

Uma troca em fevereiro: Sai RENT3 e entra SMFT3

Fevereiro 2024



Para fevereiro, estamos: **removendo Localiza (RENT3)** devido a preocupações com a queda nos preços de veículos seminovos; **e adicionando SmartFit (SMFT3)**, porque vemos uma combinação de: (i) fortes perspectivas de crescimento; (ii) baixo risco de execução, com a companhia bem posicionada para ser o consolidador desse mercado; e (iii) avenidas de crescimento alternativas.

Essa carteira de ações é composta por 10 papéis que são as top picks dos nossos analistas do Research XP. A carteira tem como objetivo superar o desempenho do Ibovespa no horizonte de longo prazo. A composição da carteira é analisada mensalmente pelos analistas.

Que tipos de empresas de buscamos? As principais características que buscamos nos papéis que compõem a carteira são: 1) visão de longo prazo; 2) diversificação setorial; 3) ações com valuation atraentes, ou seja, baratas em relação a seus pares; e 4) nomes com boas perspectivas de crescimento.

Desempenho. No mês de janeiro, a nossa carteira caiu 4,1% vs. um desempenho de -4,8% do Ibovespa.

Companhia	Ticker	Setor	Peso	Recomendação	Preço atual	Preço alvo	Upside	Valor de mercado (Bi)
Copel	CPLE6	Elétricas	10%	Restrito	R\$ 10,13	Restrito	Restrito	R\$ 28,8
Equatorial	EQTL3	Elétricas	10%	Compra	R\$ 35,43	R\$ 39,00	10%	R\$ 39,6
Iguatemi	IGTI11	Propriedades Comerciais	10%	Compra	R\$ 23,88	R\$ 28,00	17%	R\$ 3,8
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	15%	Compra	R\$ 32,78	R\$ 35,00	7%	R\$ 297,1
Petrório	PRI03	Óleo, Gás e Petroquímicos	10%	Compra	R\$ 43,93	R\$ 56,00	27%	R\$ 37,0
SmartFit	SMFT3	Varejo	10%	Compra	R\$ 24,25	R\$ 28,00	15%	R\$ 14,2
São Martinho	SMT03	Agro	5%	Compra	R\$ 28,19	R\$ 44,30	57%	R\$ 9,8
Sabesp	SBSP3	Saneamento	10%	Compra	R\$ 78,86	R\$ 80,00	1%	R\$ 53,9
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	10%	Neutro	R\$ 67,76	R\$ 73,00	8%	R\$ 291,6
Vivara	VIVA3	Varejo	10%	Compra	R\$ 33,80	R\$ 38,00	12%	R\$ 7,9

Fernando Ferreira
Estrategista-Chefe e Head do Research

Jennie Li
Estrategista de Ações

Research XP

Índice



3. Mudanças na carteira

4. Diversificação setorial e múltiplos

5. Desempenho

6. Ações

7. Copel (CPLE6)

8. Equatorial (EQTL3)

9. Iguatemi

10. Itaú Unibanco (ITUB4)

11. PetroRio (PRIO3)

12. Sabesp (SBSP3)

13. São Martinho (SMT03)

14. SmartFit (SMFT3)

15. Vale (VALE3)

16. Vivara (VIVA3)

Uma troca em fevereiro: Sai RENT3 e entra SMFT3

Estamos removendo Localiza (RENT3). Após algumas interações que tivemos com a Localiza no nosso evento Infra Conference, nós revisamos nossas expectativas de curto prazo para a companhia para refletir a piora nos fundamentos do segmento de Seminovos. Esperamos que as margens nesse segmento continuem pressionadas ao longo do ano, devido a uma maior depreciação da frota de carros usados, se traduzindo em um lucro líquido menor para a companhia. Isso implica em um valuation mais caro e menores expectativas de crescimento. Como resultado, recomendamos a retirada das ações RENT3 da carteira.

Em seu lugar, estamos **adicionando SmartFit (SMFT3)**, porque vemos uma combinação de: (i) fortes perspectivas de crescimento, com um crescimento de lucro líquido de +30% nos últimos 3 anos, apoiado pela ainda baixa penetração do mercado fitness na América Latina; (ii) baixo risco de execução, com a companhia bem posicionada para ser o consolidador desse mercado, com seu modelo vencedor de High Value Low Price e um forte histórico de execução; e (iii) avenidas de crescimento alternativas, através dos seus Studios e do Total Pass.

Diversificação setorial & Múltiplos

Uma troca em fevereiro: Sai RENT3 e entra SMFT3

A Carteira Top 10 XP tem uma exposição setorial diversificada, segundo as nossas perspectivas sobre o mercado. Os pesos de cada ação podem variar mês a mês, e seguem nossa convicção em relação à empresa e ao setor dado o cenário atual.

Figura 1: Diversificação setorial (% valor de mercado)

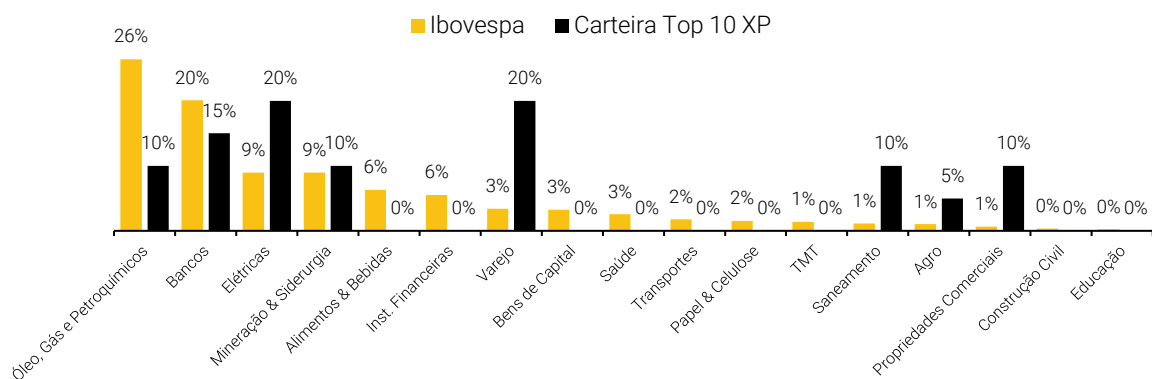


Figura 2: Carteira Top 10 XP

Companhia	Ticker	Setor	Peso	Recomendação	Preço atual	Preço-alvo	Upside	P/E		EV/EBITDA		Valor de mercado (Bi)
								2024	2025	2024	2025	
Copel	CPLE6	Elétricas	10%	Restrito	R\$ 10,13	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito	R\$ 28,8
Equatorial	EQTL3	Elétricas	10%	Compra	R\$ 35,43	R\$ 39,00	10%	18,0x	10,8x	7,2x	6,8x	R\$ 39,6
Iguatemi	IGTI11	Propriedades Comerciais	10%	Compra	R\$ 23,88	R\$ 28,00	17%	14,5x	11,4x	8,7x	4,3x	R\$ 3,8
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	15%	Compra	R\$ 32,78	R\$ 35,00	7%	8,5x	7,4x	1,6x*	1,4x*	R\$ 297,1
Petrório	PRI03	Óleo, Gás e Petroquímicos	10%	Compra	R\$ 43,93	R\$ 56,00	27%	8,2x	6,5x	4,1x	3,1x	R\$ 37,0
SmartFit	SMFT3	Varejo	10%	Compra	R\$ 24,25	R\$ 28,00	15%	30,1x	19,8x	9,7x	7,4x	R\$ 14,2
São Martinho	SMT03	Agro	5%	Compra	R\$ 28,19	R\$ 44,30	57%	7,4x	6,6x	3,4x	3,6x	R\$ 9,8
Sabesp	SBSP3	Saneamento	10%	Compra	R\$ 78,86	R\$ 80,00	1%	12,0x	14,4x	6,3x	5,9x	R\$ 53,9
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	10%	Neutro	R\$ 67,76	R\$ 73,00	8%	8,9x	10,9x	4,8x	5,7x	R\$ 291,6
Vivara	VIVA3	Varejo	10%	Compra	R\$ 33,80	R\$ 38,00	12%	17,7x	13,9x	13,1x	8,2x	R\$ 7,9

Figura 3: Desempenho da Carteira Top 10 XP vs. Ibovespa

	Desde o início	2024	Últimos 12 meses	jan-24	dez-23	nov-23	out-23	set-23	ago-23	jul-23	jun-23	mai-23	abr-23	mar-23	fev-23	2023	2022	2021	2020	2019	2018
Top 10 XP	60.5%	-4.1%	-0,4%	-4,1%	6,8%	9,3%	-3,8%	-0,2%	-7,5%	3,2%	9,4%	2,7%	-1,3%	-4,0%	-8,9%	5,8%	7,3%	-11,8%	-13,7%	48,1%	43,2%
Ibovespa	75.6%	-4.8%	+12,6%	-4,8%	5,4%	12,5%	-2,9%	0,7%	-5,1%	3,3%	9,0%	3,7%	2,5%	-2,9%	-7,5%	22,3%	4,7%	-11,9%	2,9%	31,6%	15,0%

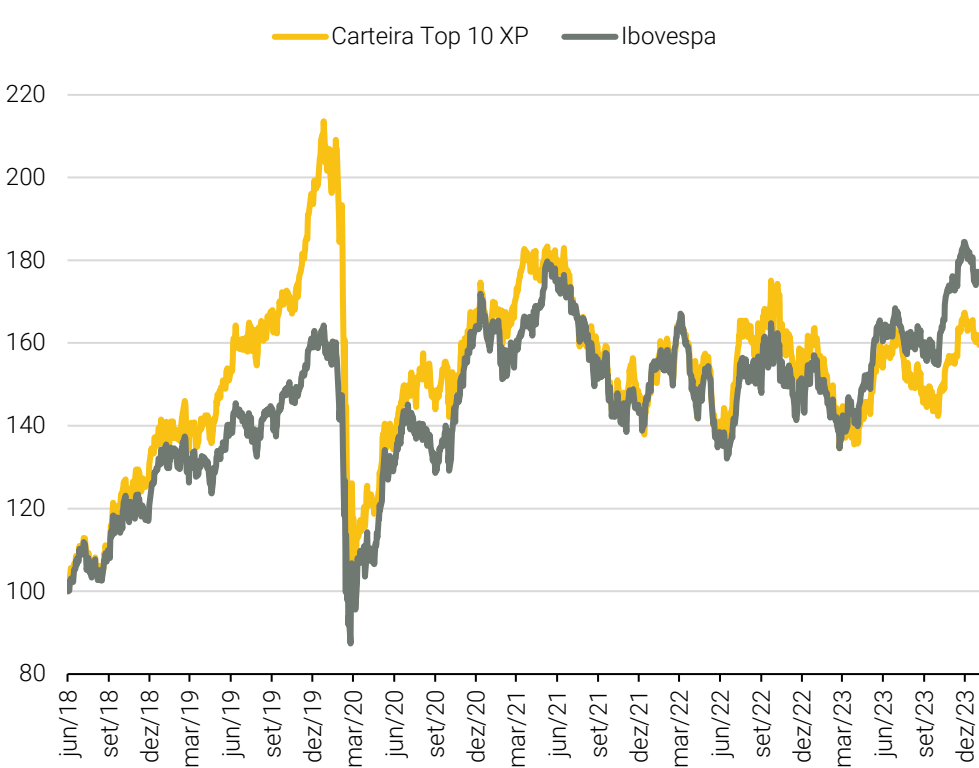
Figura 4: Desempenho de cada ativo

Companhia	Ticker	Sector	Peso	Data de entrada na carteira	Desempenho desde entrada	Desempenho no mês	Desempenho 2023
Copel	CPLE6	Elétricas	10%	mai/23	31,2%	-2,2%	-2,2%
Equatorial	EQTL3	Elétricas	10%	out/23	10,5%	-0,8%	-0,8%
Iguatemi	IGTI11	Propriedades Comerciais	10%	jan/24	-2,1%	-2,1%	-2,1%
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	15%	jul/22	56,9%	-3,5%	-3,5%
Localiza	RENT3	Transportes	10%	dez/23	-9,2%	-14,9%	-14,9%
Petrório	PRI03	Óleo, Gás e Petroquímicos	10%	mai/23	26,6%	-4,6%	-4,6%
Sabesp	SBSP3	Saneamento	10%	nov/23	35,1%	4,6%	4,6%
São Martinho	SMT03	Agro	5%	jan/24	-3,8%	-3,8%	-3,8%
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	10%	out/23	3,4%	-12,2%	-12,2%
Vivara	VIVA3	Varejo	10%	dez/23	13,7%	-1,3%	-1,3%

Figura 5: Indicadores de desempenho desde o início da carteira

Indicador	Top 10 XP	Ibovespa
Sharpe	-0,6	0,1
Volatilidade	18,2%	16,3%
Beta	1,0	

Figura 6: Desempenho da Carteira Top 10 XP vs. Ibovespa (100 = 30 jun. 2018)





Carteira Top 10 XP

Ações

Copel (CPLE6)

A mais nova empresa privatizada

Recomendação	Preço-alvo
Restrito	Restrito

Desempenho do último mês: *Restrito por compliance.*

Descrição da empresa: *Restrito por compliance.*

[Clique aqui](#) para saber mais sobre a nossa tese para CPLE6.



Ainda atraente depois de todos esses anos

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 39,00

A Equatorial teve um desempenho superior ao do Índice Ibovespa em janeiro. O imbróglio de renovação das concessões de distribuição avançou em janeiro, com o Tribunal de Contas da União autorizando o processo condicionado ao seu acompanhamento caso a caso. Após a decisão, o Ministério de Minas e Energia disse que iniciaria discussões com a Casa Civil para estabelecer diretrizes para a eventual renovação das concessões.

Redução de risco recente. O documento publicado pelo MME praticamente eliminou os riscos regulatórios relacionados à renovação das concessões. Portanto, considera-se que as concessões da EQTL Pará e da EQTL Maranhão serão renovadas por mais 30 anos, e seus atuais benefícios fiscais SUDAM/SUDENE permanecerão até o seu respectivo vencimento. Além disso, notícias recentes descartaram a possibilidade de aquisição da Enel-CE, o que poderia ser outra oportunidade de agregar valor, mas exigiria uma emissão de ações ou a venda de alguns dos seus ativos.

Potencial crescimento do consumo de energia. Para avaliar o crescimento potencial do consumo de energia nas concessões de distribuição da Equatorial, realizamos algumas análises de sensibilidade relacionadas à penetração de ar-condicionado. Assumindo um aumento de 20 p.p. na penetração de ar condicionado em cada concessão Equatorial, esperamos um crescimento de +4,5% no consumo total de energia.

Forte Desempenho Operacional. Os indicadores operacionais da Equatorial continuam apresentando forte desempenho. No entanto, ainda vemos *upsides* a serem capturados nas concessões adquiridas mais recentemente (CEA, CEEE-D e EQTL Goiás).

[Clique aqui para saber mais sobre a nossa tese para EQTL3.](#)



Momento sólido de resultados e *valuation* atrativo

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 28,00

Em janeiro, o Iguatemi superou o Ibovespa e a maioria de seus pares do setor, mas apresentou um desempenho negativo no mês. Em nossa opinião, o desempenho robusto das vendas dos lojistas relatado na prévia de vendas do 4T23 (clique [aqui](#) para obter mais detalhes) ajudou a empresa a superar seus pares e aumentou as expectativas de resultados melhores do que o esperado no 4T23. Assim, continuamos a ver um ambiente positivo para o IGTI daqui para frente, impulsionado principalmente por: (i) sólido desempenho de vendas dos lojistas, que deve levar a um crescimento da receita de aluguel por meio do aluguel excedente, compensando a dinâmica negativa do IGP-M; e (ii) perspectivas sólidas de taxas de ocupação e inadimplência líquida sob controle devem apoiar margens mais fortes à frente.

A Iguatemi é uma das maiores empresas de full service no setor de shopping centers no Brasil. Atualmente, a empresa possui 14 shopping centers, 2 outlets premium e 4 torres corporativas, totalizando aproximadamente 727 mil m² de ABL. O foco da empresa são os clientes das classes A e B nas regiões Sul, Sudeste e Centro-Oeste do país. Além disso, a empresa também está focada no desenvolvimento de projetos de uso misto em torno de seus shopping centers, para capturar sinergias entre esses projetos e seus shopping centers.

Portfólio dominante com sólido potencial de crescimento de aluguel. A Iguatemi possui um portfólio de shoppings dominantes e produtivos, focados principalmente em clientes de alta renda, que consideramos mais resilientes em um cenário macroeconômico desafiador com (i) taxas de juros mais altas; (ii) poder de compra do cliente sob pressão; e (iii) menor confiança do consumidor. Além disso, a forte exposição da Iguatemi ao segmento de alto padrão apoiou o crescimento das vendas significativamente acima da média geral do varejo, o que, em nossa opinião, aumentou a demanda dos lojistas por posicionamento no portfólio do IGTI. Embora ainda vejamos um cenário desafiador para o crescimento da receita em 2024, dado o efeito de ajuste do IGP-M ainda sob pressão, a Iguatemi parece estar bem posicionado para continuar a oferecer um crescimento de aluguel acima da inflação, ao mesmo tempo em que aumenta seu nível de ocupação, o que vemos como um impulsionador para um momento de resultados fortes à frente, com margens mais fortes apoiando um sólido crescimento do lucro líquido.

Potencial de crescimento principalmente por meio de aquisições e expansões; o desinvestimento em ativos não core pode ser um gatilho para as ações. Apesar da baixa visibilidade de novos *greenfields* (novas construções), vemos espaço para o crescimento da empresa por meio de aquisições de participações em shoppings próprios (ativos de terceiros são uma possibilidade, mas vemos a Iguatemi altamente seletiva em relação a novos alvos potenciais), bem como o desenvolvimento de novas expansões, torres corporativas e projetos de desenvolvimento imobiliário, dado seu vasto banco de terrenos próximos a seus shoppings. Além disso, um sólido posicionamento de caixa e uma perspectiva positiva de captação para os FIIs de Shoppings devem continuar apoiando um ambiente forte para fusões e aquisições, o que poderia ser um gatilho para a Iguatemi, abrindo espaço para desinvestimentos em ativos não core.

[Clique aqui para saber mais sobre a nossa tese para IGTI11.](#)



Um *player* bem posicionado e de qualidade

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 35,00

Em janeiro, as ações do Itaú Unibanco (ITUB4) caíram -3,5%, acima do IBOV (-4,8%) e abaixo do IFNC (-4,6%) no mesmo período, respectivamente. Vemos o desempenho do banco em linha com o setor e esperamos mais um forte resultado no 4T23. Também é importante notar, que ainda vemos a possibilidade de um dividendo extraordinário, dada ao excedente de capital, como um gatilho de curto prazo para as ações. Em geral, em comparação com outros setores, ainda vemos o setor financeiro bem posicionado devido à sua resiliência e à forte temporada de resultados. Do ponto de vista micro, vemos as seguintes diferenças: i) vemos o Itaú com uma taxa de cobertura muito saudável (e acima da média histórica), mantendo as taxas de inadimplência sob controle; ii) tem boa exposição às linhas de crédito ao consumidor, que estão crescendo rapidamente; iii) um histórico sólido de fusões e aquisições e parcerias; iv) valuation atrativo. Temos uma recomendação de Compra e um preço-alvo de R\$35,00 por ação para 2024.

O Itaú Unibanco é resultado da fusão de diversas instituições financeiras, mas em especial surge da fusão entre o Itaú com o Unibanco em 2008. Essas duas instituições foram fundadas em 1924 (Casa Moreira Salles) e 1943 (Banco Central de Crédito).

Desde a fundação, ambas as instituições se expandiram significativamente. Abriram novas verticais (Itaútec, Banco1.net e etc.) e escritórios em outros países (EUA, Portugal, Argentina e etc.), bem como com a aquisição de concorrentes (Banerj, Fininvest, Bandeirantes, Banestado, BBA Creditanstalt S.A., Banco Fiat S.A., AGF Brasil Seguros e etc.).

Após a fusão do Itaú Unibanco, eles se tornaram o maior banco brasileiro. No entanto, isso não interrompeu sua atividade de M&A. Eles adquiriram Citibank, Zup, XP, CorpBanca e assim por diante. Atualmente a ITUB está presente em 18 países, possui mais de R\$ 2,1 trilhões em ativos, mais de 100 mil funcionários e atende diferentes perfis (pessoas físicas e jurídicas) com empréstimos, banco de investimento, seguros, adquirência e etc.

Pronto para ser o líder em crédito. A combinação de seu histórico de rentabilidade líder no setor (decorrente de sua eficiência operacional e longo histórico de concessão de crédito) e forte exposição às linhas de crédito ao consumidor para pessoas físicas devem abrir o caminho para o Itaú liderar o setor na frente de crédito próximos anos. Vemos o banco como capaz de continuar crescendo sua carteira de crédito no curto prazo, mantendo sua inadimplência em níveis saudáveis, principalmente suportado pelo seu sólido histórico em ciclos econômicos anteriores.

Player de qualidade a um preço razoável. Embora suas ações historicamente sejam negociadas com um prêmio em relação ao seus pares, vemos seu *valuation* (7,4x P/L24 e 1,4x P/VP24 versus 8,1x e 0,9x para o Bradesco em 2024) como atraente principalmente devido ao seu forte desempenho, sendo capaz de gerar retornos expressivos (ROAEs), e sólido *momentum* de lucros.

[Clique aqui para saber mais sobre a nossa tese para ITUB4.](#)



Capitã dos mares brasileiros: Uma acumuladora de retornos de longo prazo

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 56,00

Em janeiro, a PRIO teve performance negativa (-4,6%), apesar da alta de ~9% nos preços do Brent, mas desempenho acima do índice Ibovespa (-4,8%). Atribuímos a performance sobretudo à notícia de paralisação das atividades do IBAMA, o que pode interferir na obtenção de licenças ambientais para empresa. Destacamos as boas perspectivas da PRIO para o ano de 2024, projetando uma maior produção com a entrada em operação da Wahoo e um alto FCL Yield (20,3%).

A PRIO é uma empresa Jr O&G focada na revitalização de campos offshore maduros no Brasil. A empresa foi fundada em 2008, originalmente para explorar ativos de petróleo e gás na Bacia do Solimões. Em 2009, a empresa mudou de nome para HRT e, um ano depois, seu IPO levantou R\$ 2,5 bilhões. Os recursos do IPO foram direcionados para a exploração de áreas de concessão na Bacia do Solimões e aquisição de ativos da Namíbia. Entre 2010 e 2013, a HRT realizou atividades exploratórias significativas, mas sem sucesso. Em 2014, a empresa passou por um processo de reestruturação liderado por um grupo de investidores internacionais e locais, incluindo Nelson Tanure, Roberto Monteiro e Emiliano Fernandes. Como resultado, a HRT mudou sua estratégia centrada na exploração para se concentrar na aquisição e redensolvimento de campos offshore maduros. No mesmo ano, a empresa adquiriu o campo de Polvo e mudou seu nome para PRIO. Esse foi o início de uma das reviravoltas mais bem-sucedidas da história da B3.

Nos anos seguintes, a PRIO iniciou intensa atividade de fusões e aquisições, adquirindo Manati, Frade, Tubarão Martelo, Wahoo, Itaipu e, mais recentemente, Albacora Leste, tornando-se uma das maiores produtoras de O&G do Brasil.

As ações da PRIO subiram agressivamente nos últimos anos, apoiadas não apenas pelo aumento vertiginoso na produção de O&G, mas também pela redução de custos e melhoria na geração de caixa. Olhando para frente, o crescimento inorgânico e a redução dos royalties são pontos positivos que não estão em nossos números. A seguir, apresentamos os principais destaques do caso:

Histórico comprovado na geração de valor para os acionistas: Desde seu turnaround, a PRIO vem mostrando um histórico notável em sua estratégia de crescimento por meio de M&, com foco na formação de clusters para manter altos retornos sobre o capital empregado (visando TIR desalavancada de USD +20%). Isso levou a retornos surpreendentes para os acionistas: o preço das ações se multiplicou por 34 vezes desde o início de 2014.

Crescimento : Produção para mais do que dobrar nos próximos anos com a aquisição da Albacora Leste, desdobramento dos planos de redensolvimento e desenvolvimento de Wahoo. Vemos PRIO como o melhor jogador Jr brasileiro para continuar crescendo com retornos maiores para os próximos anos.

Produtor de baixo custo: O controle efetivo de custos e a captura de sinergias permitiram à PRIO reduzir seu custo de elevação de ~US\$ 40/bbl em 2017 para ~11/bbl. Nos anos seguintes, devido ao aumento da produção, podemos ver que variam em torno de ~US\$ 6/bbl.

[Clique aqui para saber mais sobre a nossa tese para PRIO3.](#)



Barata em todos os cenários

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 80,00

A Sabesp teve um desempenho superior ao Índice Ibovespa em janeiro ainda na esteira da expectativa de privatização. Sem nenhum avanço no processo em janeiro, a expectativa é que tenhamos diretrizes regulatórias para o processo nas próximas semanas. Continuamos sendo muito construtivos com o case.

A privatização é a principal alavanca. O calendário é apertado, mas o governo tem conseguido manter-se no caminho certo. A “Fase 1” que está curso, envolve definições relativas à regulação, governança corporativa e aprovações políticas a nível estatal, provavelmente terminará a tempo. A segunda fase deverá ocorrer até meados de 2024 e culminará com a privatização da Companhia. Como etapas anteriores, exigirá a aprovação final dos municípios, definições da oferta de ações e roadshow a potenciais investidores. No relatório, discutimos os últimos desenvolvimentos na frente política e as potenciais melhorias regulatórias que podem ser implementadas.

O processo de turnaround é outra alavanca relevante. A empresa já realizou um programa de demissão voluntária, ao qual aderiram 1.862 colaboradores. Existem diversas iniciativas para reduzir custos, das quais destacamos a criação de uma área de serviços compartilhados que deverá reduzir a redundância nas suas unidades de negócio regionais. Além disso, vemos movimentos positivos na criação de uma área regulatória e na definição de uma política de hedge cambial. Apesar da privatização, esperamos que a Sabesp apresente melhores resultados operacionais, num movimento semelhante ao que vimos com outras empresas estatais como Cemig, Copel e Petrobras.

Nossa avaliação pressupõe 50% de chance de privatização da empresa, representando um preço-alvo de R\$ 80,0/ação.

[Clique aqui para saber mais sobre a nossa tese para SBSP3.](#)



Melhor papel para aproveitar as boas marés de Açúcar & Etanol

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 44,30

Em janeiro, as ações da São Martinho caíram 3.8%, outperformando o IBOV. Nos últimos dias, o papel subiu, refletindo aumento nos preços de Açúcar e Etanol. Temos uma visão positiva para a SMT03 devido a (i) melhores produtividades que devem levar a uma maior diluição de custos; (ii) forte momentum nos lucros olhando pra frente; e (iii) a perspectiva de oferta e demanda de Açúcar continua apertada e esperamos que os preços se recuperem.

Atingindo o potencial máximo mais rápido do que o previsto. O clima favorável está levando a melhores produtividades para todos os players do setor. Como benchmark do setor, esperamos a mesma tendência para a São Martinho, o que deve levar a empresa a atingir seu potencial máximo de moagem de cana-de-açúcar de 23 milhões de toneladas na safra 24/25 (em comparação com nossa estimativa anterior de 21,8 milhões de toneladas).

Estratégia de hedge assertiva. Em nossa opinião, a São Martinho aproveitou melhor do que seus pares o recente aumento nos preços do açúcar devido a uma estratégia de hedge mais assertiva. Como resultado, aumentamos nossas estimativas de preços do açúcar em 15% e 8% em 2024/25 e 2025/2026, respectivamente, além de elevar nossa curva estrutural de preços do açúcar no longo prazo.

O etanol ainda está atrasado, mas o pior cenário já foi precificado. Como mencionamos, o grande ponto de interrogação hoje é quão assertiva será a estratégia das empresas de adiar as vendas de etanol para a entressafra, especialmente porque os pares seguiram a mesma estratégia e os estoques de etanol continuam a aumentar.

Reduzimos significativamente nossas estimativas de preço do etanol e agora temos preços médios de R\$ 2,696/m³ e R\$ 2,717/m³ em 2023/24 e 2024/25, respectivamente.

[Clique aqui para saber mais sobre a nossa tese para SMT03.](#)



Consolidando o mercado fitness na América Latina

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 28,00

Em janeiro, a SmartFit performou abaixo do Ibovespa, apesar de reportar um nível recorde de expansões no 4T (+132 adições, sendo +78 apenas em dezembro), uma vez que pode gerar pressão sobre as margens do 4T devido a despesas pré-operacionais, porém abre espaço para um forte 1T pela frente. Continuamos otimistas com as perspectivas de crescimento da empresa e, portanto, mantemos nossa recomendação de Compra e preço-alvo de R\$28,0/ação.

Saúde, bem-estar e fitness ganharam relevância no mundo pós-Covid. Vemos tendências estruturais favoráveis para o setor de esportes/fitness, com a pandemia servindo como um acelerador, pois (i) acreditamos que ela mudou a forma como as pessoas cuidam de sua saúde, passando de uma abordagem paliativa para uma preventiva; (ii) a atividade física emergiu como uma atividade social, com os esportes ao ar livre ganhando espaço; e (iii) os consumidores começaram a se preocupar mais com o bem-estar mental, com terapia e atividade física, enquanto a penetração de membros de academia na América Latina é baixa (2-5%) vs. países desenvolvidos (12-20+%).

O modelo de negócio da SmartFit (High Value, Low Price) é o vencedor a longo prazo no segmento, com todos os líderes de mercado globais focados no modelo, dado o seu custo/benefício atrativo, com preços baixos, mas uma proposta de valor sólida, enquanto a nossa análise indica que é um modelo rentável, uma vez que a margem EBITDA 4-wall da academia madura da SMFT é de 52% com ROIC um pouco abaixo dos 20%, enquanto a empresa tem alavancas para sustentar/melhorar esta rentabilidade através da otimização de custos / Capex, maior penetração de membros do plano black (assinatura premium), ajustes de layout de loja e maior produtividade da loja.

Há muito espaço ainda a ser preenchido pela SMFT. Acreditamos que a SMFT poderia duplicar a sua presença no Brasil, estimando um potencial de mais de 1,2 mil academias apenas no Brasil, que já é o país com a maior capilaridade, enquanto outros países da América Latina têm menor penetração de academias e a presença da SMFT nesses países é menos de metade da do Brasil.

Os Studios e o TotalPass são alternativas de crescimento. Atualmente, a SMFT opera através de três modelos principais: (i) HVLP através da marca Smartfit; (ii) Academias Premium através da BioRitmo; e (iii) Studios nichados, através de cinco marcas: Race Bootcamp (treinos aeróbicos de alta intensidade), Vidya (aulas de Yoga), TORQ (aulas de BTT em que os participantes lutam entre si), Tonus Gym (musculação) e Jab House (aulas de boxe), localizados em shoppings, ruas ou dentro das academias BioRitmo, totalizando 15 unidades. Em termos de preço, as aulas avulsas custam a partir de R\$ 35,0, enquanto a oferta multi-clubes ainda está em fase de estruturação. Estimamos que exista um potencial de até ~250 Studios no país, com base nas métricas da Velocity.

[Clique aqui para saber mais sobre a nossa tese para SMT03.](#)

Iniciativas promissoras de LP, junto com o bom momentum do minério de ferro

Recomendação	Preço-alvo
Neutro	R\$ 73,00

Para a Vale, esperamos: (i) preços mais altos do minério de ferro, devido aos estoques mais baixos de aço e minério de ferro em toda a cadeia, principalmente devido ao aumento da produção de aço na China; (ii) o estímulo econômico chinês anunciado desde outubro de 2023 terá impacto positivo na demanda por aço; e (iii) um *valuation* descontado, pois vemos a Vale sendo negociada com um desconto de 23% no EV/EBITDA em relação aos principais mineradores de minério de ferro (Rio Tinto, BHP e FMG), e vemos a empresa precificando o minério de ferro com um desconto de ~25% em relação aos preços à vista do minério de ferro.

Um portfólio completo de mineração. Fundada em 1942 como uma empresa estatal, a Vale atua atualmente em mais de 20 países com foco em soluções de minério de ferro para siderúrgicas e operações de metais básicos para fins de transição energética. Suas operações de minério de ferro abrangem diversos locais de mineração distribuídos em três sistemas nos estados do Pará e Minas Gerais no Brasil, com foco cada vez maior em produtos pelotizados, com um sistema logístico integrado em todas as suas operações. Além disso, suas operações de metais básicos compreendem níquel, cobre e outros subprodutos, com unidades no Brasil, Canadá, Indonésia, Reino Unido e Omã.

Desinvestimentos recentes demonstram disciplina na alocação de capital. Observamos que a Vale tem estado recentemente mais focada em seu negócio principal de minério de ferro e no desenvolvimento de sua plataforma de metais básicos, desinvestindo em ativos não essenciais. A esse respeito, notamos que no horizonte 2020-22, a empresa angariou mais de ~US\$ 8 mil milhões em vendas de ativos, incluindo a sua participação de 50% na CSP em Março de 23, ativos de carvão em Moçambique em Abril de 22 e a sua operações de níquel na Nova Caledônia em março de 21.

Prêmio de qualidade e retomada da produção à frente. Esperamos que prêmios de maior qualidade reduzam o desconto da Vale quando comparado aos pares, em termos de EV/EBITDA. Em nossa visão, a retomada da produção poderá levar a Vale a um nível de produção normalizada mais elevado nos próximos anos.

Vemos iniciativas promissoras na divisão de minério de ferro. Apesar de uma premissa mais baixa para os preços das commodities no futuro, esperamos que a Vale se beneficie de notas e prêmios mais elevados nos próximos anos. Esperamos que a empresa não apenas aumente seus níveis de produção em complexos de alta qualidade (destaque para Carajás), mas também aumente a relevância dos produtos aglomerados (pelotas e briquetes) dada a crescente demanda por produtos mais sustentáveis na indústria siderúrgica.

Valuation atraente. Em nossa opinião, a Vale está negociando a 4,8x EV/EBITDA 2023E, abaixo de sua média histórica, e esperamos que essa diferença diminua daqui para frente, dada a distribuição de dividendos dada a forte geração de caixa e melhores práticas ambientais, sociais e econômicas.

[Clique aqui para saber mais sobre a nossa tese para VALE3.](#)



Um diamante bruto

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 38,00

Em janeiro, as ações da Vivara desempenharam acima do Ibovespa, provavelmente explicada pelos fortes resultados preliminares do 4T divulgados (+24% A/A, leia mais [aqui](#)), além do perfil defensivo da companhia em meio a um ambiente ainda averso ao risco. Nos mantemos construtivos com as perspectivas de crescimento e dinâmica de margem da companhia. Mantemos nossa recomendação de Compra e preço-alvo de R\$38,00/ação, com o nome como uma das nossas top picks no setor.

Uma de nossas preferências para 2023 no varejo brasileiro. Nossa visão construtiva é pautada por cinco pilares: i) player resiliente em meio a um cenário macro desafiador dado posicionamento em alta renda, enquanto o mercado joalheiro tende a ser menos volátil em relação a outros segmentos discricionários devido à sua proposta de valor; ii) acreditamos que a Vivara deve liderar a consolidação do mercado por suas marcas fortes e estrutura verticalizada; iii) o momento de resultados deve permanecer sólido, apesar do macro; iv) vemos baixo risco de execução na expansão de Life, dado o cenário competitivo fraco e resultados iniciais já fortes, sendo um motor de crescimento e rentabilidade; e v) valuation atrativo em 14,7x P/L 2024e, que vemos como assimétrico frente aos fortes resultados, mas potencialmente explicado pela baixa liquidez da ação.

Líder de mercado, mas deve continuar ganhando espaço. A Vivara se destaca como líder no segmento de joalheria, com cerca de 16-18% do mercado formal endereçável, seguida pela H. Stern e Monte Carlo, que estão muito atrás em termos de participação de mercado. Portanto, vemos muito espaço para consolidação e acreditamos que a concorrência não será um problema para a Vivara. A empresa focou nos últimos tempos seus esforços e prioridades na expansão da Life, a marca de joias de prata do grupo.

Expansão orgânica da Life como a principal alavanca de crescimento e rentabilidade. A empresa deve abrir de 55 a 60 lojas em 2023 (principalmente com foco em Life), mas com potencial de se igualar ou até superar a Vivara (243 lojas) no longo prazo. Embora a VIVA tenha uma participação de aproximadamente 16-18% no mercado brasileiro (formal) de joias, a Life tem apenas aproximadamente 5%, enquanto os concorrentes estão ficando para trás em termos de tamanho, saúde financeira e/ou poder de marca.

Atualizações importantes no Investor Day: a canibalização entre lojas não é uma preocupação. Para responder à preocupação dos investidores sobre a canibalização entre as novas lojas da Life e a Vivara, a empresa trouxe mais informações sobre os resultados de ambas as marcas após a abertura de uma loja da Life no mesmo shopping, e a conclusão é que, embora a participação da Life na loja da Vivara diminua quando a empresa abre uma nova loja Life no mesmo shopping, isso é mais do que compensado pelo desempenho da loja independente da Life, enquanto as vendas da Vivara também crescem dado o foco em produtos de ouro. Pensando nisso, vimos recentemente que o desempenho da Life tem superado as expectativas, levando a empresa a revisar a expectativa de resultados de lojas maduras para uma média de vendas de R\$ 5,1 milhões (+28%), Margem EBITDA da loja em 43% (+4,50p.p.) e ROIC em 54% (+14,4p.p.).

Curto prazo continua sólido e novas avenidas de crescimento estão no radar. Segundo Otávio Lyra, CFO da VIVA, os resultados da empresa seguem sólidos, com indícios positivos no início do ano. Olhando para 2023 fechado, a expansão da Life deve ser o principal motor de crescimento da receita (+15-20% A/A) e da expansão de margem bruta, que deve mitigar parte da pressão com despesas gerais e administrativas devido à forte abertura de lojas. Olhando para as alternativas de novas avenidas de crescimento daqui para frente, a empresa vê espaço para expandir seu (i) posicionamento de mercado (em alto e/ou baixo custo), (ii) presença geográfica; e (iii) portfólio em outras categorias de produtos/acessórios pessoais.

[Clique aqui para saber mais sobre a nossa tese para VIVA3.](#)



- 1) Este relatório de análise foi elaborado pela XP Investimentos CCTVM S.A. ("XP Investimentos ou XP") de acordo com todas as exigências previstas na Resolução CVM 20/2021, tem como objetivo fornecer informações que possam auxiliar o investidor a tomar sua própria decisão de investimento, não constituindo qualquer tipo de oferta ou solicitação de compra e/ou venda de qualquer produto. As informações contidas neste relatório são consideradas válidas na data de sua divulgação e foram obtidas de fontes públicas. A XP Investimentos não se responsabiliza por qualquer decisão tomada pelo cliente com base no presente relatório.
- 2) Este relatório foi elaborado considerando a classificação de risco dos produtos de modo a gerar resultados de alocação para cada perfil de investidor.
- 3) O(s) signatário(s) deste relatório declara(m) que as recomendações refletem única e exclusivamente suas análises e opiniões pessoais, que foram produzidas de forma independente, inclusive em relação à XP Investimentos e que estão sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado, e que sua(s) remuneração(es) é(são) indiretamente influenciada por receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela XP Investimentos.
- 4) O analista responsável pelo conteúdo deste relatório e pelo cumprimento da Resolução CVM nº 20/2021 está indicado acima, sendo que, caso constem a indicação de mais um analista no relatório, o responsável será o primeiro analista credenciado a ser mencionado no relatório.
- 5) Os analistas da XP Investimentos estão obrigados ao cumprimento de todas as regras previstas no Código de Conduta da APIMEC para o Analista de Valores Mobiliários e na Política de Conduta dos Analistas de Valores Mobiliários da XP Investimentos.
- 6) O atendimento de nossos clientes é realizado por empregados da XP Investimentos ou por agentes autônomos de investimento que desempenham suas atividades por meio da XP, em conformidade com a Resolução CVM nº 16/2021, os quais encontram-se registrados na Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários – ANCORD. O agente autônomo de investimento não pode realizar consultoria, administração ou gestão de patrimônio de clientes, devendo atuar como intermediário e solicitar autorização prévia do cliente para a realização de qualquer operação no mercado de capitais.
- 7) Para fins de verificação da adequação do perfil do investidor aos serviços e produtos de investimento oferecidos pela XP Investimentos, utilizamos a metodologia de adequação dos produtos por portfólio, nos termos das Regras e Procedimentos ANBIMA de Suitability nº 01 e do Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Distribuição de Produtos de Investimento. Essa metodologia consiste em atribuir uma pontuação máxima de risco para cada perfil de investidor (conservador, moderado e agressivo), bem como uma pontuação de risco para cada um dos produtos oferecidos pela XP Investimentos, de modo que todos os clientes possam ter acesso a todos os produtos, desde que dentro das quantidades e limites da pontuação de risco definidas para o seu perfil. Antes de aplicar nos produtos e/ou contratar os serviços objeto deste material, é importante que você verifique se a sua pontuação de risco atual comporta a aplicação nos produtos e/ou a contratação dos serviços em questão, bem como se há limitações de volume, concentração e/ou quantidade para a aplicação desejada. Você pode consultar essas informações diretamente no momento da transmissão da sua ordem ou, ainda, consultando o risco geral da sua carteira na tela de carteira (Visão Risco). Caso a sua pontuação de risco atual não comporte a aplicação/contratação pretendida, ou caso existam limitações em relação à quantidade e/ou volume financeiro para a referida aplicação/contratação, isto significa que, com base na composição atual da sua carteira, esta aplicação/contratação não está adequada ao seu perfil. Em caso de dúvidas sobre o processo de adequação dos produtos oferecidos pela XP Investimentos ao seu perfil de investidor, consulte o FAQ. As condições de mercado, mudanças climáticas e o cenário macroeconômico podem afetar o desempenho do investimento.
- 8) A rentabilidade de produtos financeiros pode apresentar variações e seu preço ou valor pode aumentar ou diminuir num curto espaço de tempo. Os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. As informações presentes neste material são baseadas em simulações e os resultados reais poderão ser significativamente diferentes.
- 9) Este relatório é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamento da XP Investimentos, incluindo agentes autônomos da XP e clientes da XP, podendo também ser divulgado no site da XP. Fica proibida sua reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso da XP Investimentos.
- 10) SAC. 0800 77 20202. A Ouvidoria da XP Investimentos tem a missão de servir de canal de contato sempre que os clientes que não se sentirem satisfeitos com as soluções dadas pela empresa aos seus problemas. O contato pode ser realizado por meio do telefone: 0800 722 3710.
- 11) O custo da operação e a política de cobrança estão definidos nas tabelas de custos operacionais disponibilizadas no site da XP Investimentos: www.xpi.com.br.
- 12) A XP Investimentos se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste relatório ou seu conteúdo.
- 13) A Avaliação Técnica e a Avaliação de Fundamentos seguem diferentes metodologias de análise. A Análise Técnica é executada seguindo conceitos como tendência, suporte, resistência, candles, volumes, médias móveis entre outros. Já a Análise Fundamentalista utiliza como informação os resultados divulgados pelas companhias emissoras e suas projeções. Desta forma, as opiniões dos Analistas Fundamentalistas, que buscam os melhores retornos dadas as condições de mercado, o cenário macroeconômico e os eventos específicos da empresa e do setor, podem divergir das opiniões dos Analistas Técnicos, que visam identificar os movimentos mais prováveis dos preços dos ativos, com utilização de "stops" para limitar as possíveis perdas.
- 14) Ação é uma fração do capital de uma empresa que é negociada no mercado. É um título de renda variável, ou seja, um investimento no qual a rentabilidade não é preestabelecida, varia conforme as cotações de mercado. O investimento em ações é um investimento de alto risco e os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros e nenhuma declaração ou garantia, de forma expressa ou implícita, é feita neste material em relação a desempenhos. As condições de mercado, o cenário macroeconômico, os eventos específicos da empresa e do setor podem afetar o desempenho do investimento, podendo resultar até mesmo em significativas perdas patrimoniais. A duração recomendada para o investimento é de médio-longo prazo. Não há quaisquer garantias sobre o patrimônio do cliente neste tipo de produto
- 15) O investimento em opções é preferencialmente indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. No mercado de opções, são negociados direitos de compra ou venda de um bem por preço fixado em data futura, devendo o adquirente do direito negociado pagar um prêmio ao vendedor tal como num acordo seguro. As operações com esses derivativos são consideradas de risco muito alto por apresentarem altas relações de risco e retorno e algumas posições apresentarem a possibilidade de perdas superiores ao capital investido. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto.
- 16) O investimento em termos são contratos para compra ou a venda de uma determinada quantidade de ações, a um preço fixado, para liquidação em prazo determinado. O prazo do contrato a Termo é livremente escolhido pelos investidores, obedecendo o prazo mínimo de 16 dias e máximo de 999 dias corridos. O preço será o valor da ação adicionado de uma parcela correspondente aos juros – que são fixados livremente em mercado, em função do prazo do contrato. Toda transação a termo requer um depósito de garantia. Essas garantias são prestadas em duas formas: cobertura ou margem.
- 17) O investimento em Mercados Futuros embute riscos de perdas patrimoniais significativos. Commodity é um objeto ou determinante de preço de um contrato futuro ou outro instrumento derivativo, podendo consubstanciar um índice, uma taxa, um valor mobiliário ou produto físico. É um investimento de risco muito alto, que contempla a possibilidade de oscilação de preço devido à utilização de alavancagem financeira. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto. As condições de mercado, mudanças climáticas e o cenário macroeconômico podem afetar o desempenho do investimento.
- 18) ESTA INSTITUIÇÃO É ADERENTE AO CÓDIGO ANBIMA DE REGULAÇÃO E MELHORES PRÁTICAS PARA ATIVIDADE DE DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS DE INVESTIMENTO NO VAREJO.

