



CARTA MENSAL

ABRIL 2024

Abril/2024 – Risk off nos mercados e ajuste de preços

Abril foi um mês muito difícil para os mercados, com raiz em diversos fatores.

- **Nos EUA, do lado econômico**, a combinação de uma inflação persistente com dados de atividade continuamente fortes, impactando o mercado de juros. A abertura das taxas das treasuries influenciou a deterioração das curvas no mundo inteiro, arrastando as bolsas para baixo.
- **No mundo**, uma ameaça grave de guerra entre Israel e Irã, que elevou a aversão a risco.
- **No Brasil**, uma piora da percepção fiscal quando o governo muda a meta de 2025, de um superávit primário de + 0,5% para um resultado neutro (0%).

O Relatório de Emprego norte-americano relativo ao mês de março voltou a apresentar um número forte (303 mil postos de trabalho criados versus 214 mil esperados). Mais preocupante foi o custo dos salários que saltou no mês para 0,35% versus a expectativa de 0,30%.

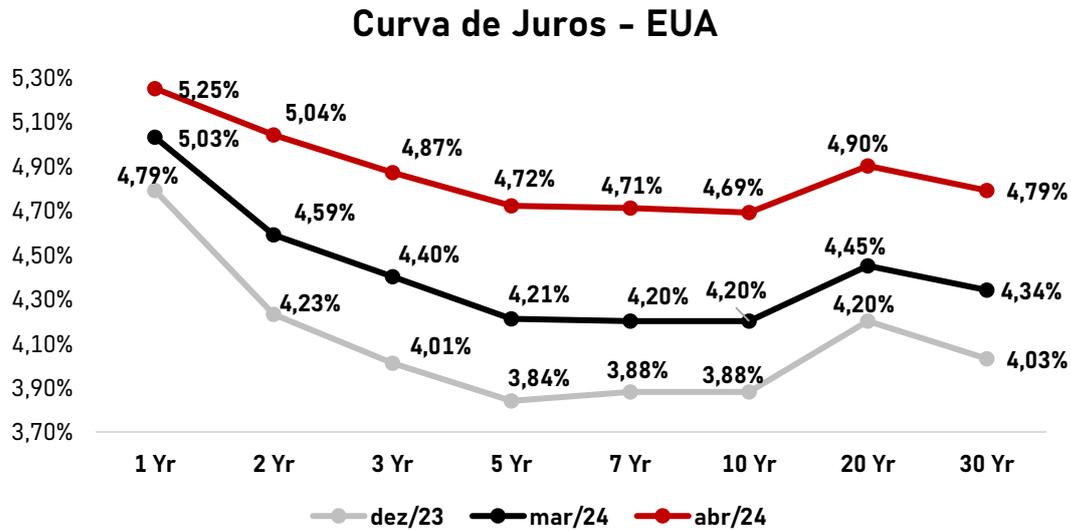
O crescimento das vendas no varejo de março também veio acima do previsto (+0,7% vs +0,3%), tal como as encomendas de bens duráveis (2,6% vs +2,0%), atestando a força da economia dos Estados Unidos

Já a inflação não deu trégua. O CPI cheio e o núcleo de março (+0,4%) subiram acima do projetado (+0,3%). Já o PCE mensal veio dentro das expectativas (+0,3%), mas o número anualizado (cheio: +3,4%) e núcleo (+3,7%) geraram desconforto ao FED, que mira uma meta informal de 2% a.a. O índice de custo de emprego também incomodou (1,2% vs estimativa de 0,9%).

No FOMC (ocorrido no dia 01/05), além da manutenção da taxa básica, Jerome Powell enfatizou que iria persistir em uma política monetária apertada “durante o tempo que for necessário”. A única fala positiva foi o descarte da hipótese de uma alta de juros para conter a inflação.

A curva de juros norte-americana subiu em todos os vértices em abril, conforme figura a seguir:

Figura 1 – Curva de juros dos EUA (final de dezembro/23, março/24 e abril/24)



O princípio de guerra entre Israel e Irã assustou inicialmente os mercados. Primeiro, ocorreu o ataque do Irã a Israel, em represália a um bombardeio e destruição da embaixada iraniana na Síria (nunca assumido por Israel). Todos os mísseis e drones foram abatidos no ar. Em resposta (também nunca assumida por Israel), os israelenses teriam enviado um drone para o Irã. Porém, o ponto principal é que a guerra pareceu “protocolar”, com todos os armamentos sendo interceptados com certa facilidade.

O preço do petróleo chegou a ser impactado (ficando em boa parte do período acima de US\$ 90/barril), perdendo força no final do mês.

Figura 2 – Curva de preços do petróleo Brent



Já na Europa, o corte de juros parece mais próximo e tem tudo para ocorrer já no verão do hemisfério norte. A inflação também incomoda, mas o nível de atividade está bem mais moderado que nos EUA.

Figura 3 – PMIs de abril/24 ao redor do globo

País/ Região	PMI Industrial	PMI Serviços	PMI Composto
Alemanha	42,2	53,3	50,5
Zona do Euro	45,6	52,9	51,4
Reino Unido	48,7	54,9	54,0
Japão	45,6	54,1	52,7
Estados Unidos	49,9	51,7	51,0
China	51,4	52,7	52,6

Fonte: Broadcast

Cabe ressaltar que o quadro de PMIs de abril mostra um mundo em recuperação de atividade, com todas as regiões apresentando patamar do índice composto acima de 50 (limiar entre expansão e recessão), com o setor de serviços sustentando a alta e o segmento industrial gradativamente se recuperando.

Interessante observar que o desempenho econômico do Japão está melhorando, embasando a saída do BOJ da adoção de juros negativos (normalização da política econômica).

Já, no Brasil, o Governo contribuiu para aumentar a turbulência do mercado, ao mudar a meta de resultado primário para 2025 de +0,5% para 0%. Na verdade, o Governo não vem entregando seguidamente o prometido no arcabouço fiscal, o que traz insegurança aos agentes, contamina as expectativas e pressiona a inflação. Evidentemente, é enorme a chance da meta de resultado primário de 2026 (+1,0%) ser também “rebaixada” no futuro. Pior, toda essa situação está envolta em uma tentativa permanente em resolver a questão através de aumento de impostos e nunca com cortes de despesas.

A atividade no Brasil apresentou sinais díspares relativos a fevereiro – Enquanto as vendas de varejo subiram 1%, tanto serviços (-0,90%), como a produção industrial (-0,3%) transitaram em terreno negativo. Mas a boa notícia foi a constatação mais um mês de alta da produção de bens de capital (+1,8%), um bom indicativo para investimentos.

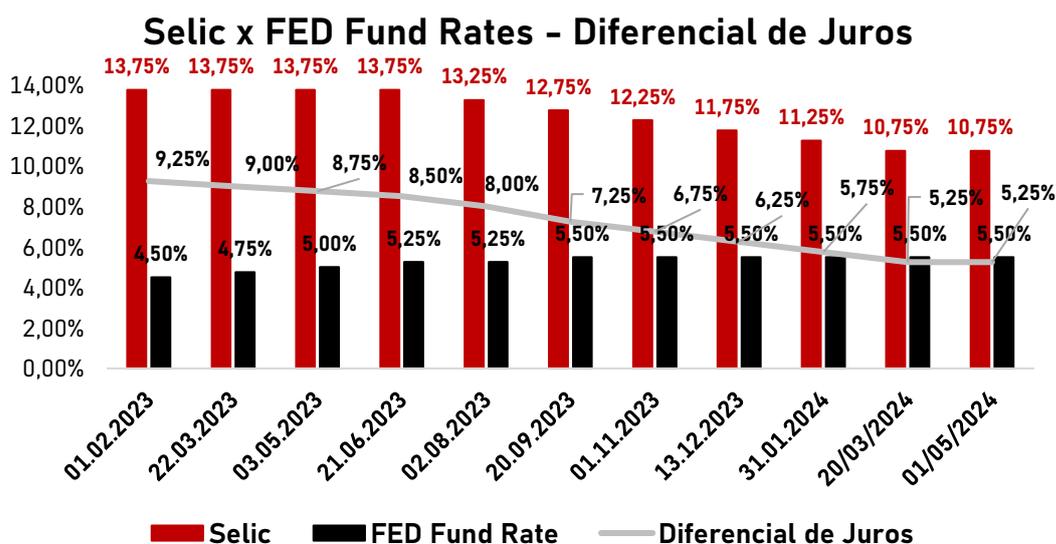
Além disso, o IBC-Br de fevereiro mostrou-se bastante sólido, com +0,40% de variação perante janeiro. O CAGED, com a criação de 244 mil empregos formais, reforçou a sensação de que, através do mercado de trabalho, a economia está forte.

O Governo lançou mais um programa de crédito – o Acredita – destinado às pessoas físicas e pequenas empresas.

Os índices de inflação posicionaram-se em patamares ligeiramente melhores. As médias do IPCA de março e do IPCA-15 de abril foram de +0,18% (índices cheios), +0,17% (núcleos), +0,08% (serviços), +0,40% (serviços subjacentes) e 56% (difusão). De todos os itens, o que mais preocupa ainda é o de serviços subjacentes, mas o dado parece estar em trajetória decrescente (ou pelo menos estagnou a piora).

O Banco Central do Brasil parece conviver com várias preocupações. A primeira delas está no comportamento da taxa de juro norte-americana. Se realmente se confirmar a postergação do afrouxamento de política monetária pelo FED, dificilmente o BC brasileiro conseguirá manter tanto o ritmo de cortes em 0,5%, tal como o objetivo de atingir uma taxa terminal abaixo dos 10% a.a. O dólar forte no mundo e a redução do diferencial de juros (figura a seguir), apesar da boa posição externa brasileira, tem o potencial de desvalorizar Real e atrapalhar ainda mais o controle da nossa inflação.

Figura 4 - Diferencial de juros entre Brasil X EUA



Fonte: U.S. Department of the Treasury

Adicionalmente, aumentou a preocupação fiscal em relação ao último encontro do COPOM. O quadro de inflação (com persistência de índices acima da meta) e de atividade relativamente forte também não mudou substancialmente.

Diante de todos esses fatores, Roberto Campos Neto, nos seus últimos discursos, já começou a desmontar o *guidance* do ritmo de corte de 0,5%, preparando o mercado para uma redução de apenas 0,25% na taxa SELIC no encontro do COPOM de maio. Há uma chance relevante da votação não ser unânime, com os membros divididos entre um afrouxamento de 0,5% ou de 0,25%.

Figura 5 – Expectativas do IPCA no Boletim FOCUS – abril/24

Indicador	Final de março/24	Final de abril/24
IPCA 2024 (a.a)	3,75%	3,73%
IPCA 2025 (a.a)	3,51%	3,60%
IPCA 2026 (a.a)	3,50%	3,50%
Taxa SELIC 2024 (a.a)	9,0%	9,50%
Taxa SELIC 2025 (a.a)	8,5%	9,0%
PIB 2024 (a.a)	1,81%	2,02%
PIB 2025 (a.a)	2,0%	2,0%
Resultado primário 2024	-0,70%	-0,70%
Resultado primário 2025	-0,60%	-0,68%

Fonte: Boletim FOCUS – Banco Central

O quadro (comparando o final de abril x final de março) aponta para a dificuldade do BC de ancorar as expectativas. A estimativa para o IPCA de 2025 piorou (para 3,60% versus a meta de 3,0%), tal como a previsão de final de ano da taxa SELIC em 2024 e 2025.

A impressão sobre o déficit primário de 2025 também se deteriorou, tornando mais complexo o trabalho da autoridade monetária.

Figura 3: Retorno dos ativos em abril/24

Indicadores	mar/24	abr/24	Variação mês x mês
Bolsas			
Ibovespa	128.106	125.924	-1,70%
IBX	54.027	53.304	-1,34%
SMLL	2.257	2.082	-7,76%
S&P 500	5.254	5.036	-4,16%
Câmbio			
Dólar/Real	5,00	5,17	-3,29%
DXY	104,53	106,33	1,72%
Curva de Juros e Risco-País			
DI Janeiro 2033	11,04%	11,86%	0,82%
NTN-B 2027	5,72%	6,33%	0,61%
NTN-B 2055	5,88%	6,23%	0,35%
Swap DI x Pré 12 meses	9,65%	10,22%	0,57%
CDS Brasil 10 anos	2,24%	2,37%	0,12%
Treasury 2 anos	4,59%	5,04%	0,45%
Treasury 10 anos	4,20%	4,69%	0,49%
Commodities			
Petróleo Brent	86,17	88,23	2,39%
Minério de Ferro	102,80	116,75	13,57%
Soja US\$ (CBOT)	1.192	1.163	-2,39%

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

No mercado de renda variável, notou-se uma discrepância enorme entre a variação do Ibovespa (-1,70%) e do SMLL (-7,76%), explicada, principalmente, pelo desempenho muito forte de Petrobras, com a solução da questão do pagamento de dividendos extraordinários. **Dos vinte e dois índices setoriais calculados pela Meta Asset Management, apenas um experimentou variação positiva no mês.**

O S&P norte-americano apresentou importante desvalorização mensal (-4,16%), como consequência da abertura da curva de juros, a partir da percepção de uma postergação do corte de juros pelo FED.

No mercado de renda fixa local, com o maior barulho fiscal, inflação resistente e o discurso mais duro do BC por conta do provável maior conservadorismo do FED, os juros abrem fortemente, tanto nos vértices mais curtos como nos mais longos. Enquanto o *swap* de doze meses subiu de 9,65% para 10,22% a.a. (+57 pontos-base), a taxa do DI de dez anos disparou de 11,04% para 11,86% a.a. (+82 pontos-base), inclinando a curva.

No mercado de NTN-Bs, a direção foi também expressiva a alta das taxas, com o alargamento tanto dos cupons mais curtos (2027: +61 pontos-base, de 5,72% para 6,33% a.a), como dos mais longos (título 2055: +34 pontos - base, de 5,88% para 6,23% a.a).

A curva de juros das Treasuries dos EUA capitaneou o pessimismo do mercado, após dados de inflação e atividade mais fortes indicarem que o FED deverá atrasar o relaxamento da política monetária. Enquanto o rendimento da Treasury de 2 anos cresceu de 4,59% para 5,04% a.a, a taxa do título de 10 anos subiu de 4,20% para 4,69% a.a.

No mercado de câmbio, o Brasil seguiu, em abril/24, a mesma tendência de apreciação da moeda norte-americana observada internacionalmente (DXY: +1,72%), com o Real perdendo (-3,29%) em relação ao dólar. Além da questão fiscal, os investidores passaram a se preocupar mais fortemente com a redução do diferencial de juros entre nosso país e os EUA em um momento de maior aversão ao risco.

Nos mercados de commodities que mais interessam ao Brasil, destaque para a alta do preço do petróleo, que chegou a ficar acima dos US\$ 90/barril do tipo Brent durante o mês, com o princípio de guerra entre Israel e Irã, porém terminando com uma alta modesta (+2,4%). Já a cotação do minério de ferro (+13,6%) se recuperou parcialmente da queda observada no ano, com a economia chinesa dando sinais de melhora. Já o preço da soja caiu 2,4%.

O Risco-Brasil, representado pelo Credit Default Swap (CDS), seguiu a desvalorização dos ativos brasileiros em abril/24, oscilando de 2,24% para 2,37% a.a.

Figura 4: Índices setoriais – Meta Asset – Mês de abril/24

Índices Meta Asset	abril/24
Meta Índice Mineração	3,4%
Meta Índice Serviços Financ.	-1,3%
Meta Índice Frigoríficos	-1,3%
IBX	-1,3%
Ibovespa	-1,7%
Meta Índice Tecnologia	-2,7%
Meta Índice Energia Elétrica	-3,0%
Meta Índice Bancos	-4,7%
Meta Índice Agricultura	-4,8%
Meta Índice Saúde	-5,1%
Meta Índice Siderurgia	-5,4%
Meta Índice Exploração de Imóveis	-5,7%
Meta Índice Óleo Gás Petroquímico	-5,9%
Meta Índice Materiais Básicos	-7,2%
Meta Índice Logística	-7,2%
Meta Índice Indústria	-9,0%
Meta Índice Água e Saneamento	-9,8%
Meta Índice Shoppings Centers	-10,2%
Meta Índice Açúcar e Alcool	-10,6%
Meta Índice Varejo	-10,8%
Meta Índice Supermercados	-11,1%
Meta Índice Locação de Veículos	-11,9%
Meta Índice Construção	-12,3%
Meta Índice Aéreas	-23,1%

Fonte: Quantum Axis, elaboração própria

Apenas um índice setorial estruturado pela Meta Asset (de vinte e dois no total) experimentou variação positiva no mês de abril/24.

O destaque veio no segmento de mineração (+3,4%), a partir da forte alta do minério de ferro (+13,6%), na esteira da valorização de CBA (+27%) e Vale (+4%).

O setor de companhias aéreas (-23,1%) mais uma vez decepcionou em abril/24, com a apreciação do preço do petróleo e desvalorização do Real. Menção negativa para a Azul (-25%) e Gol (-21%),

A seguir veio o segmento de construção (-12,3%), muito impactado pela alta dos juros futuros. Ações que foram bastante penalizadas: Gafisa (-21%), Plan&Plano (-21%) e Tecnisa (-19%).

Figura 5: Índices setoriais – Meta Asset – Ano de 2024

Índices Meta Asset	no ano
Meta Índice Exploração de Imóveis	16,3%
Meta Índice Óleo Gás Petroquímico	3,2%
Meta Índice Serviços Financ.	0,7%
Meta Índice Logística	-0,9%
Meta Índice Frigoríficos	-1,2%
Meta Índice Bancos	-3,5%
Meta Índice Tecnologia	-4,1%
IBX	-5,6%
Meta Índice Materiais Básicos	-5,7%
Ibovespa	-6,2%
Meta Índice Supermercados	-7,8%
Meta Índice Água e Saneamento	-8,2%
Meta Índice Indústria	-8,3%
Meta Índice Energia Elétrica	-10,9%
Meta Índice Açúcar e Alcool	-12,0%
Meta Índice Agricultura	-13,8%
Meta Índice Siderurgia	-14,8%
Meta Índice Varejo	-15,6%
Meta Índice Construção	-16,3%
Meta Índice Shoppings Centers	-17,2%
Meta Índice Mineração	-20,9%
Meta Índice Saúde	-21,1%
Meta Índice Locação de Veículos	-27,0%
Meta Índice Aéreas	-68,5%

Fonte: Quantum Axis, elaboração própria

No ano de 2024, destaque positivo para os segmentos de exploração de imóveis (+16,3%) e óleo/gás/petroquímico (+3,2%). Já as menções mais negativas ficam para os indicadores de aéreas (-68,5%) e locação de veículos (-27,0%).

CARTEIRA META VALOR E META 11 SMALL CAP FIA

O Meta Valor FIA atingiu desempenho de -8,06% versus variação de -1,34% do IBX em abril/24. No ano, a performance do fundo atinge -11,04% contra -5,57% do IBX.

O Meta 11 Small Cap FIA alcançou rentabilidade de -6,48% versus -7,76% do benchmark SMLL em abril/24. Em 12 meses, o retorno acumulado do fundo chega a +20,38% versus +12,36% do SMLL. No ano de 2023, o fundo acumula - 11,11% versus -11,53% do referencial.

Abril foi um mês negativo para os principais mercados acionários mundiais, após a divulgação de dados de inflação e atividade mais fortes nos EUA, o que aumentou a probabilidade de uma postura mais conservadora do FED. No mercado brasileiro, também pesou a expectativa de menores cortes de juros pelo Copom em função da desconfiança fiscal (alteração da meta de resultado primário de 2025 pelo Governo) e alta do dólar e dos juros das *treasuries* americanas.

No setor de bancos, o destaque do mês foi o Santander Brasil, que apresentou um balanço referente ao primeiro trimestre de 2024 que agradou o mercado, após vários trimestres seguidos de decepções. Com isso suas *units* foram as únicas entre os grandes bancos que encerraram o mês no terreno positivo.

Os ativos mais sensíveis aos juros sofreram relevantes perdas no mês, como foi o caso do varejo e construção. No varejo, ainda teremos um primeiro trimestre mais difícil para algumas empresas, mas com tendência de melhora ao longo do ano. O ritmo de corte da Selic daqui para frente também deverá influenciar o desempenho das ações do setor. Exatamente a possível mudança de ritmo de afrouxamento de 0,5% para 0,25% pelo BC afetou a curva e esses segmentos na bolsa.

O setor de commodities acabou evitando uma maior queda do IBX no mês, principalmente devido à forte alta das ações da Petrobras. Os papéis da estatal foram positivamente influenciados pelo pagamento de metade dos dividendos extraordinários retidos e com o aceno quanto à possibilidade de liberação do restante no segundo semestre do ano. As ações da Vale também subiram no mês, embora em menor magnitude, decorrente da alta de 13,6% do preço do minério de ferro *Platts*, além da valorização do dólar. A alta da moeda norte-americana também beneficiou as ações da Gerdau.

Essa discrepância de melhor performance das ações de commodities (segurando o IBX e o Ibovespa) explica o diferencial de desempenho para as carteiras mais concentradas em papéis da economia local. Temos a convicção que, ao longo do tempo, esse diferencial se reverterá. Acreditamos que já em maio a bolsa (ex-Petrobras) poderá começar a

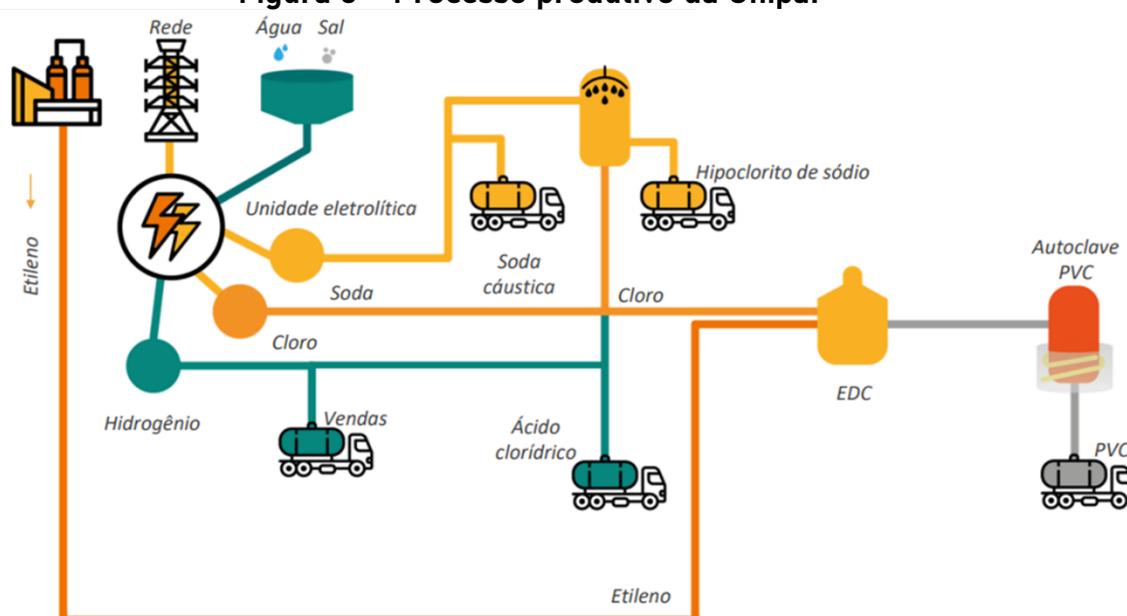
reagir, já que muito do cenário ruim parece estar já refletido nos preços das ações.

CASE DE INVESTIMENTO: UNIPAR – Uma mistura de valor & crescimento

Processo produtivo

A Unipar é uma das mais tradicionais e longevas empresas brasileiras. A companhia atua no setor químico e seus produtos são o cloro (e seus derivados), a soda cáustica e o PVC. Os produtos possuem processo produtivo complementar, conforme demonstrado abaixo. Entre seus principais insumos, estão o etileno, derivado do petróleo – e daí a sua exposição à *commodity* em custos –, além da água, do sal e da eletricidade.

Figura 6 – Processo produtivo da Unipar



Fonte: RI da Companhia

Em termos de *market-share*, a companhia ocupa a liderança na produção de cloro/soda na América do Sul e o sexto lugar quando olhamos para todo o continente americano. Já em relação ao PVC, a companhia é o segundo maior player na América do Sul, atrás da Braskem, ocupando a oitava posição em todo o continente.

Unidades fabris

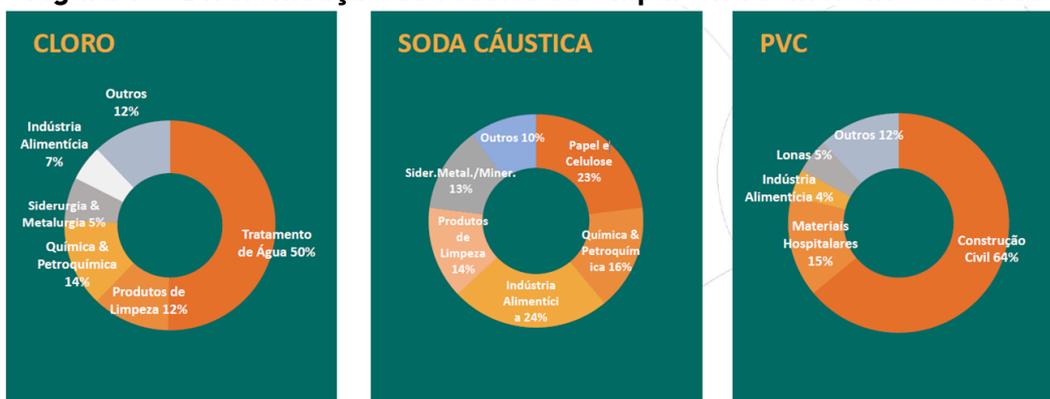
Suas principais plantas estão estrategicamente localizadas na região mais industrializada do Brasil, no estado de São Paulo: as unidades de Cubatão, planta mais antiga da companhia (produtora de cloro e soda) e de Santo André (cloro, soda e PVC). Além das plantas paulistas, a companhia possui

uma unidade fabril em Bahía Blanca (Argentina), fruto de aquisição em 2016 e, mais recentemente, a planta modular em Camaçari-BA, que visa o crescimento exponencial da demanda por materiais de tratamento pelo setor de saneamento. A capacidade de Camaçari pode se expandir a partir de baixo investimento marginal, dado o caráter modular da unidade.

Vetores de demanda da Unipar: universalização do atendimento de água e esgoto, *boom* da construção civil e fornecimento de insumo para mineração de lítio

A exposição na empresa alia uma boa forma de se aproveitar simultaneamente de alguns vetores de demanda. O primeiro deles é o aquecimento da atividade econômica brasileira em setores cíclicos, o segundo tem a ver com a resiliência de demanda em setores essenciais e com espaço para crescimento, tal qual o de saneamento, no caso do cloro. Por outro lado, como exemplo de exposição ao primeiro fator, destacamos o aquecimento do setor de construção civil nos próximos anos, cujos dados indicam um cenário de alta no ciclo, com boom de lançamentos. A boa performance desse segmento tende a trazer boas taxas de ocupação para a capacidade de PVC, que representa 2/3 da demanda do produto, o que se traduz em bom volume de vendas. Ademais, as plantas recebem demanda do setor de papel e celulose através do uso de soda para branqueamento de papel, como também de siderurgia & mineração, setor químico, indústrias alimentícias, de higiene e limpeza, farmacêutica, entre outras, mostrando boa diversificação de volumes.

Figura 7 – Diversificação da receita da Unipar entre diferentes setores

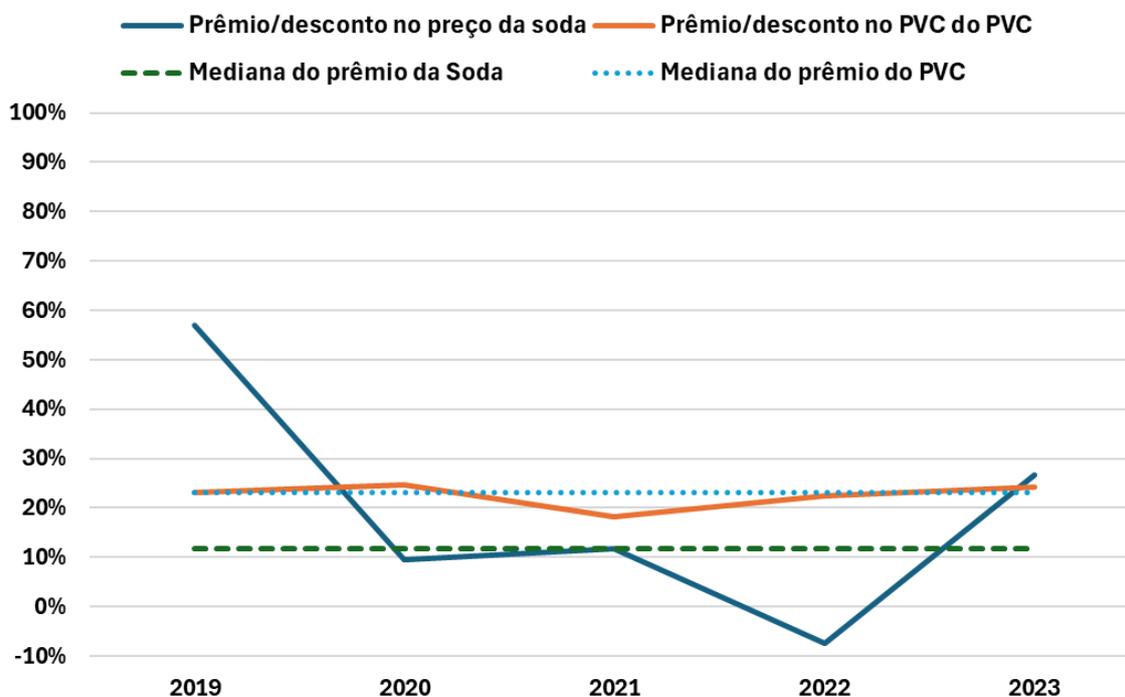


Fonte: RI da Companhia

Já em relação aos preços e *spreads* internacionais, realizamos estudo para estimar qual tem sido o prêmio que a Unipar tem praticado versus a média da negociação do PVC na Ásia e nos Estados Unidos, como também versus a cotação de soda cáustica. O resultado é que a companhia, em geral, pratica a preços 10 a 25% mais altos do que as commodities são negociadas. Atribuimos o poder de precificação da companhia à localização estratégica de suas plantas, à liderança de mercado e ao

relacionamento de confiança com os seus clientes. Essa qualidade, no nosso entender, possibilita que a companhia enfrente ciclos de preços mais suaves do que o restante do mercado, o que também traz algum conforto quanto à sua geração de caixa e longevidade.

Figura 8 – Prêmio estimado na venda da Soda e PVC versus commodities internacionais



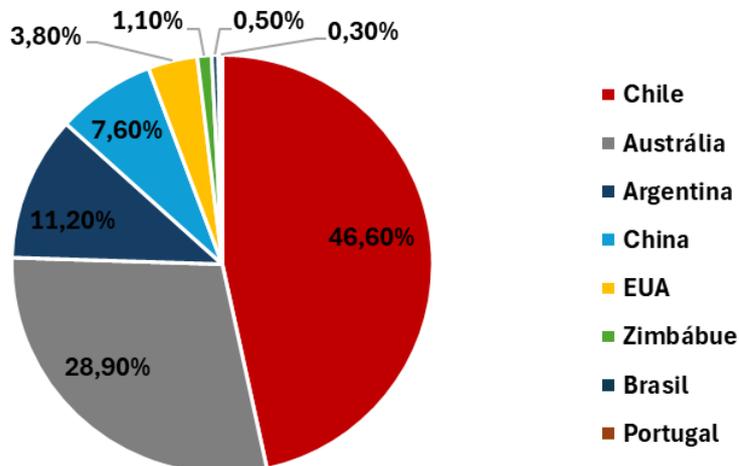
Fonte: Estimativas Meta Asset com dados da Bloomberg e da companhia

O segundo fator de exposição de demanda está ligado à resiliência de setores essenciais. Conforme citado, a demanda reside no uso de materiais químicos, como o cloro para o tratamento de água e esgoto, setor que representa 50% da receita de cloro e derivados. O crescimento nesse setor terá que existir para atender as metas de universalização estipuladas pelo Novo Marco do Saneamento, sobretudo no Nordeste, cuja situação é sabiamente mais emergencial. É importante elucidar que os produtos possuem certas restrições no armazenamento e no transporte em longas distâncias, dada sua condição corrosiva. Nesse sentido, há necessidade de que as plantas estejam relativamente próximas de seu destino, como é o caso da nova planta modular de Camaçari, na Bahia.

Há ainda um terceiro possível *driver* de crescimento de demanda para a companhia: o fornecimento de soda cáustica para a mineração de lítio. Chamado de “novo ouro branco” e uma das riquezas mais importantes do mundo contemporâneo, o metal tem sido progressivamente utilizado nas principais economias globais para produção de baterias e atraído investimentos para exploração do minério no Brasil. Segundo a Agência

Internacional de Energia, em 2022, a demanda por baterias de lítio no setor automotivo cresceu 65% a/a. O propulsor da demanda é a China. Para o lado da oferta, segundo dados do serviço geológico dos Estados Unidos, são 23 países que possuem reservas de lítio, em estoque que se aproxima dos 98 milhões de toneladas (setembro/2023). O Chile é o principal produtor global (com 46% da produção) e, aliado à Bolívia e à Argentina - onde a planta de Bahía Blanca se situa -, formam o chamado “Triângulo do Lítio”. Os três países, juntos, concentram 60% das reservas mundiais. A planta de Bahía Blanca, apesar de ainda não destinar soda para essa indústria, está estrategicamente localizada para fornecê-la no médio prazo e longo prazo. Quando olhamos para o cenário doméstico, o Serviço Geológico do Brasil estima que os estoques brasileiros representam aproximadamente 470 mil toneladas, algo em torno de 0,5% das reservas globais. A região mais promissora é o Vale do Jequitinhonha, em Minas Gerais, chamada de “Vale do Lítio”, cujas reservas do metal são relevantes e já tem atraído o investimento de empresas estrangeiras interessadas na exploração. O Brasil, inclusive, possui vantagem competitiva vis a vis a exploração nos países vizinhos dado que é realizada através das rochas de espodumênio, cuja concentração de lítio é dez vezes superior às das salmouras nos desertos do Triângulo do Lítio. Entendemos que a Unipar está bem-posicionada para ser um dos principais fornecedores dessa demanda.

Figura 4 – Representatividade de cada país na produção de lítio global



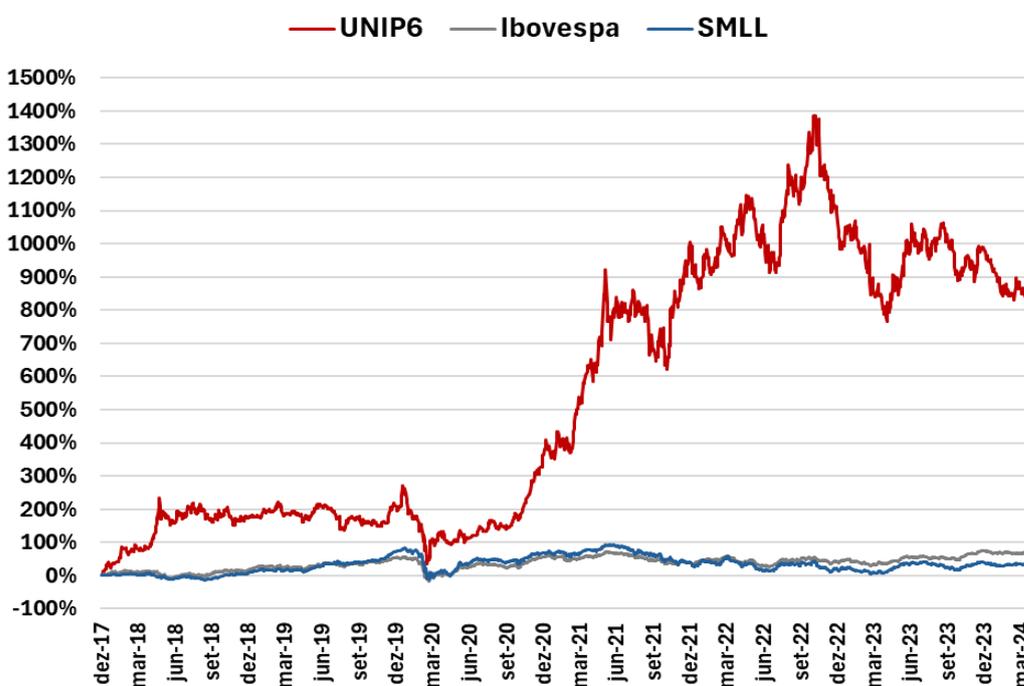
Fonte: RI da Companhia

Eficiência operacional e geração de valor

Ao longo das últimas décadas, e em especial nos últimos 10 anos, a companhia soube demonstrar excelente operação de suas atividades, com boa gestão financeira através dos ciclos, sabendo se comportar muito bem nos cenários de crise. Um bom reflexo disso é a utilização média de suas plantas, muito acima do restante do setor, segundo dados da Abiquim. Em 2023, a utilização da capacidade da companhia ficou em 81%, 3 p.p. abaixo de 2022, mesmo em cenário desafiador no setor químico, quando a utilização média do setor se situou ao redor dos 65%. Mesmo em cenários desafiadores, a companhia consegue entregar com tranquilidade um ROE próximo dos 20% a.a.

Mais do que um excelente *track record* operacional, a despeito dos ciclos, a Unipar possui boa percepção estratégica de seu setor, o que se traduziu em plantas bem localizadas e uma das mais estrondosas gerações de valor e remuneração de capital da bolsa brasileira. Acreditamos que os fundamentos relativos a seu posicionamento e inserção setorial não mudaram ao longo do desafiador ano de 2023. Pelo contrário, essa percepção se solidificou ainda mais uma vez que a companhia conseguiu reportar resultados resilientes, pagar bons dividendos e recomprar boa parte de seu capital.

Figura 5 – Retorno total de ação preferencial tipo B da Unipar vs Ibovespa vs SMLL, desde 2018

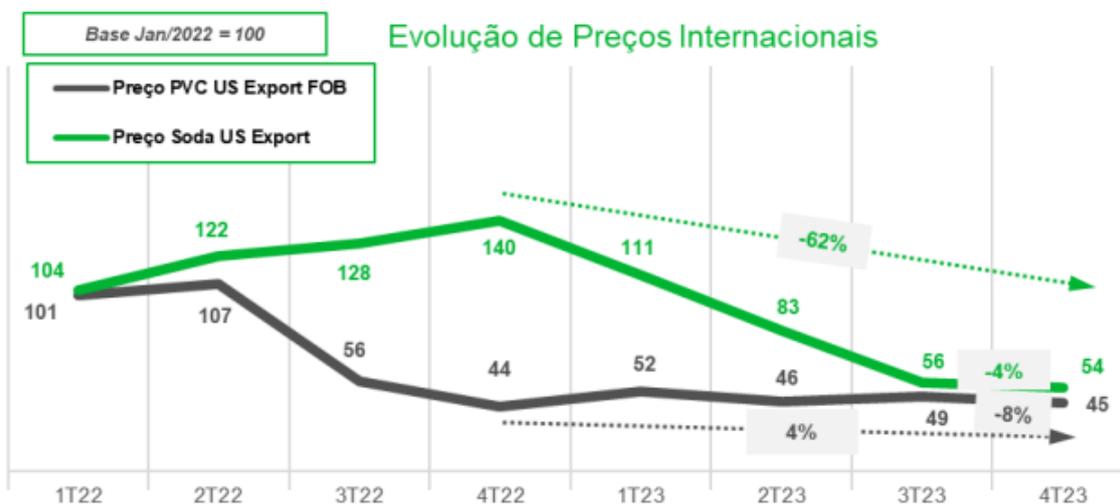


Fonte: Quantum Axis

Conjuntura setorial

Em 2022, muito em razão da Guerra Rússia-Ucrânia, houve forte impulso dos spreads petroquímicos ao redor do mundo, o que favoreceu os resultados da companhia, em ano de recordes históricos. Já em 2023, o ciclo foi negativamente afetado, com violenta correção de preços, bem como instabilidade política e econômica na Argentina. Em paralelo, também houve aumento da competição internacional sofrida pela empresa. Em nosso cenário base, de forma conservadora assumimos que a baixa do ciclo ainda deve persistir por alguns trimestres, o que, dado o excelente *track record* da companhia em gestão de crises, contudo, não significa que ela não apresentará resultados mais do que razoáveis versus o histórico. que serão capazes de fazer frente às suas principais alocações de capital. A mais recente consiste no investimento na modernização da tecnologia da planta de Cubatão, cuja inauguração está prevista para o 1º trimestre de 2025. Portanto, salientamos que, em nossa visão, estamos comprando ações da empresa em cenário de baixa do ciclo e, portanto, na alta de seus múltiplos, dado o resultado enfraquecido, que tende a se reverter em algum momento.

Figura 6 – Movimento dos preços das commodities PVC e Soda Cáustica nos últimos 2 anos

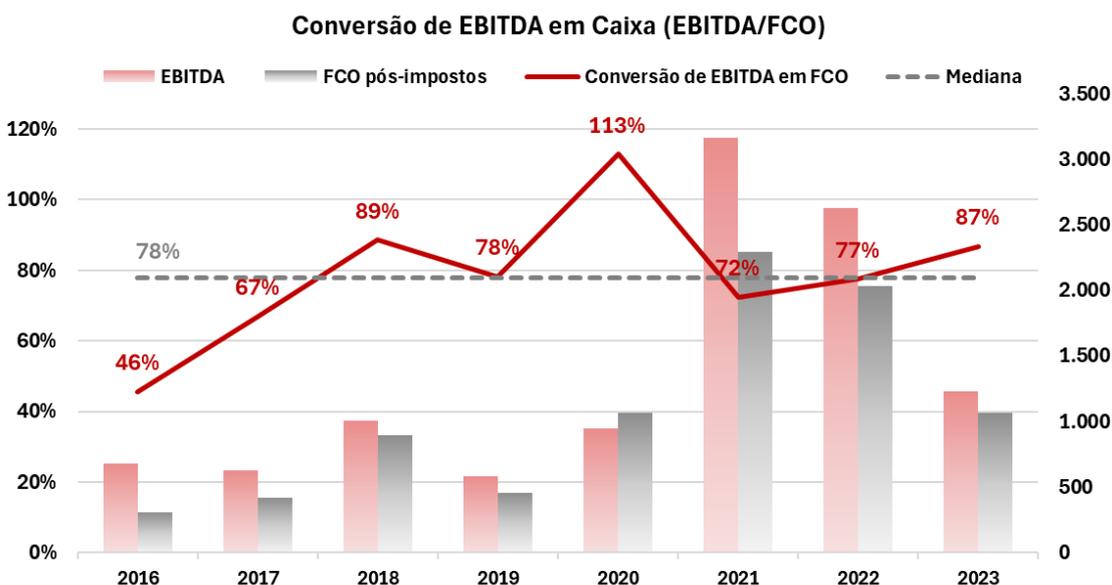


Cenário prospectivo

A Unipar historicamente possui uma alta conversão de EBITDA em geração de caixa operacional, uma mediana que representa 78% desde 2016, em nossas contas. Em geral, isso a permite tanto pagar dividendos robustos (aproximadamente 45% do lucro líquido entre *payout* e recompras em 2023, mesmo diante de cenário desafiador) e ainda assim manter o caixa líquido, como também a fará aumentar fortemente os seus investimentos, como já vem ocorrendo.

Recentemente, a companhia ampliou a capacidade de Santo André em 15%, antevendo cenários de alta na demanda, e está finalizando a planta modular de Camaçari. O principal projeto, contudo, é o investimento de mais de R\$ 1 bilhão na troca de tecnologia de mercúrio e diafragma por membrana na sua planta de Cubatão ao longo de 2024 e do próximo ano. A unificação da nova tecnologia, além de tornar o portfólio mais sustentável, atendendo a exigências ESG, é expressivamente mais eficiente em custos. A readequação do processo industrial de maneira “mais verde” permitirá também a reprecificação dos produtos. Além disso, o projeto poderá sofrer depreciação acelerada para efeitos de queda na alíquota tributária, incrementando ainda mais a geração de caixa operacional da companhia. Consideramos, então, que se trata de um projeto em que o mercado precifica mal a potencial geração de valor. Tratamos essa nossa visão construtiva como opcionalidade ao nosso investimento na empresa.

Figura 7 – Conversão do EBITDA em Fluxo de Caixa Operacional após impostos



Fonte: Dados da companhia

Valuation

Conforme mencionado, apesar de enxergamos múltiplos mais elevados para o curto prazo da companhia, que refletem resultados mais pressionados em função da baixa do ciclo, entendemos que nosso cenário base é conservador, com manutenção das cotações das commodities em baixo patamar por bastante tempo, além de não contar com as opcionalidades existentes. Ainda assim, enxergamos uma TIR real de 14% nessa nossa estimativa de trabalho. Qualidade de execução, retorno sobre o capital investido, situação financeira de muito conforto e rápida remuneração de acionistas via dividendos, nos fazem acreditar que a Unipar seja um excelente investimento na atual conjuntura.

Fundos de Ações	Data	Valor da Cota	Mês	No Ano	Últimos 12M	PL Atual (mil)	PL Médio 12M (mil)	Estratégia	Data de Início
META VALOR FIA	30/04/2024	2,60989500	-8,06%	-11,04%	2,03%	164.116	186.224	Ações IBrX Ativo	11/04/2006
IBX-100			-1,34%	-5,57%	21,16%				
IBOVESPA			-1,70%	-6,16%	20,58%				
META 11 SMALL CAP FIA	30/04/2024	0,97264471	-6,48%	-11,11%	20,38%	30.039	7.437	Ações Small Caps Ativo,	11/04/2022
Small			-7,76%	-11,53%	12,36%				
Total Estratégia Renda Variável						194.154	193.661		
Total AUM						194.154	193.661		

Indicadores	Data	Mês	No Ano	Últimos 12M
CDI	30/04/2024	0,89%	3,57%	12,38%
IPCA	30/04/2024	0,16%	1,98%	3,93%
IBrX - 100	30/04/2024	-4,99%	-4,99%	15,52%
SMLL	30/04/2024	-7,76%	-11,53%	12,36%

DATA DE ENVIO

02/05/2024

DATA DE REFERÊNCIA

30/04/2024

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



Gestão de Recursos

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

META VALOR

Taxa de Administração: 2,50% a.a.