



CARTA MENSAL

MARÇO 2023

Março/2023 – Crise bancária nos EUA e a fraqueza do mercado brasileiro

No dia 08/03/23, estourou o problema do Silicon Valley Bank (SVB) que assustou os mercados. Todas as bolsas mundiais sofreram, em um primeiro momento, com a maior aversão a risco. O problema foi absorvido pela maioria dos mercados até o final do mês, o Ibovespa foi uma exceção.

Performance dos indicadores mundiais de bolsa entre 09/03 e 31/03:

- S&P500: -2,6%
- Nasdaq: +8,7%
- DAX: -0,2%
- Ibovespa: -4,4%
- SMI (Suíça): + 0,73%
- Nikkei: - 1,4%

O sistema financeiro nacional está se mostrando forte durante essa crise e não houve questionamento sobre nenhuma instituição, pelo menos até agora. Não há dúvidas que, por trás de mais um desempenho pífio da bolsa brasileira, estão, na verdade, as nossas mazelas particulares. Podemos listar a tensão permanente oriunda do ataque do Executivo à política monetária do Banco Central; as críticas abertas do Presidente Lula em relação à meta de inflação; a pressão das expectativas inflacionárias sobre o COPOM; o retrocesso institucional da decisão de Ricardo Lewandowski em relação à suspensão dos efeitos da Lei das Estatais; e a desconfiança quanto à sustentabilidade fiscal (o mercado, definitivamente, não dá o benefício da dúvida a esse governo).

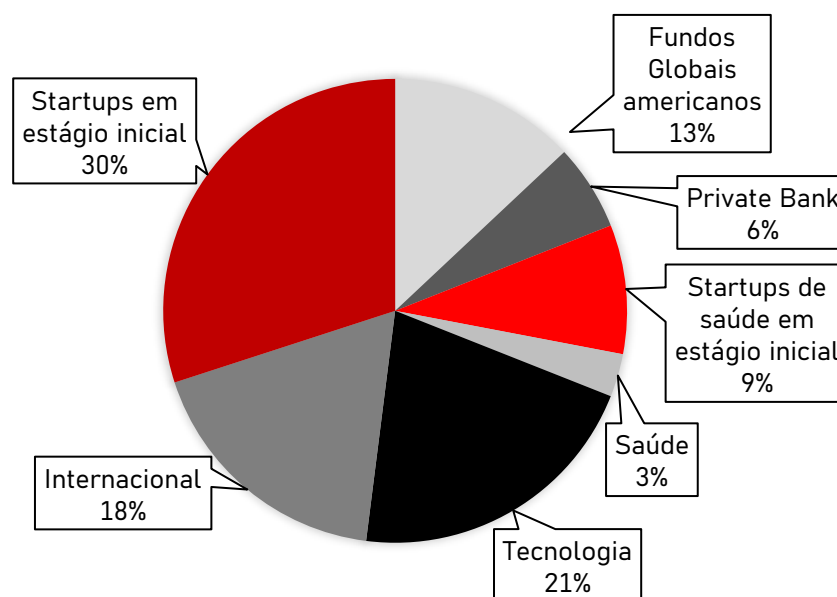
O fato irrefutável é que, desde 31/10 (definição do segundo turno das eleições presidenciais brasileiras), o Ibovespa caiu 12,2%, enquanto o S&P valorizou-se em 0,2%. Portanto, nossos problemas apresentam baixa correlação com o cenário externo. O medo do investidor, sobretudo o local, é tupiniquim.

PROBLEMAS BANCÁRIOS NOS EUA E NA EUROPA: EFEITO-DOMINÓ

O Silicon Valley Bank (SVB) consiste em um banco norte-americano voltado para o financiamento de startups. A instituição era o décimo-sexto maior banco dos EUA. Aproximadamente 50% das empresas techs que fizeram IPO nos EUA no ano passado, tinham algum relacionamento com o SVB.

Os depósitos do banco eram bem concentrados em empresas de tecnologia, como se vê na Figura 1, que foram bastante afetadas por conta da alta de juros. O banco havia comprado e marcado títulos públicos longos na curva, de modo que as oscilações nos preços dos papéis ficavam escondidas nos balanços. Por conta disso, surgiram questionamentos e incertezas nos clientes, que começaram a sacar seus depósitos, pressionando o banco a vender parte de seus ativos. As perdas dos valores dos títulos, a partir da marcação a mercado, geraram mais perdas, instalando um círculo vicioso: os balanços do banco pioraram, o que estimulou uma corrida bancária ainda mais acirrada, estimulando mais vendas de títulos e potencializando o risco de quebra da instituição.

Figura 1 – Fatia de depósitos do Silicon Valley Bank por tipo de cliente



Fonte: Resultado 4Q22 – RI da Empresa

O FED norte-americano, diferentemente do que havia feito na crise de 2008, quando deixou o Lehman Brothers ir à falência, alegando o chamado “moral hazard” (risco moral), dessa vez não quis arriscar um efeito-dominó potencial no sistema bancário, garantindo todos os depósitos do SVB Bank.

Os problemas, então, começaram a surgir no sistema. Outra instituição financeira, o Signature Bank, também fechou suas portas. Além disso, o First Republic Bank recebeu a injeção de capital de US\$ 30 bilhões oriundos de onze bancos grandes norte-americanos. A situação do SVB Bank era tão grave que, mesmo com os seus depósitos garantidos pelo FED, a instituição decidiu entrar no Chapter 11 (pedido de recuperação judicial).

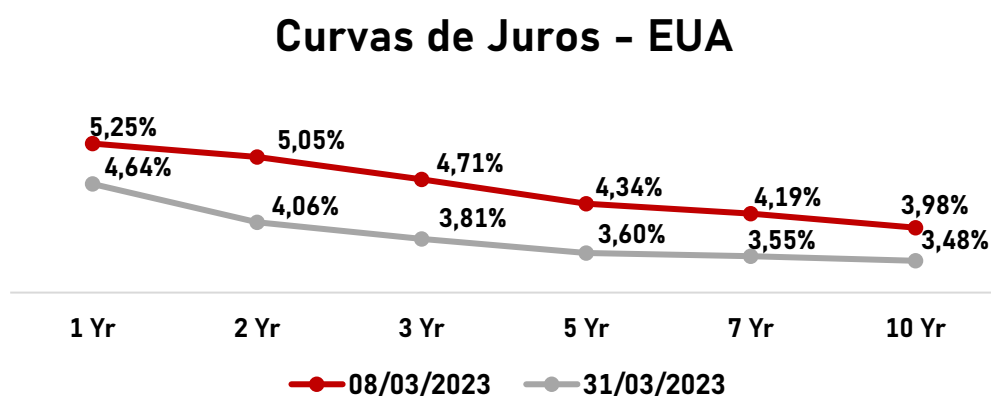
Na Europa, a transmissão direta da crise afetou o Banco Credit Suisse, que já vinha enfrentando problemas de credibilidade. As ações haviam caído 75% nos últimos doze meses. Nos últimos trimestre do ano passado, US\$ 115 bilhões foram sacados do banco por clientes. A crise bancária norte-americana e o possível contágio foram a pá de cal.

Recentemente, aumentaram as desconfianças em relação aos controles internos do banco. O presidente do Saudi National Bank, que é o seu maior acionista, se recusou a injetar mais capital na instituição. Essa foi a chave para alavancar o problema. Após tal sucessão de acontecimentos, o banco suíço recorreu ao Banco Central Europeu (BCE), que se dispôs a emprestar US\$ 54 bilhões.

No final de semana (dia 19/03), foi anunciada a compra do Credit Suisse pelo UBS, ironicamente o seu principal concorrente, por apenas US\$ 3,25 bilhões (60% de desconto em relação a um preço já aviltado).

No caso dos EUA, é pouco provável que tal crise no setor bancário seja sistêmica, como ocorreu em 2008, já que o FED agiu rapidamente e garantiu todos os depósitos dos bancos em dificuldades. O que aconteceu com o SVB parece ter sido um evento de descasamento entre ativo e passivo, combinado com uma má gestão de risco. É importante citar também que, desde a última crise bancária, já existe uma regulação mais ativa (sobretudo em relação a derivativos, o grande vilão de 2008). Todavia, há também uma tendência de redução na velocidade do aumento do *FED fund rate*, conforme se enxerga pelo fechamento da curva de juros americana após os eventos recentes (Figura 2), o que pode aliviar o setor bancário.

Figura 2 – Curva de juros dos EUA – Pós-evento do Silicon Valley (SVB)

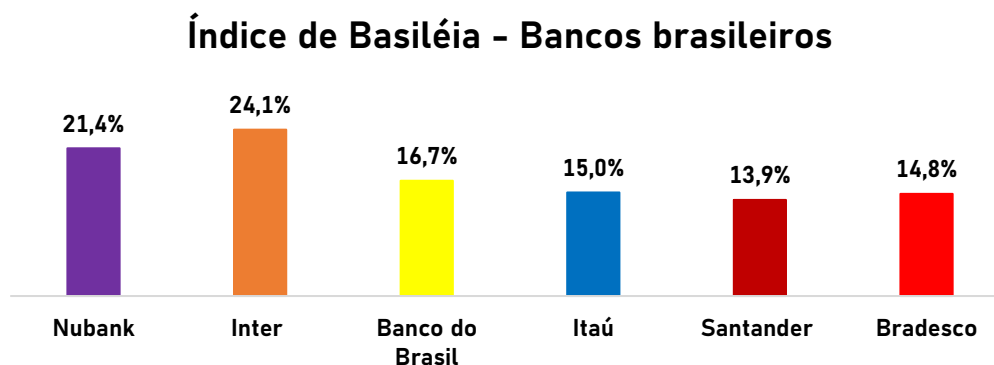


Fonte: Valor – Elaboração própria

No entanto, cabe ressaltar que o cenário merece total monitoramento, Crises bancárias são delicadas. Todos sabem quando começam, mas ninguém consegue prever com segurança quando terminam.

Em relação ao Brasil, apesar de pairarem incertezas em torno do mercado de crédito local após o caso das Americanas e Light, os bancos brasileiros, de forma geral, estão pouco alavancados, com Índices de Basileia bem acima do mínimo de 11% estabelecidos pelo Banco Central.

Figura 3 – Índice de Basileia – Bancos brasileiros



Fonte: Resultado 4Q22 – RI das Empresas

Portanto, conclui-se que os eventos citados foram consequência de uma combinação de falhas: um ALM (Asset Liability Management) questionável, depósitos muito concentrados e impactos da marcação a mercado de títulos públicos, o que gerou fortes saques nos dois lados do Atlântico. A situação estrutural do setor financeiro brasileiro é muito mais favorável, mas um problema mundial mais alastrado poderia nos afetar em alguma magnitude. Aguardemos as próximas semanas.

O PACOTE E O ARCABOUÇO FISCAL PROPOSTO POR FERNANDO HADDAD

O grande ponto de preocupação em relação às medidas fiscais anunciadas por Fernando Haddad consiste em uma dependência muito grande no aumento de receitas para que possam alcançar o sucesso. Dos R\$ 242 bilhões prometidos do pacote de janeiro, 80% advêm de incremento de arrecadação e apenas 20% de corte de despesas (parte que o governo teria o controle).

Os pontos principais do arcabouço fiscal anunciado no mês de março:

- ⇒ Aumento de despesas só podem corresponder a 70% do aumento de receitas dos últimos 12 meses; se não cumprir os 70%, cai para 50% no ano seguinte.

- ⇒ Aumento de despesa não pode ultrapassar 2,5%: por exemplo, se a receita subir 7%, 70% significariam 4,9%; o excedente de 2,4% seria guardado para momentos anticíclicos; a mesma coisa ocorre inversamente se chegássemos no piso de 0,6%.
- ⇒ Meta de resultado primário: -0,5% do PIB em 2023; 0% do PIB em 2024; +0,5% do PIB em 2025; e + 1% do PIB em 2026 – Em cada ano, banda de 0,25% do PIB para cima ou para baixo.
- ⇒ Segundo as contas do Ministério, estabilização da Dívida Bruta / PIB em 77%.
- ⇒ Piso de investimento: R\$ 70-75 bilhões

Comentários:

- Com as despesas já contratadas, precisamos de um aumento de receita importante para viabilizar o cumprimento da meta primária;
- Necessidade de um aumento de carga tributária? Haddad garante que não; mas os primeiros sinais de que o próprio ministro reconhece de que precisa de R\$ 150 bilhões de receitas extras para fechar o arcabouço fiscal, contradiz a tese;
- Apesar dos limites de 0,6% e 2,5%, o modelo é totalmente pró-cíclico;
- Fundeb e piso nacional de enfermagem fora das despesas (mas o bolso de onde vai sair o dinheiro é o mesmo);
- Estabilização da Dívida/Bruta sobre o PIB, segundo contas da maioria dos economistas, só seria possível com superávit primário acima de 2%.

Nossa opinião não é tão pessimista. O arcabouço fiscal proposto pelo governo suscita dúvidas, mas representa um ponto de partida. O texto deve ser modificado no Congresso. O mercado vinha precificando algo pior. Mas uma coisa é certa, o benefício da dívida não é dado para esse governo, sobretudo em relação à responsabilidade fiscal. A execução mensal ditará o ritmo de cumprimento de compromissos x aceitação pelo mercado.

O grande receio é que, por mais que o BC tenha conseguido manter o juro real prospectivo de doze meses na casa dos 7% ao ano, as expectativas para o IPCA, sucessivamente, não param de subir. Março não foi uma exceção:

- **Expectativa do IPCA 2023**: saltou de 5,90% para 5,96%

- **Expectativa do IPCA 2024:** de 4,02% para 4,13%
- **Expectativa do IPCA 2025:** de 3,80% para 4,0%
- **Expectativa do IPCA 2026:** 3,75% para 4,0%

As estimativas relatadas assustam. O BC começou a majorar a taxa SELIC em agosto de 2021. Passados um ano e sete meses, a impressão que dá é que o efeito contracionista na inflação (sobretudo sobre os núcleos), vindo do aperto monetário, foi muito baixo. Mas sempre fica a pergunta alternativa: O que teria acontecido com os indicadores de preços caso a SELIC não estivesse em 13,75% a.a hoje em dia? Estaríamos em dois dígitos? Será que nossa taxa neutra (estimada em 4% a.a hoje), na realidade, está ainda mais elevada do que a usada pelo BC em suas projeções?

O COPOM se reuniu em março e manteve constante a taxa básica inalterada. A ata citou novamente a completa desancoragem das expectativas (com serviços e núcleos com grande dificuldade de desinflação). O documento mostrou a projeção, dentro do cenário de referência, de um IPCA de doze meses em 3,8%. Chamou a atenção, em uma clara referência ao BNDES, para os efeitos deletérios de uma potencial política parafiscal ativa. Apesar de ter citado que precisa observar a atividade econômica (aperto de crédito + problema bancário internacional), não houve a menor pista quanto a algum prazo para o começo do afrouxamento monetário. O comunicado pós-reunião, inclusive, cita que o BC não hesitará em subir os juros, caso necessário. Será interessante ver a reação do COPOM na próxima reunião em maio em relação ao anúncio do arcabouço fiscal.

Já o FED norte-americano elevou os juros em 0,25% para intervalo de 4,75% - 5,0%. A decisão foi considerada "salomônica", entre os que esperavam uma manutenção por conta da crise bancária e os que aguardavam 0,5% em uma resposta e maior rigor quanto às pressões inflacionárias. A opção veio acompanhada de um discurso *hawkish* do BC quanto à necessidade de extensão do aperto monetário.

Figura 4: Retorno dos ativos em março/23

Indicadores	fev/23	mar/23	Variação mês x mês
Bolsas			
Ibovespa	104.932	101.882	-2,9%
IBX	44.526	43.161	-3,1%
S&P 500	3.970	4.109	3,5%
Câmbio			
Dólar/Real	5,21	5,08	2,6%
DXY	104,95	102,59	-2,2%
Curva de Juros e Risco-País			
DI Janeiro 2033	13,53%	12,91%	-0,6%
NTN-B 2025	5,92%	6,01%	0,1%
NTN-B 2055	6,48%	6,26%	-0,2%
Swap DI x Pré 12 meses	12,94%	12,47%	-0,5%
CDS Brasil 10 anos	3,13%	3,18%	0,0%
Treasury 2 anos	4,81%	4,04%	-0,8%
Treasury 10 anos	3,92%	3,48%	-0,4%
Commodities			
Petróleo Brent	83,21	79,19	-4,8%
Minério de Ferro	124,10	127,30	2,6%
Soja US\$ (CBOT)	1.480	1.506	1,8%

Fonte: Quantum Axis, S&P Platts, B3, elaboração própria

No mercado de renda variável, O Ibovespa caiu -2,9%, enquanto as bolsas externas subiram, a despeito da crise bancária nos EUA e Europa. Isso demonstra que fatores locais continuam a pesar mais do que qualquer influência internacional. **Dos vinte e dois índices setoriais calculados pela Meta Asset Management, apenas sete apresentaram variação positiva no mês.**

No mercado de renda fixa, a curva deu uma leva “desinclinada”, muito puxada pela importante realização nas curvas de juros no mundo inteiro, por conta de uma menor expectativa de elevação de juros, dada a crise bancária. Enquanto o *swap* de doze meses caiu de 12,94% para 12,47% a.a. (-47 pontos-base), o DI de dez anos desceu mais, de 13,53% para 12,91% a.a. (-62 pontos-base).

No mercado de NTN-Bs, o movimento foi também de achatamento da curva, com a alta dos cupons mais curtos (2025: + 9 pontos-base em 6,01% a.a.) e declínio do nível dos mais longos (título 2055: - 22 pontos-base, em 6,26% a.a.).

A curva das taxas das *Treasuries* de dois e dez anos nos EUA, muito por conta da crise bancária, ajudou a “empurrar” todas as curvas de juros mundiais para baixo. Enquanto o rendimento da Treasury de 2 anos caiu

de 4,81% para 4,04% a.a., a taxa da Treasury de 10 anos fechou de 3,92% para 3,48% a.a, espelhando um mercado acreditando em uma política monetária menos agressiva do FED.

No mercado de câmbio, o Brasil seguiu, em março, a mesma tendência de depreciação da moeda norte-americana observada internacionalmente (DXY: -2,2%), com o Real se apreciando (+2,6%) em relação ao dólar, movimento concomitante com o fechamento da curva de juros nos EUA. Tal movimento foi acompanhado pela alta da cotação do minério de ferro (+2,6%) e da soja (+1,8%) e queda na cotação do petróleo (Brent -4,8%).

Já o Risco-Brasil, representado pelo *Credit Default Swap* (CDS), se manteve praticamente constante em 3,18%.

Figura 5: Índices setoriais – Meta Asset – Mês de Março/23

Índices Meta Asset	mar/23
Meta Índice Aéreas	43,7%
Meta Índice Água e Saneamento	4,1%
Meta Índice Serviços Financeiros	2,7%
Meta Índice Logística	2,6%
Meta Índice Energia Elétrica	2,5%
Meta Índice Industria	2,1%
Meta Índice Shoppings Centers	0,7%
Meta Índice Exploração	-0,5%
Meta Índice Frigoríficos	-1,8%
Meta Índice Locação	-2,2%
Ibovespa	-2,9%
IBX	-3,1%
Meta Índice Bancos	-3,1%
Meta Índice Varejo	-3,5%
Meta Índice Construção	-5,0%
Meta Índice Agricultura	-5,3%
Meta Índice Tecnologia	-5,6%
Meta Índice Siderurgia	-5,6%
Meta Índice Açúcar e Alcool	-6,1%
Meta Índice Supermercados	-6,4%
Meta Índice Saúde	-7,2%
Meta Índice Materiais Básicos	-7,8%
Meta Índice Mineração	-9,1%
Meta Índice Óleo Gás Petroquímico	-9,7%

Fonte: Quantum Axis, elaboração própria

Apenas sete índices setoriais experimentaram variação positiva no mês de março/23.

Em primeiro lugar, veio o segmento de aéreas (+43,7%), que subiu na esteira do fechamento do acordo para pagamento de dívida (R\$ 2,5 bilhões) da Azul. Destaque para o desempenho das ações da Gol (20%) e Azul (+ 68%).

No segundo posto, aparece o setor de água e saneamento (+4,1%), com os papéis puxados pelas expectativas de privatização. Cite-se Copasa (+18%) e Sanepar (+6%),

Menção negativa para o setor de óleo, gás e petroquímico (-9,7%), muito influenciado pela queda do preço do petróleo e anúncio de certificações. Apontamos Petrorecôncavo (-28%), 3R (-19%) e Enauta (-17%).

O nicho de mineração (-9,1%) também apresentou má performance, catapultado pela queda específica da CBA (-27%), por conta do rebaixamento de várias casas em relação às perspectivas do papel.

Figura 6: Índices setoriais – Meta Asset – Ano de 2023

Índices Meta Asset	no ano
Meta Índice Indústria	7,3%
Meta Índice Shoppings Centers	7,3%
Meta Índice Água e Saneamento	2,4%
Meta Índice Logística	2,1%
Meta Índice Aéreas	0,6%
Meta Índice Agricultura	0,6%
Meta Índice Locação	0,0%
Meta Índice Construção	-3,3%
Meta Índice Siderurgia	-4,1%
Meta Índice Serviços Financeiros	-4,1%
Meta Índice Energia Elétrica	-5,3%
Ibovespa	-7,2%
IBX	-7,3%
Meta Índice Mineração	-7,3%
Meta Índice Saúde	-8,7%
Meta Índice Bancos	-8,7%
Meta Índice Açúcar e Alcool	-10,1%
Meta Índice Materiais Básicos	-10,6%
Meta Índice Exploração	-11,7%
Meta Índice Supermercados	-13,6%
Meta Índice Óleo Gás Petroquímico	-14,9%
Meta Índice Varejo	-15,9%
Meta Índice Tecnologia	-20,1%
Meta Índice Frigoríficos	-20,4%

Fonte: Quantum Axis, elaboração própria

No ano, destaque positivo para os setores de indústria e shopping centers e, negativo, para os segmentos de frigoríficos e tecnologia.

CARTEIRA META VALOR

O Meta Valor FIA atingiu desempenho de -6,57% versus -3,07% do IBX em março/23. No ano, a performance acumulada do fundo chega a -10,92%, enquanto a do IBX alcança -7,27%.

Em março, o cenário seguiu negativo para o mercado acionário brasileiro, que refletiu mais fortemente as incertezas internas e, em menor medida, o aumento da aversão ao risco com os problemas bancários na Europa e Estados Unidos. O Fundo Meta Valor apresentou performance inferior ao IBX-100 no mês, decorrente principalmente do desempenho negativo de algumas ações dos segmentos de saúde e commodities.

As cotações das *commodities* não tiveram direção única em março. O minério de ferro Platts subiu 2,6%, puxado pela expectativa de recuperação da economia chinesa. Por outro lado, o preço do petróleo recuou em função da crise bancária internacional, que poderia implicar uma redução da demanda global e uma sobreoferta do produto. Tanto as ações da Petrobras quanto as ações das *junior companies* apresentaram desempenho negativo no mês, afetadas pela queda da *commodity* e incertezas relacionadas ao *closing* dos ativos vendidos pela estatal. As ações das empresas de siderurgia e mineração, de uma forma geral, também apresentaram rentabilidade negativa no mês, apesar da alta do preço do minério.

Os setores de varejo e construção continuaram sendo penalizados pelo cenário macroeconômico desafiador e pela postura mais conservadora por parte do Banco Central na ata do COPOM. Devemos ter a visibilidade de cenário a partir do segundo semestre, quando deveremos ter mais clareza a respeito do início do processo de queda nos juros básicos da economia. Na atual conjuntura, as empresas de varejo que destinam seus produtos para os consumidores classe A acabam tendo melhor desempenho.

Alguns bancos mostraram resiliência e apresentaram uma queda menor do que o IBX-100. Ressaltamos a qualidade das principais instituições financeiras brasileiras, que não apresentam nenhum problema de liquidez ou de risco insolvência além do aceitável, ao contrário do que vimos em alguns bancos no exterior.

CARTEIRA META SMALL CAPS

O Meta SMALL CAPS FIA atingiu desempenho de - 0,23% versus -1,74% do SMLL em março/23. No ano, a performance acumulada chega a +2,12%, enquanto a do SMLL alcança -9,51%.

TEMA DO MÊS

“Pricing power”: uma análise da relação entre a operadora de terminais Santos Brasil e seus clientes no Tecon Santos

Resumo da tese

A Santos Brasil (STBP) é uma empresa na qual possuímos posição sólida há alguns trimestres. A companhia possui como principal vertical a operação do Tecon Santos, no porto homônimo, o maior da América Latina.

O aperfeiçoamento de sua operação nos últimos anos é reconhecido por seus clientes, sendo reflexo dos relevantes investimentos em eficiência. Os clientes da companhia auferem ganhos de produtividade para suas próprias operações, dado esse avanço de eficiência do serviço e a importância estratégica do porto.

Entre os principais benefícios para o armador, destacamos que garantir capacidade no Porto de Santos lhe confere mais competitividade na venda de frete em diferentes rotas. O porto atende a aproximadamente 55% do PIB do Brasil. Logo, o dono da carga prefere que a ela chegue ou seja escoada através dele. Não ter capacidade em Santos tem um custo de oportunidade muito alto para o armador, que estaria sujeito a perder clientes caso opte por operar em outros locais. O dono da carga teria um custo logístico maior para retirá-la e trazê-la para sua planta produtiva, onde a grande concentração está na zona de influência de Santos. Em segundo lugar, o Porto de Santos é considerado um “gateway”, onde são operadas todas as linhas de serviço, como longo curso, cabotagem e transbordo. Concentrar a carga em apenas um porto traz maior vantagem competitiva para os armadores, que não precisam escalar outros terminais e reajustar rotas, reduzindo custos com navegação. Por último, a alta produtividade do terminal reduz o risco de atraso na entrega da carga.

Nesse sentido, grandes armadores e companhias realizam acordos comerciais, que trazem segurança à rentabilidade dos projetos de aumento de capacidade da Santos Brasil.

Quando somados à capacidade ociosa relativa aos concorrentes, à postergação da expansão da capacidade no porto via novos leilões e, até então, a um desconto relevante na tarifa versus outros terminais globais muito menos estratégicos, tais fatores permitiram à STBP reajustar preços com excessivo poder de barganha, situação batizada de “pricing power”. Acreditamos que essa dinâmica de barganha da Santos Brasil deve continuar no médio a longo prazo, especialmente quando notamos que o Brasil é um país muito menos aberto comercialmente *versus* pares

emergentes. A companhia provavelmente seguirá superando máximas de margem operacional nos próximos anos em nosso cenário base.

Com o perdão do trocadilho, a despeito do caráter cíclico dos volumes, consideramos a companhia um “porto seguro” de nosso portfólio, com forte crescimento de EBITDA nos próximos anos em nosso cenário base.

A relevância do Tecon Santos e da vertical de Terminais Portuários

A Santos Brasil Participações S/A possui como principal linha de negócio o segmento de Terminais Portuários, no qual ela se divide entre três terminais (Santos, Vila do Conde e Imbituba – além do terminal de granéis líquidos) ou, sob outra visão, entre duas modalidades (Operação de Cais e Armazenagem).

Em termos consolidados, o segmento de Terminais Portuários representou aproximadamente 72% do faturamento bruto da Santos Brasil em 2022 – divididos entre os terminais, como também separados sob a ótica do que foi armazenado ou movimentado na operação de cais.

Da Receita Líquida de Terminais Portuários, a Operação de Cais representou 57% no mesmo período, enquanto a Armazenagem reflete o restante. Do ponto de vista consolidado da STBP, portanto, aproximadamente 41% do faturamento da companhia advém da Operação de Cais, enquanto 30% estão atribuídos à Armazenagem.

O Tecon Santos foi responsável por 88% da movimentação de carga da companhia no mesmo período, seguido por Vila do Conde (7,7%) e Imbituba (4,0%).

Além dos investimentos no Tecon, uma das principais alocações de capital da companhia é o terminal de granéis líquidos de Itaquí. O projeto tende a ser ganhador de margem consolidada para a Santos Brasil e possui baixo CAPEX de manutenção. Nossa percepção é de que o mercado ainda atribui pouco ou nenhum valor para o ativo, cujo EBITDA já deve representar 15% do consolidado da companhia.

Maersk: a relação com o maior armador do mundo e as renegociações do contrato

A Maersk é um dos principais players de transporte marítimo no mundo. O armador responde hoje por aproximadamente 66% do volume movimentado no Tecon Santos.

A empresa, que ao fim de março renegociou seu contrato com a Santos Brasil com forte reajuste das tarifas, é cliente somente nos (vários) serviços da Operação de Cais, cada um deles com diferentes tarifas para o cliente e custos para a empresa. O grosso da relação está no chamado

Embarque e Desembarque. Ressalta-se a importância do cliente por também trazer a carga onde a Santos presta a armazenagem.

No dia seguinte ao fim do acordo comercial, a Maersk possuía poucas saídas senão a de firmar belas condições para a Santos Brasil: a capacidade ociosa dos concorrentes é baixa, o serviço é excelente e as tarifas estavam descontadas versus outros terminais. Assim, a renovação em bons termos se mostrou uma estratégia dominante.

Essas condições de tarifas com desconto estão se revertendo. O desconto praticado foi inteiramente fechado na renegociação. No final deste ano, há uma concentração de encerramentos de contratos de clientes, que representam aproximadamente um terço dos volumes. Nossa expectativa é que o *pricing power* da Santos Brasil esteja ainda mais presente, uma vez que barganha sobre esses players é ainda mais superior.

Perspectiva futura

As perspectivas para a empresa são positivas no curto, médio e longo-prazos. A tese é suportada por uma expansão orgânica de capacidade, reajustes reais e alavancagem operacional nos próximos anos. Entendemos que tais fundamentos não estão inteiramente refletidos na cotação da ação em bolsa.

A condição outrora vigente era reflexo de uma perda de poder de mercado relevante na última década que, ao contrário, agora começa a se traduzir em barganha por parte da companhia, a única a possuir relevante capacidade disponível para ofertar. Conforme mencionamos, um reajuste forte aplicado no *big player* do setor aponta para um poder de barganha ainda maior para a Santos Brasil em acordos comerciais relativos a outros armadores de menor participação de mercado.

Após dois bons reajustes (2021 e 2023), entendemos que a companhia seguirá fortalecendo novas majorações de preços caso se permaneça o atual cenário de suboferta de capacidade no porto, onde a Santos Brasil seguirá demonstrando o seu *pricing power*. A dinâmica competitiva no porto e o equilíbrio de mercado são a referência para os preços, a despeito da dinâmica inflacionária, o que possibilita entendermos que o modelo de negócios tende a sempre apresentar reajuste real positivo. Também é razoável supor que eventualmente a companhia terá um prêmio para os serviços do terminal vis a vis o praticado em outros portos.

Valuation

Enxergamos uma TIR real próxima dos 13% a.a., um retorno atraente para uma empresa com tais vantagens competitivas, além de ressaltarmos que suas ações negociam a múltiplos perto das mínimas históricas, mesmo diante recordes sucessivos nos desempenhos operacional e financeiro.

Fundos de Ações	Data	Valor da Cota	Dia	Mês	No Ano	Últimos 12M	PL Atual (mil)	PL Médio 12M (mil)	Estratégia	Data de Início
META VALOR FIA	31/03/2023	2,58098723	-2,07%	-6,57%	-10,92%	-24,19%	199.045	250.589	Ações IBrX Ativo	11/04/2006
IBX-100			-1,77%	-3,07%	-7,27%	-16,05%				
IBOVESPA			-1,77%	-2,91%	-7,16%	-15,10%				
META 11 SMALL CAP FIA	31/03/2023	0,80055573	-1,45%	-0,23%	2,12%		2.236	2.361	Ações Small Caps Ativo,	11/04/2022
Small			-1,58%	-1,74%	-9,51%					
Total Estratégia Renda Variável							201.281	252.950		
Total AUM							202.496	254.068		

Indicadores	Data	Dia	Mês	No Ano	Últimos 12M
CDI	31/03/2023	0,05%	1,17%	3,25%	13,29%
IPCA	31/03/2023	0,00%	0,84%	1,37%	5,60%
IBrX - 100	31/03/2023	-1,77%	-3,07%	-7,27%	-16,05%
SMLL	31/03/2023	-1,58%	-1,74%	-9,51%	-27,95%

DATA DE ENVIO

03/04/2023

DATA DE REFERÊNCIA

31/03/2023

As rentabilidades informadas estão líquidas de taxas de administração e performance.

META VALOR

Taxa de Administração: 2,50% a.a.

Taxa de Performance: 20% sobre o ganho que exceder a variação do IBX-100 FECHAMENTO (conceito marca d'água).

Resgate: D+1, D+2.

(*) A coluna 12 meses se refere a rentabilidade da cota data base (d-1) dividido pela cota do dia útil equivalente de 12 meses atrás.

() A tabela dos últimos 365 dias se refere a rentabilidade da cota data base (d-1) dividido pela cota de 365 dias atrás (d-365)**

META 11 SMALL CAP FIA

Taxa de Administração: 2,50% a.a.

Taxa de Performance: 20% sobre o ganho que exceder a variação do ÍNDICE SMLL FECHAMENTO (conceito marca d'água).

Resgate: D+1, D+2.

Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de crédito - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise em um período de, no mínimo, 12 (doze) meses. Leia o prospecto, o formulário de informações complementares, Lâminas e Regulamento antes de investir. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos.

