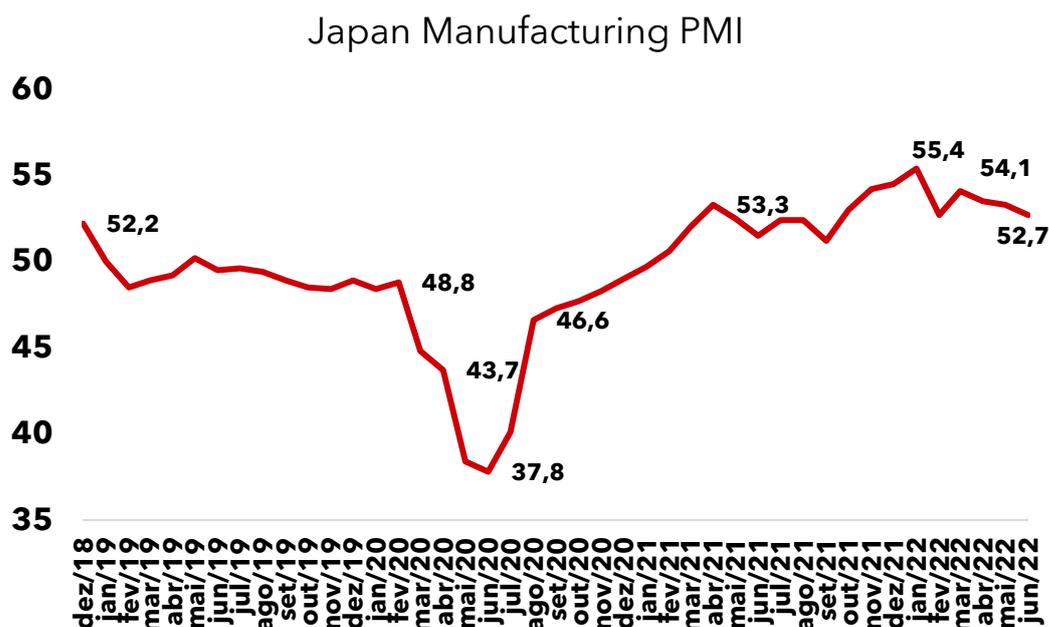


## US Non-manufacturing PMI



## Euro Zone Manufacturing PMI





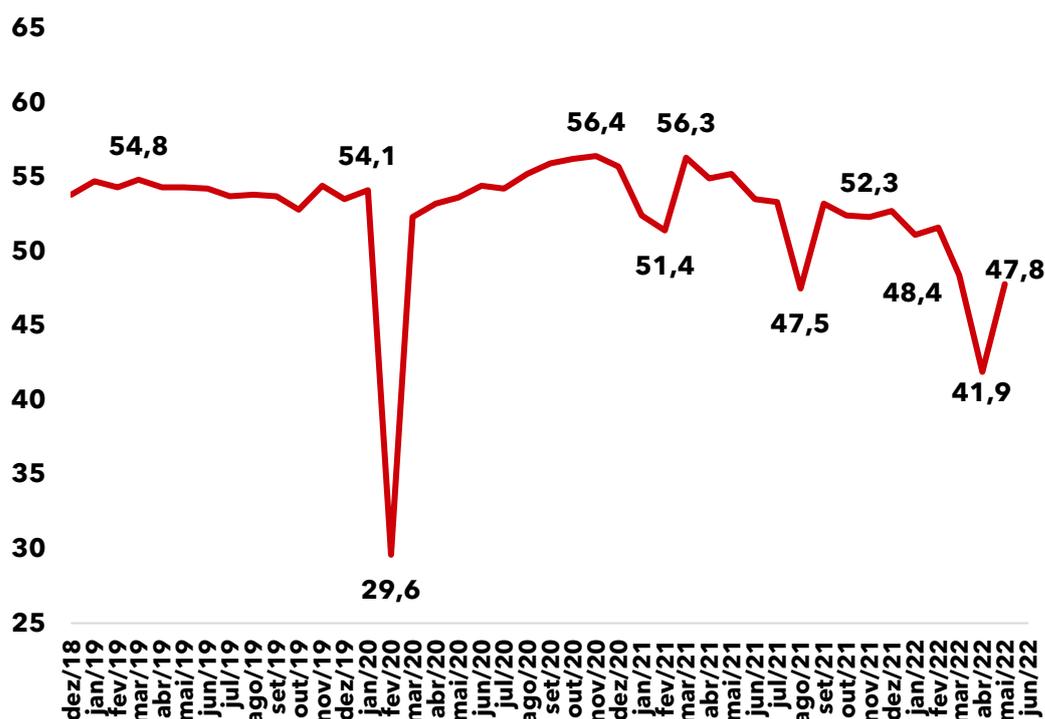
Fonte: Bloomberg

Já a China começou a sair de sua quarta onda de pandemia de COVID, com a reabertura das cidades. **O país será o fiel da balança para o crescimento mundial nos próximos dois anos, por ser a única nação economicamente importante no mundo que está com inflação baixa (+2% ao ano) e que pode, portanto, dispor de política fiscal e monetária para reavivar crescimento.** É fundamental para o mundo que a China cresça, pelo menos, de 4/5% ao ano para sustentar a atividade econômica global. A seguir, na Figura 3, mostramos o crescimento recente dos PMIs da China.

**Figura 3 - PMI China**



## China Non-manufacturing PMI

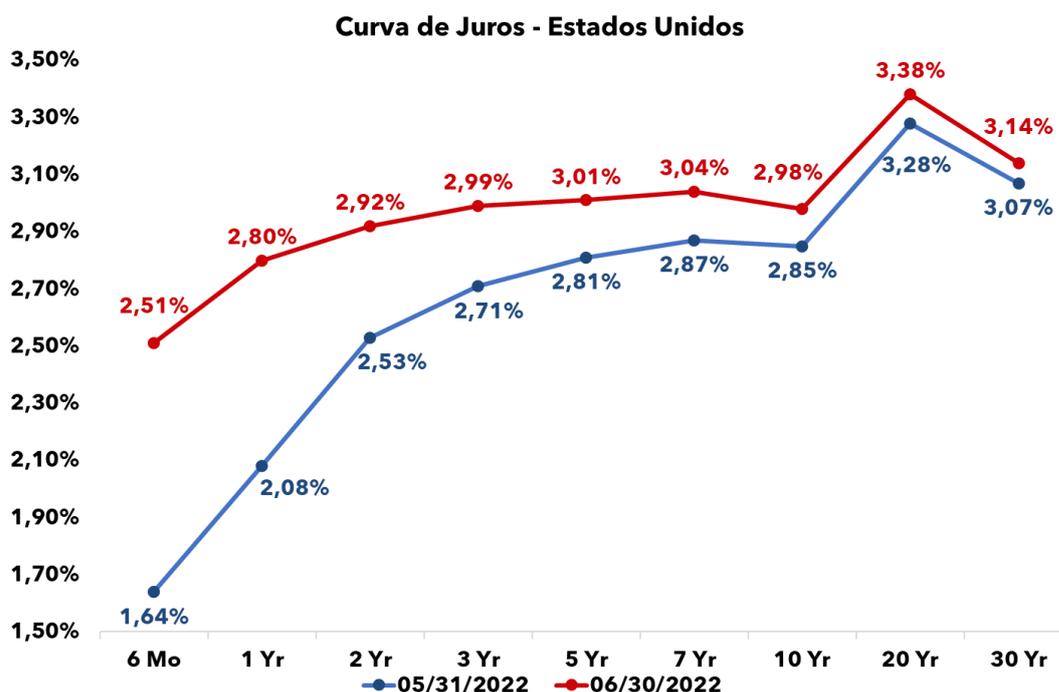


Fonte: Bloomberg

A OCDE, por sua vez, reduziu a previsão de PIB global para 3% a.a em 2022 e 2% a.a em 2023. O BCE também revisou para baixo a estimativa de crescimento da Zona do Euro para 3,7% a.a no ano corrente e 2,2% a.a. para o ano que vem.

O mercado de trabalho norte-americano continua apertado. O Relatório de Emprego saiu apontando para 390 mil empregos criados versus a expectativa de 328 mil e taxa de desemprego de 3,6% no mês de abril. A pressão salarial continua. Porém, se a economia realmente desaquecer, essa preocupação tende a ser minorada.

Ao longo do mês, os temores em relação à inflação acabaram por prevalecer em relação ao medo de um "hard landing" da economia norte-americana, com a abertura final de taxas. Porém, cabe ressaltar que a taxa da Treasury de 10 anos chegou a atingir a marca de 3,50% a.a. no meio do mês, decaindo na segunda quinzena (fechando na casa dos 3% a.a.), quando os indicadores de atividade começaram a demonstrar arrefecimento.

**Figura 4 - Curva de juros norte-americana - maio/junho**

Fonte: Valor Pro - Elaborado pela Meta Asset

**No Brasil, o problema da inflação permanece latente.** Apesar dos IGPs terem arrefecido, tal como os índices cheios do IPCA (abril: 0,47%, muito por conta da deflação em tarifas de energia), os núcleos permanecem bastante pressionados, na casa de 0,90% a 1%.

Para buscar controlar os preços, o Governo lançou mão de uma PEC que estabelece um teto de 18% de ICMS para combustíveis, energia elétrica, transportes coletivos e comunicações. Além disso, se os Estados zerarem ICMS sobre diesel e gás de cozinha, governo federal zeraria CIDE e PIS Cofins sobre gasolina e etanol. Estima-se que a PEC ajudará a reduzir o IPCA entre 1 e 1,5% em 2022.

Além disso, Jair Bolsonaro decidiu trocar o presidente da Petrobras pela terceira vez, indicando Caio Paes de Andrade, homem de confiança de Paulo Guedes. O objetivo claro é que o novo executivo não siga a política de paridade de preços internacional, o que claramente é ruim para a empresa (mas que pode ajudar a inflação do outro lado).

Já a Eletrobras, depois de muitas indas e vindas com o TCU, foi finalmente privatizada com sucesso através de um aumento de capital da ordem de R\$ 30 bilhões. A expectativa dos investidores é que a empresa melhore substancialmente seus indicadores, sem as amarras do Estado.

O COPOM decidiu pela elevação de 0,5% da taxa SELIC para 13,25% a.a. em junho. O BC voltou a ressaltar a inércia da inflação e projetou uma alta menor ou de igual magnitude dos juros básicos para a reunião de agosto.

Dessa vez, houve uma boa comunicação da decisão, deixando inclusive a porta aberta para mais elevações. Destaque para a inflação projetada para 2024 de 2,7% (abaixo da meta de 3%) e 4,0% para 2023 (ainda dentro da banda de 1,5%). Isso indica que, se mantidas tais projeções no próximo encontro, as chances de estarmos do final do processo de aperto monetário são grandes.

As principais commodities tiveram um mês de queda nas cotações, muito por conta dos temores de recessão mundial.

**Figura 5 - Commodities - Variação de preços em junho/22, 2022 e doze meses**

<b>COMMODITIES</b>			
	No mês	No ano	12 meses
<b>Energia</b>			
Petróleo Brent	<b>-4,6%</b>	<b>55,1%</b>	<b>55,7%</b>
Gás Natural	<b>-33,4%</b>	<b>45,4%</b>	<b>48,6%</b>
<b>Agrícolas</b>			
Soja	<b>-7,3%</b>	<b>17,4%</b>	<b>7,6%</b>
Milho	<b>-4,0%</b>	<b>23,7%</b>	<b>8,2%</b>
<b>Metais</b>			
Minério de Ferro	<b>-12,0%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>-43,9%</b>
Alumínio	<b>-14,9%</b>	<b>-14,6%</b>	<b>-5,0%</b>

Fonte: Platts (Minério), Quantum

**A atividade brasileira continua surpreendendo para cima, levando o mercado a fazer revisões altistas para o crescimento do PIB de 2022, que já estão entre 1,5% e 2% ao ano.** Conforme a figura a seguir, pelo terceiro mês consecutivo, observou-se alta nos indicadores de produção industrial, vendas no varejo e serviço.

**Figura 6: Produção Industrial, Vendas no Varejo e Serviços - 2022 - Brasil**

Varição mês x mês (%)	jan/22	fev/22	mar/22	abr/22
Varejo	<b>2,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>0,9</b>
Serviços	<b>-0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>1,4</b>	<b>0,2</b>
Indústria	<b>-2,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>

Fonte: IBGE

Em relação ao conflito no Leste Europeu, a situação parece que ainda irá se prolongar por muito tempo. Os confrontos em várias cidades persistem. Alguns episódios ocorreram em junho para aumentar o nível de tensão: a potencial entrada da Finlândia e da Suécia na OTAN ficou facilitada pela agora concordância da Turquia; a Ucrânia iniciou o seu processo para adesão à União Europeia; e problemas na fronteira com a Lituânia (outro país da Otan), país que bloqueou uma linha ferroviária que liga Kaliningrado ao território russo. No entanto, o medo de recessão mundial superou o temor de escalada da guerra e o resultado foi o petróleo em baixa no mês.

**Figura 7: Indicadores de junho**

	maio	junho	% no mês
Ibovespa	111.350,51	98.541,95	-11,5%
IBX	47.705,44	42.188,99	-11,6%
S&P 500	4.132,15	3.785,38	-8,4%
Dólar/Real	4,729	5,240	-9,8%
DXY	101,77	104,76	2,9%
DI Janeiro 2031	12,28%	12,86%	0,6%
NTN-B 2024	5,96%	6,40%	0,4%
NTN-B 2055	5,86%	6,07%	0,2%
CDS 10 anos	3,06%	3,76%	0,7%
Treasury 10 anos	2,85%	3,02%	0,2%
Petróleo Brent	125,53	119,78	-4,6%
Minério de Ferro Qingdao	136,50	120,10	-12,0%
Soja US\$ (CBOT)	1.687,38	1.560,50	-7,5%
Swap DI x Pré 12 meses	13,16%	13,45%	0,3%

Fonte: Quantum Axis

**No mercado de renda variável, a bolsa brasileira caiu fortemente em junho (Ibovespa: -11,5%).** Dos vinte índices setoriais calculados pela Meta Asset Management, TODOS apresentaram variação negativa no mês.

**Figura 8: Índices setoriais Meta Asset**

Índices Meta Asset	no ano	Índices Meta Asset	jun/22
Meta Índice Óleo Gás e Petroquímico	14,6%	Meta Índice Energia Elétrica	-5,4%
Meta Índice Energia Elétrica	3,6%	Meta Índice Saúde	-9,0%
Meta Índice Shoppings	-4,1%	Meta Índice Shoppings	-11,3%
IBX	-5,7%	Meta Índice Materiais Básicos	-11,4%
Ibovespa	-6,0%	Meta Índice Bancos	-11,4%
Meta Índice Serviços Financeiros	-6,8%	Ibovespa	-11,5%
Meta Índice Água e Saneamento	-10,0%	IBX	-11,6%
Meta Índice Bancos	-10,5%	Meta Índice Frigoríficos	-13,4%
Meta Índice Mineração	-11,3%	Meta Índice Água e Saneamento	-14,0%
Meta Índice Materiais Básicos	-11,4%	Meta Índice Indústria	-14,1%
Meta Índice Agricultura	-14,5%	Meta Índice Serviços Financeiros	-14,7%
Meta Índice Locação	-14,9%	Meta Índice Construção	-15,5%
Meta Índice Frigoríficos	-20,2%	Meta Índice Locação	-15,6%
Meta Índice Indústria	-23,1%	Meta Índice Óleo Gás e Petroquímico	-15,9%
Meta Índice Logística	-24,8%	Meta Índice Exploração	-17,3%
Meta Índice Saúde	-25,3%	Meta Índice Mineração	-19,2%
Meta Índice Exploração	-25,3%	Meta Índice Tecnologia	-19,3%
Meta Índice Siderurgia	-27,8%	Meta Índice Agricultura	-21,7%
Meta Índice Construção	-30,6%	Meta Índice Logística	-23,1%
Meta Índice Tecnologia	-37,0%	Meta Índice Varejo	-23,5%
Meta Índice Varejo	-38,3%	Meta Índice Siderurgia	-25,2%
Meta Índice Aéreas	-47,8%	Meta Índice Aéreas	-37,9%

Fonte: Quantum Axis e Meta Asset Management

**O índice de energia elétrica (-5,4%) foi o que menos caiu no mês de junho.** Destaque absoluto para o desempenho positivo da Ômega (+11,1%) e Eletrobrás (+9,6%).

**Em seguida, o segmento que se desvalorizou menos no mês foi o de saúde (-9,0%).** Ressalte-se a boa performance das ações de Cora (+9,4%), Fleury (+7,4%) e Blau (+5,2%).

**O Índice Meta Aéreas foi o de pior performance (-37,9%) em junho, muito por conta da forte desvalorização do Real.** Chama a atenção a forte oscilação negativa dos papéis da Azul (-38,5%) e Gol (-37,5%).

**Em seguida, salta aos olhos o péssimo desempenho do indicador de Siderurgia (-25,2%), sobretudo pela expectativa de uma recessão mundial.** Os papéis que mais contribuíram para essa situação foram CBA (-29,3%), CSN (-29,3%), Gerdau (-23,3%) e Usiminas (-21,0%)

**O setor de varejo (-23,5%) voltou a decepcionar, muito por conta da abertura na curva de juros local.** Cite-se a derrocada das ações de Via Varejo (-38,8%), Magalu (-37,1%) e Americanas (-33,2%).

**Adicionalmente, o índice de logística (-23,1%) caiu intensamente, muito influenciado pela conjuntura mundial negativa para atividade global.** Os papéis de pior desempenho foram Estapar (-58,0%), Sequoia (-40,2%) e Hidrovias (-28,0%).

**Finalmente, outro destaque de queda foi o indicador de agricultura (-21,7%), por conta da redução do preço das commodities do**

**segmento.** Destaque para São Martinho (-27,3%), Agrogalaxy (-26,2%) e Brasil Agro (-24,0%).

**No mercado de renda fixa, as taxas prefixadas novamente apresentaram abertura da curva, encerrando junho em alta relativamente a maio.** Dessa vez, não somente o IPCA (ainda com forte inércia) influenciou as taxas, mas também a forte expansão fiscal promovida pelo Governo Bolsonaro com objetivos eleitoreiros.

O swap de 12 meses (+29 pontos-base) e o DI de dez anos (+58 pontos-base) tiveram comportamento na mesma direção, inclinando a curva. As NTN-Bs curtas - 2024 (+ 0,44%) - e longas - 2055 (+0,21%) - seguiram a lógica inversa, com achatamento da curva.

Já a *Treasury* de dez anos nos EUA chegou a bater 3,5% a.a no auge da preocupação com a inflação (CPI), mas terminou o mês em 3,02% a.a. com o temor em relação à recessão. Mesmo assim, essa taxa terminal foi 17 pontos-base acima do nível observado no fim de maio.

**No mercado de câmbio, o dólar no Brasil seguiu a tendência observada mundialmente (DXY: +2,9%), com o Real se desvalorizando perante o dólar (-9,8%).** Além do temor fiscal, todos os itens mais importantes da pauta de exportação brasileira sofreram depreciação em junho: minério-de-ferro (-12,0%), petróleo (-4,6%) e a soja (-7,5%). Nem a elevação generalizada da curva de juros brasileira vis a vis a queda (na segunda quinzena) na curva nos EUA, aumentando o diferencial favoravelmente à renda fixa local, foram capazes de beneficiar o Real.

**Já o Risco-Brasil, representado pelo *Credit Default Swap (CDS)*, seguiu a piora da impressão dos investidores em relação ao nosso país, abrindo fortemente de 3,06% a.a. em maio para 3,76% a.a. em junho.**

## CARTEIRA META VALOR

**O Meta Valor FIA atingiu desempenho de -14,32% em junho versus -11,56% do IBX. Em 2022, o Meta Valor cai -10,59% versus -5,72% do benchmark. Olhando em um prazo mais longo, nos últimos 6 anos, o fundo alcança +105,05% contra +97,61% do IBX.**

**Após a recuperação ocorrida em maio, o mercado acionário brasileiro apresentou uma queda expressiva em junho,** decorrente da piora do cenário interno, com novas altas nos juros futuros, além do aumento da probabilidade de recessão em importantes economias do mundo. O Fundo Meta Valor apresentou desempenho negativo no mês, afetado principalmente pela posição no setor de varejo e em algumas *small caps*.

**O setor de varejo foi mais uma vez afetado pelo aumento nas taxas observadas na curva de juros local**, afetando especialmente aquelas empresas que estão operando com variação negativa de capital de giro, gerando elevadas despesas financeiras. Dentro deste contexto, as ações da Magazine Luiza registraram a maior queda da carteira.

**No setor de petróleo, as ações da Petrobras apresentaram desempenho bem melhor do que as empresas juniores do segmento de óleo e gás, que acabam sofrendo maiores quedas em cenários de stress de mercado, como ocorrido no mês.** O preço do barril de petróleo (-4,6% em junho), apesar da queda, se comportou melhor do que as cotações das commodities metálicas, em virtude das restrições de oferta com a guerra Rússia-Ucrânia. Acreditamos que este cenário deverá se manter nos próximos meses.

Os preços das commodities metálicas sofreram o impacto do aumento da inflação no mundo e consequente aperto monetário por parte de vários Bancos Centrais, o que refletirá em menor crescimento do PIB global. O preço do minério de ferro Platts, por exemplo, recuou 12,0% no mês. Tal conjuntura justifica o péssimo desempenho das ações das empresas de siderurgia e alumínio na B3.

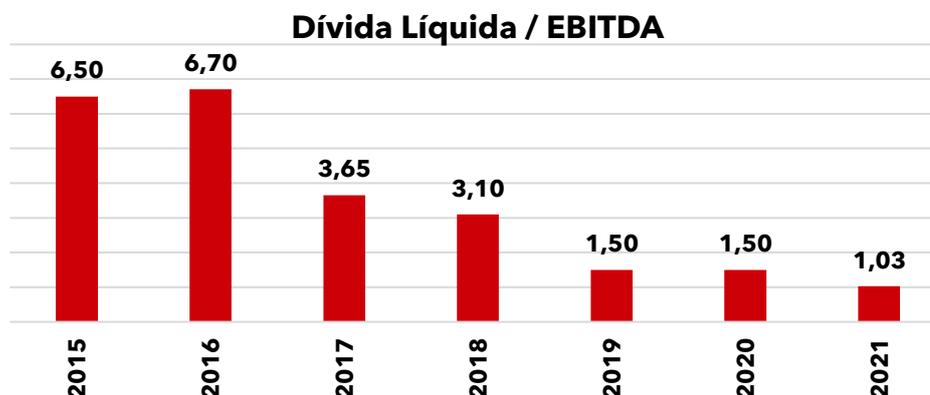
**O segmento de bancos também foi afetado pela piora do cenário interno, sendo que a única instituição financeira que apresentou queda inferior ao IBX foi o Banco do Brasil**, cujas ações estão muito descontadas. Além disso, o BB constitui-se no grande banco comercial que deverá mostrar maior crescimento de lucro líquido este ano.

**O melhor desempenho do fundo no mês foram as ações da Weg**, que estavam bastante subvalorizadas após as quedas recentes. Trata-se de uma empresa com elevado retorno sobre o patrimônio líquido, de classe mundial, ótimo modelo de negócios e *valuation* atrativo.

#### **CASE DE INVESTIMENTO: ELETROBRAS**

Recentemente, adicionamos ações de Eletrobras ao portfólio, em movimento que aumenta nossa exposição no setor elétrico. A decisão de investimento na maior empresa de *utilities* da América Latina, dona de 75 mil km de linhas de transmissão e cuja capacidade instalada de geração é de mais de 50 GW (dados de março/2022, incluem SPEs e 50% de Itaipu ~ 7 GW), se deu, em um primeiro momento, a partir do amplo processo de desalavancagem da companhia nos últimos anos. Em seguir, houve o resolutivo acompanhamento de seu processo de capitalização (acompanhada de renúncia da subscrição à oferta primária por parte da União), com a retomada da capacidade de crescimento da companhia no futuro, mesclada à sua tese de valor.

**Figura 9: Processo de desalavancagem da companhia nos últimos anos**



Fonte: Companhia

Esses fatores tornaram a Nova Eletrobras uma *corporation* sólida, geradora de caixa e com bons parâmetros de governança corporativa, incluídos no novo Estatuto Social. Mais do que isso, a compra de ações de Eletrobras se fundamenta na magnitude dos ativos que a companhia possui e na expectativa de que esses irão se traduzir em um crescimento do retorno sobre o patrimônio e sobre capital investido nos próximos anos, tanto em função de desinvestimentos para migração ao *core business* de geração e transmissão, quanto via ganhos de margem.

A bem-sucedida privatização, cujo terreno havia sido aplanado por Wilson Ferreira Jr anos antes, contou com bela condução das lideranças de Rodrigo Limp e Elvira Presta, além da atuação do Governo Federal via MP 1031/2021.

### Triggers do case pós-privatização

Apesar da privatização ser um fato consolidado, consideramos que ainda estão por vir diversos diferentes catalisadores positivos no curto, médio e longo-prazos, tais como, em primeiro lugar, a alienação de participações minoritárias. Ao final do primeiro trimestre deste ano, entre os investimentos em coligadas e controladas em conjunto com outros *players*, avaliadas por equivalência patrimonial, a companhia totalizou R\$ 25 bilhões (R\$ 27 bilhões, somando-se participações mensuradas a valor justo).

**Figura 10: Coligadas e controladas em conjunto com outros players**

	CONTROLADORA	
	31/03/2022	31/12/2021
<b>Controladas</b>		
Furnas	27.615.548	26.703.790
Chesf	21.434.612	20.562.574
Eletronorte	19.585.522	19.536.381
CGT Eletrosul	8.451.797	8.132.619
Eletronuclear	2.677.126	2.568.797
Eletropar	186.350	178.047
	79.950.955	77.682.208

## Avaliadas a valor patrimonial

	CONTROLADORA		CONSOLIDADO	
	31/03/2022	31/12/2021	31/03/2022	31/12/2021
<b>Controlada em conjunto</b>				
Norte Energia S.A. - NESA	1.891.190	1.916.058	6.301.443	6.384.303
Energia Sustentável do Brasil S.A. - ESBR	-	-	3.279.457	3.295.627
Belo Monte Transmissora de Energia S.A. - BMTE	-	-	1.921.664	1.895.036
Interligação Elétrica do Madeira S.A. - IE Madeira	-	-	1.489.395	1.409.983
Teles Pires Participações S.A. - TPP	-	-	777.138	789.994
Mata de Santa Genebra Transmissão S.A.	-	-	596.472	634.284
Chapecoense Geração S.A.	-	-	484.973	454.259
Empresa de Energia São Manoel S.A.	-	-	423.370	428.168
Interligação Elétrica Garanhuns S.A. - IE Garanhuns	-	-	429.255	413.106
Companhia Energética Sinop S.A. - SINOP	-	-	345.450	349.256
Energética Águas da Pedra S.A. - EAPSA	-	-	309.562	291.327
Enerpeixe S.A.	-	-	264.895	266.309
Sistema de Transmissão Nordeste S.A. - STN	-	-	273.313	258.272
Paranaíba Transmissora de Energia S.A.	-	-	193.038	188.675
Triângulo Mineiro Transmissora de Energia S.A.	-	-	187.293	182.828
Goiás Transmissão S.A.	-	-	177.083	177.274
Retiro Baixo Energética S.A.	-	-	171.117	168.726
MGE Transmissão S.A.	-	-	170.225	168.273
Rouar S.A.	119.076	134.264	119.076	134.264
Transenergia Renovável S.A.	-	-	97.606	97.461
Vale do São Bartolomeu Transmissora de Energia S.A.	-	-	81.965	79.406
Luziania-Niquelandia Transmissora S.A.	38.320	38.320	38.320	38.320
Outros	236.890	279.034	580.961	643.185
	<b>2.285.476</b>	<b>2.367.676</b>	<b>18.713.071</b>	<b>18.748.336</b>
<b>Coligadas</b>				
Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista S.A. - CTEEP	4.516.421	4.357.895	4.613.314	4.451.016
Equatorial Maranhão Distribuidora de Energia S.A.	1.056.663	1.079.600	1.056.663	1.079.600
Companhia Estadual De Transmissão De Energia Eletrica - CEEE-T (a)	-	644.208	-	644.208
Lajeado Energia S.A.	123.269	99.516	123.269	99.516
CEB Lajeado S.A.	84.774	74.160	84.774	74.160
Paulista Lajeado Energia S.A.	38.435	37.925	38.435	37.925
Outros	617.077	622.895	627.919	634.411
	<b>6.436.639</b>	<b>6.916.199</b>	<b>6.544.374</b>	<b>7.020.836</b>
<b>Total Investimento</b>	<b>88.673.070</b>	<b>86.966.083</b>	<b>25.257.445</b>	<b>25.769.172</b>

(a) A Companhia Estadual de Transmissão de Energia Elétrica (CEEE-T) está classificada como mantida para venda, vide nota 38.

## Mensuradas a valor justo

	Participações	CONTROLADORA				CONSOLIDADO			
		Valor Patrimonial (a)		Valor Justo		Valor Patrimonial (a)		Valor Justo	
		31/03/2022	31/03/2022	31/12/2021	31/03/2022	31/03/2022	31/12/2021		
AES Tietê Energia S.A	7,56%	35.872	363.193	333.932	35.872	363.193	333.932		
Companhia Energética do Ceará - COELCE	7,06%	63.019	237.325	254.664	63.019	237.325	254.664		
Energisa Holding	2,31%	389.337	410.063	354.279	389.337	410.063	354.279		
Auren Energia S.A. (b)	0,35%	19.668	168.160	-	19.668	168.160	-		
Companhia Energética de São Paulo - CESP (b)	0,00%	-	-	224.090	-	-	224.090		
Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A. - CELESC	10,75%	266.636	257.141	281.924	266.636	257.141	281.924		
Companhia Paranaense de Energia - COPEL	0,56%	60.413	104.093	92.459	60.413	104.093	92.459		
Equatorial Energia Pará	0,99%	16.075	144.798	117.671	16.075	144.798	117.671		
Neoenrgia Pernambuco	1,56%	10.365	36.893	31.941	10.365	36.893	31.941		
Energisa Mato Grosso - Distribuidora de Energia S.A.	0,18%	3.064	33.800	32.400	3.064	33.800	32.400		
Rio Paranapanema Energia	0,47%	3.924	12.169	14.615	3.924	12.169	14.615		
Companhia Energética de Brasília - CEB	2,10%	11.861	27.787	23.650	11.861	27.787	23.650		
Outros	Entre 0,06% a 0,31%	368	12.729	12.914	38.479	127.494	116.984		
		<b>880.602</b>	<b>1.808.151</b>	<b>1.774.539</b>	<b>918.713</b>	<b>1.922.916</b>	<b>1.878.609</b>		

(a) Valor patrimonial conforme participação da Eletrobras e das suas controladas sobre o capital social das empresas; e  
 (b) A Companhia Energética de São Paulo (CESP) foi incorporada pela Auren Energia S.A. em janeiro de 2022.

Fonte: Companhia, Nota explicativa nº 17 - Investimentos (ITR Eletrobras 1T 2022)

Entre os ativos mais relevantes, está a holding Norte Energia (a qual ela recente e compulsoriamente herdou o controle), as usinas Belo Monte e Teles Pires, a IE Madeira, entre outras. Conforme Plano Diretor da companhia, a companhia já analisa a venda de R\$ 3,5 bilhões desses ativos. A direção da empresa vem reduzindo o número de SPes da Eletrobras nos últimos anos. Consideramos que boa parte desses ativos não é suficientemente estratégica, nem apresenta a melhor alocação de capital para a qual a companhia possa gerar valor para o acionista - como por exemplo, participações em algumas distribuidoras, o que foge do *core business* atual da companhia.

Suas controladas diretas (subsidiárias), avaliadas por equivalência patrimonial, constituem R\$ 79 bilhões.

**Figura 11: Controladas diretas (subsidiárias)**

Controladas	CONTROLADORA	
	31/03/2022	31/12/2021
Furnas	27.615.548	26.703.790
Chesf	21.434.612	20.562.574
Eletronorte	19.585.522	19.536.381
CGT Eletrosul	8.451.797	8.132.619
Eletronuclear	2.677.126	2.568.797
Eletrpar	186.350	178.047
	<u>79.950.955</u>	<u>77.682.208</u>

Fonte: Companhia, Nota explicativa nº 17 - Investimentos (ITR Eletrobras 1T 2022)

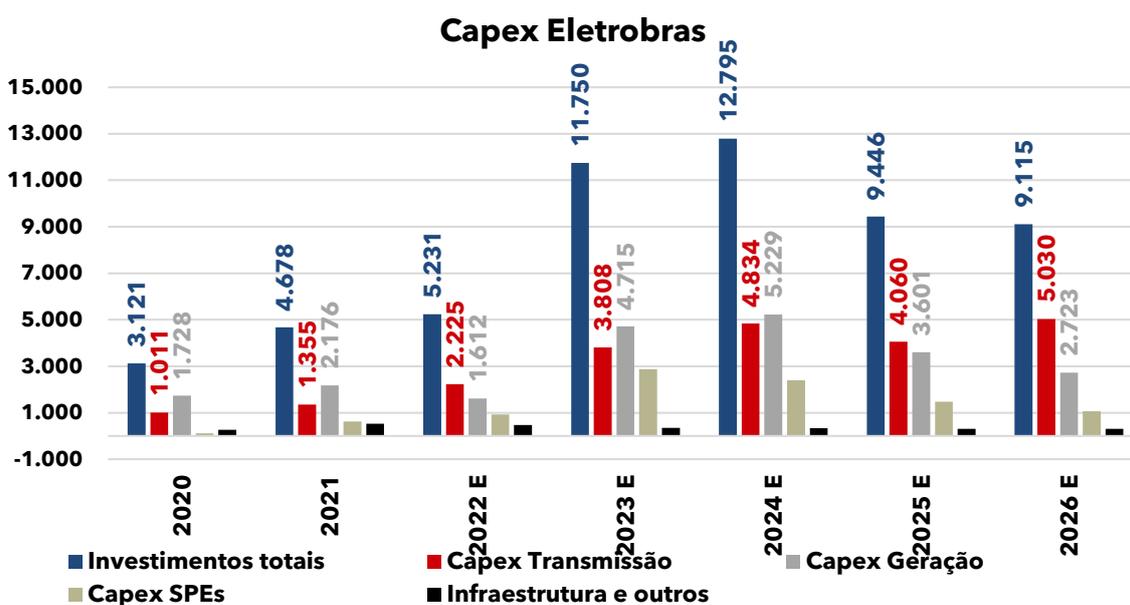
Observamos um *market-share* de capacidade instalada de geração bastante diversificado (com 41% entre players com menos de 2% da capacidade), possibilitando oportunidades à companhia, ainda mais explicitadas dada sua atual baixa alavancagem. Assim sendo, esperamos que boa parte desses ativos possam vir a leilão para que possam ser substituídos por projetos mais rentáveis.

Com um P / VPA próximo de 1x e dada a perspectiva transformacional do Balanço Patrimonial da empresa, em um player líder de mercado, consideramos oportuna a entrada do papel em carteira.

Entre outros catalisadores, destaca-se a perspectiva de melhora de métricas operacionais de eficiência, margens mais próximas aos pares setoriais e a retomada do crescimento da companhia, demonstrada por sua volta aos leilões de maior magnitude e o aumento expressivo do CAPEX. A companhia também almeja a listagem no Novo Mercado (cuja meta é até outubro de 2022) e a liderança no segmento de comercialização.

**Figura 12: CAPEX projetado da Eletrobras**

**Perspectiva de aumento da capacidade de investimento (CAPEX) da nova Eletrobras** (com base no Plano Diretor de Negócios e Gestão, 2022-2026)



Fonte: Companhia

Essa perspectiva para investimentos em patamares bem superiores se deve a um ponto crucial da tese: a descotização das usinas hidrelétricas no regime de cotas, que representaram 43% do seu balanço energético ao fechamento do primeiro trimestre. A captação primária da empresa, ocorrida no início de junho, que ficou em torno dos R\$ 26 bilhões, já estava endereçada para o fim deste regime e para o pagamento de outorga ao governo pela renovação de contratos de concessão (como de Tucuruí, a segunda maior usina 100% brasileira, atrás apenas de Belo Monte).

**Figura 13: Balanço energético da Eletrobras**

Balanço energético	2021		mar/22		Receitas de Geração (R\$ bilhões)	2021		mar/22	
	% da Receita	% da Receita	% da Receita	% da Receita		% da Receita	% da Receita		
Cotas	45,7%	42,9%			Cotas	R\$ 1,03	17,6%	R\$ 1,08	16,5%
Ambiente de Contratação Livre (ACL) + Mercado de Curto Prazo (MCP)	32,1%	28,4%			Ambiente de Contratação Livre (ACL) + Mercado de Curto Prazo (MCP)	R\$ 1,93	33,0%	R\$ 2,01	30,7%
Ambiente de Contratação Regulada (ACR)	12,5%	11,9%			Ambiente de Contratação Regulada (ACR)	R\$ 1,61	27,5%	R\$ 1,85	28,3%
Energia Nuclear	9,6%	9,0%			Energia Nuclear	R\$ 0,86	14,7%	R\$ 1,17	17,9%
Energia Descontratada	0,0%	7,8%			CCEE	R\$ 0,46	7,9%	R\$ 0,48	7,3%
					Total	R\$ 5,85	100,0%	R\$ 6,54	100,0%

Fonte: Companhia

Note que, a despeito de representar mais de 40% do portfólio, tais usinas também representam 16% da receita advinda da geração. Como comparação, vemos que o preço médio de venda das usinas hidrelétricas cotizadas no primeiro trimestre do ano foi de R\$ 67,10 / MWh, muito abaixo dos praticados em seus contratos bilaterais e vendidos no ambiente livre no período.

Descotizadas, as usinas daqui em diante vão progressivamente deixar de fazer parte deste regime (que foi fruto da MP 579/2012 do governo Dilma), que remunerava apenas sua manutenção e operação, o que refletiu em margens mais baixas e ampla destruição do valor da companhia na última década. Agora, a preços negociáveis pelo *management*, a companhia passa a ter muito mais de sua geração disponível a atuar em ambiente cada vez mais livre, sendo o maior player do setor e com portfólio de energia sustentável.

**Figura 14 - Volume e preço médio da Eletrobras, dados do 1º trimestre de 2022**

	1T21		1T22	
	Preço (R\$ / MWh)	Volume (MW médios)	Preço (R\$ / MWh)	Volume (MW médios)
Cotas hidrelétricas	R\$ 64,14	7.464	R\$ 67,10	7.464
Contrato regulado (ACR)	R\$ 218,30	2.117	R\$ 230,53	1.853
Contrato bilateral (ACL)	R\$ 163,00	5.320	R\$ 202,00	4.450

<b>Mercado</b>	<b>1T21</b>	<b>1T22</b>
<b>GSF</b>	<b>85,96</b>	<b>95,70</b>
<b>PLD Sudeste</b>	<b>R\$ 172,79</b>	<b>R\$ 58,18</b>
<b>PLD Sul</b>	<b>R\$ 171,93</b>	<b>R\$ 58,19</b>
<b>PLD Nordeste</b>	<b>R\$ 159,81</b>	<b>R\$ 56,22</b>
<b>PLD Norte</b>	<b>R\$ 152,50</b>	<b>R\$ 55,70</b>

Fonte: Companhia

### **“Os jabutis” na MP 1031/2021**

Evidentemente, os “jabutis” (termo pejorativo para as obrigações imputadas à empresa por congressistas na Medida Provisória) impactam fortemente o *valuation* da Eletrobras privatizada, em virtude dessas “obrigações” com o governo e a sociedade significarem uma redução na geração de caixa futura da empresa.

As obrigações, que totalizam aproximadamente R\$ 40 bilhões a preços correntes, contribuem negativamente em algo próximo dos R\$ 8,50 / ação. Somente a principal obrigação, os pagamentos à Conta de Desenvolvimento Energético, representam mais de R\$ 30 bilhões de reais nos próximos 10 anos, dos quais R\$ 5 bi são pagos no ano de 2022 (em uma tentativa do governo de segurar os preços da energia em ano eleitoral). Apesar deles, a geração de valor da operação é de ordem de grandeza elevada, se mostrando um *case* altamente assimétrico.

### **Valuation**

Em diferentes cenários de estresse para a companhia, enxergamos *upsides* relevantes, demonstrando sua assimetria. Também consideramos que seu Beta deve cair de valor nas próximas janelas, em virtude do fim da incerteza da capitalização, da alavancagem mais baixa vis a vis o histórico da última década e da boa governança corporativa, agora de controle privado.



Av. Niemeyer, 02 - sala 107/108  
Leblon - RJ - CEP: 22450-220  
(21) 3043-8100  
contato@metaam.com.br



A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.