

Saem ASAI3, RENT3 e entram GMAT3, SBSP3; reduzimos peso de PETR3 e aumentamos VALE3

Novembro 2023



Para novembro, estamos: (i) **reduzindo o peso de Petrobras (PETR4) para 7,5%** pois estamos marginalmente menos otimistas após as recentes mudanças apresentadas pela empresa, e **aumentamos Vale (VALE3) para 7,5%**; (ii) **trocando Assaí (ASAI3) por Grupo Mateus (GMAT3)** devido ao seu *valuation* mais atrativo; e (iii) **retirando Localiza (RENT3)** por uma visão macro mais dura no curto prazo, e assimetrias mais positivas na dinâmica de lucros de outras empresas, e **adicionando Sabesp (SBSP3)** por uma visão construtiva com o processo de privatização e perspectivas de melhora operacional da empresa.

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 outubro, a nossa carteira caiu -3,8% vs. um desempenho de -2,9% do Ibovespa. Desde seu início em julho de 2018, a carteira se valorizou em +43,3%, enquanto o Ibovespa +55,5%.

Companhia	Ticker	Setor	Peso	Recomendação	Preço atual	Preço alvo	Upside	Valor de mercado (Bi)
Copel	CPLE6	Elétricas	10%	Restrito	R\$ 8,39	Restrito	Restrito	R\$ 24,4
Equatorial	EQTL3	Elétricas	10%	Compra	R\$ 31,60	R\$ 39,00	23%	R\$ 36,2
Grupo Mateus	GMAT3	Varejo	10%	Compra	R\$ 5,82	R\$ 9,00	55%	R\$ 12,9
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	15%	Compra	R\$ 26,82	R\$ 35,00	30%	R\$ 242,5
M. Dias	MDIA3	Alimentos & Bebidas	10%	Compra	R\$ 32,59	R\$ 48,40	49%	R\$ 11,0
Petrobras	PETR4	Óleo, Gás e Petroquímicos	7,5%	Compra	R\$ 34,74	R\$ 36,70	6%	R\$ 476,2
Petrório	PRI03	Óleo, Gás e Petroquímicos	10%	Compra	R\$ 47,70	R\$ 56,00	17%	R\$ 39,9
Rumo	RAIL3	Transportes	10%	Compra	R\$ 22,31	R\$ 27,00	21%	R\$ 41,4
Sabesp	SBSP3	Saneamento	10%	Compra	R\$ 58,37	R\$ 80,00	37%	R\$ 39,9
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	7,5%	Neutro	R\$ 69,00	R\$ 73,00	6%	R\$ 296,9

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. Grupo Mateus (GMAT3)

10. Itaú Unibanco (ITUB4)

11. M. Dias (MDIA3)

12. Petrobras (PETR4)

13. PetroRio (PRIO3)

14. Rumo (RAIL3)

15. Sabesp (SBSP3)

16. Vale (VALE3)

## Saem ASAI3, RENT3 e entram GMAT3, SBSP3; reduzimos peso de PETR3 e aumentamos VALE3

**Estamos substituindo o Assaí (ASAI3) pelo Grupo Mateus (GMAT3)** por valuation, já que o GMAT recentemente teve um desempenho inferior aos seus pares devido às expectativas mais fracas em relação ao 3T e aos crescentes riscos fiscais e agora é a varejista alimentar mais barata da nossa cobertura, enquanto esperamos que a companhia continue a entregar resultados sólidos no futuro. Embora removemos o ASAI, continuamos positivos com a tese, uma vez que i) a dinâmica de resultados deve melhorar, sendo o terceiro trimestre potencialmente o ponto de inflexão; ii) a desalavancagem deverá acelerar a partir do 1T24, o que deverá ajudar a amenizar uma das principais preocupações dos investidores com o nome; iii) vemos riscos de execução baixos, dado o histórico comprovado de execução do ASAI; e iv) em nossa opinião, o Atacarejo é o formato vencedor no mercado, especialmente em meio a um cenário macro difícil (veja nossa atualização recente [aqui](#)).

**Estamos reduzindo o peso da Petrobras (PETR4) de 10% para 7,5%.** Nos últimos períodos, de forma atípica, a Petrobras tem superado as empresas de petróleo durante a alta dos preços do petróleo. Atribuímos esse movimento às várias razões que mencionamos [aqui](#). No entanto, no mês passado, a Petrobras anunciou uma proposta de revisão de seu estatuto social, que deve ser votada na AGE, marcada para 30 de novembro. Como debatemos, embora ainda faltem mais detalhes, acreditamos que mais investidores questionarão os fundamentos da tese e pesarão mais probabilidade de não haver dividendos extraordinários para o exercício de 2023. No geral, ainda temos uma perspectiva positiva para a companhia, especialmente em relação aos resultados de curto prazo: estimamos que os resultados do 3T23 sejam robustos ([aqui](#)) e um dividendo mínimo de ~US\$ 4,3 bilhões (~R\$ 1,6/ação) em nossas estimativas. Adicionalmente, do ponto de vista do portfólio, acreditamos que, após a mudança, nossa exposição a commodities será mais equilibrada entre o petróleo e outros produtos básicos.

**Com isso, decidimos aumentar a exposição a Vale (VALE3) em 2,5%.** Para a Vale, esperamos: (i) que os preços mais elevados do minério de ferro permaneçam em novembro, dada a melhor sazonalidade na China e os menores estoques de aço e minério de ferro em toda a cadeia; (ii) melhor desempenho relativo das mineradoras de ferro em comparação às siderúrgicas, dados os maiores preços e volumes esperados, dada a melhor sazonalidade na China; e (iii) valuation descontado, já que vemos a Vale negociando com desconto de 14% EV/EBITDA em relação às principais mineradoras de minério de ferro (Rio Tinto, BHP e FMG), e vemos a empresa precificando minério de ferro a US\$ 106/t, um desconto de 13% em relação aos preços spot do minério de ferro.

**Além disso, estamos retirando a Localiza (RENT3) do nosso portfólio Top10 porque:** (i) temos uma visão macro mais dura no curto prazo; e (ii) vemos assimetrias mais positivas na dinâmica de lucros de outras empresas. Em geral, mantemos nossa postura positiva em relação à Localiza baseada em (i) posicionamento competitivo diferenciado frente aos pares; e (ii) possibilidades futuras de crescimento (a) após o sucesso recente, e (b) oportunidades de mercado e sinergias adicionais a serem integradas após a fusão da Unidas.

**Por fim, estamos adicionando Sabesp (SBSP3) a nossa carteira,** pois estamos mais construtivos com o processo de privatização da companhia e às perspectivas de melhora operacional, além do *valuation* atrativo de 0,75x EV/RAB.

# Diversificação setorial & Múltiplos

1 de novembro de 2023

Estratégia | Carteira XP

Saem ASAI3, RENT3 e entram GMAT3, SBSP3; reduzimos peso de PETR3 e aumentamos VALE3

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 sectorial (% valor de mercado)

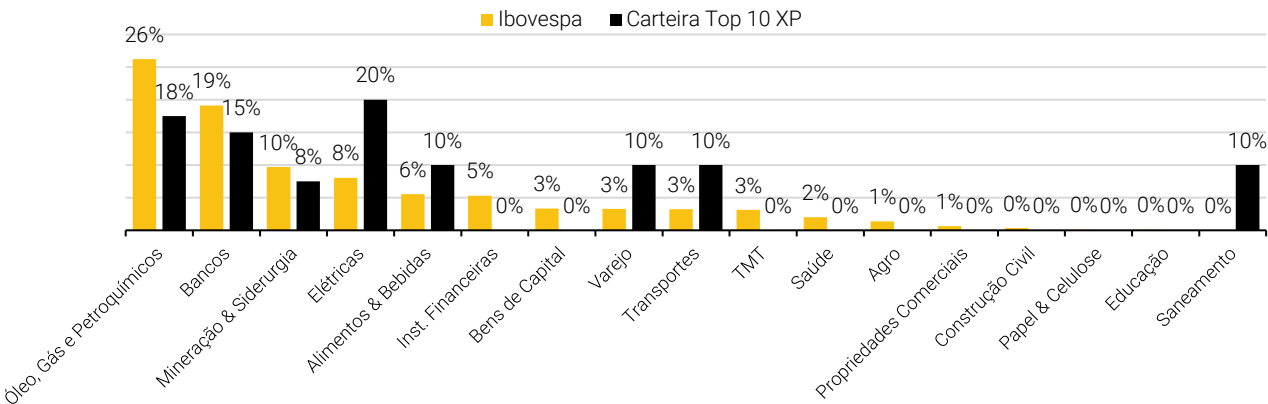


Figura 2: Carteira Top 10 XP

Companhia	Ticker	Setor	Peso	Recomendação	Preço atual	Preço-alvo	Upside	P/E		EV/EBITDA		Valor de mercado (Bi)
								2023	2024	2023	2024	
Copel	CPLE6	Elétricas	10%	Restrito	R\$ 8,39	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito	R\$ 24,4
Equatorial	EQTL3	Elétricas	10%	Compra	R\$ 31,60	R\$ 39,00	23%	8,2x	17,0x	7,2x	7,0x	R\$ 36,2
Grupo Mateus	GMAT3	Varejo	10%	Compra	R\$ 5,82	R\$ 9,00	55%	11,7x	9,3x	7,9x	6,4x	R\$ 12,9
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	15%	Compra	R\$ 26,82	R\$ 35,00	30%	7,1x	6,6x	1,4x*	1,2x*	R\$ 242,5
M. Dias	MDIA3	Alimentos & Bebidas	10%	Compra	R\$ 32,59	R\$ 48,40	49%	11,3x	8,7x	7,8x	6,2x	R\$ 11,0
Petrobras	PETR4	Óleo, Gás e Petroquímicos	7,5%	Compra	R\$ 34,74	R\$ 36,70	6%	5,0x	6,9x	2,9x	12,1x	R\$ 476,2
Petrório	PRI03	Óleo, Gás e Petroquímicos	10%	Compra	R\$ 47,70	R\$ 56,00	17%	11,4x	8,4x	6,2x	19,4x	R\$ 39,9
Rumo	RAIL3	Transportes	10%	Compra	R\$ 22,31	R\$ 27,00	21%	35,2x	19,9x	9,5x	8,1x	R\$ 41,4
Sabesp	SBSP3	Saneamento	10%	Compra	R\$ 58,37	R\$ 80,00	37%	12,6x	9,5x	6,6x	5,4x	R\$ 39,9
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	7,5%	Neutro	R\$ 69,00	R\$ 73,00	6%	9,5x	8,0x	4,7x	20,7x	R\$ 296,9

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

	Desde o início	2023	Últimos 12 meses	out-23	set-23	ago-23	jul-23	jun-23	mai-23	abr-23	mar-23	fev-23	jan-23	dez-22	nov-22	2022	2021	2020	2019	2018
Top 10 XP	43,3%	-9,3%	-17,1%	-3,8%	-0,2%	-7,5%	3,2%	9,4%	2,7%	-1,3%	-4,0%	-8,9%	1,9%	-2,4%	-6,2%	7,3%	-11,8%	-13,7%	48,1%	43,2%
Ibovespa	55,5%	3,1%	-2,5%	-2,9%	0,7%	-5,1%	3,3%	9,0%	3,7%	2,5%	-2,9%	-7,5%	3,4%	-2,4%	-3,1%	4,7%	-11,9%	2,9%	31,6%	15,0%

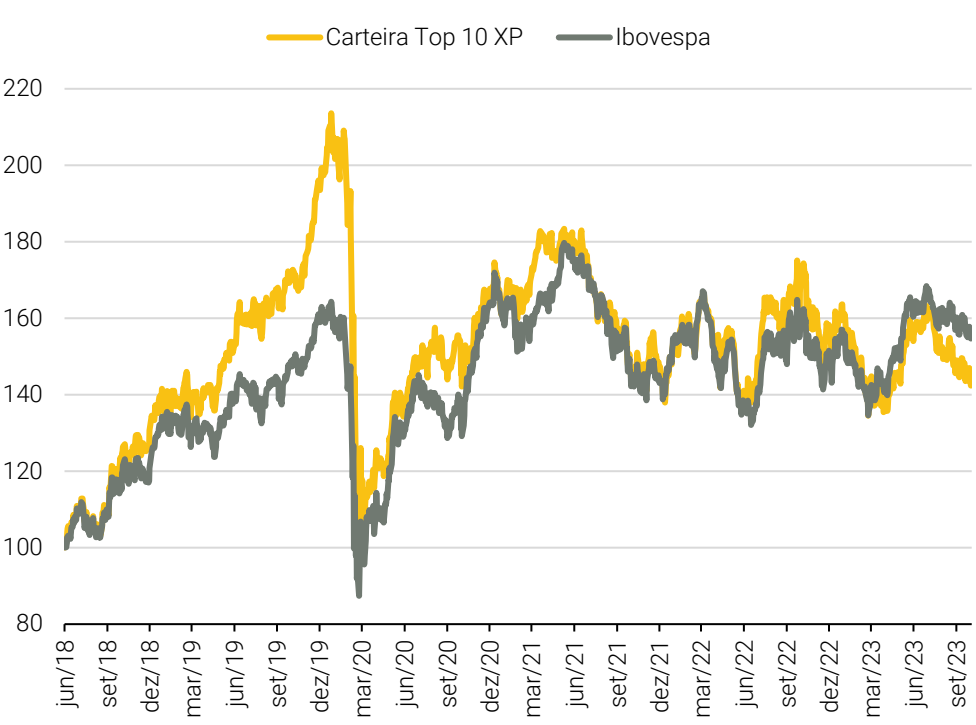
Figura 4: Desempenho de cada ativo

Companhia	Ticker	Sector	Peso	Data de entrada na carteira	Desempenho desde entrada	Desempenho no mês	Desempenho 2023
Assai	ASAI3	Varejo	10%	ago/23	-18,8%	-10,0%	-43,6%
Copel	CPLE6	Elétricas	10%	mai/23	8,7%	-2,7%	10,2%
Equatorial	EQTL3	Elétricas	10%	out/23	-1,4%	-1,4%	18,6%
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	15%	jul/22	27,2%	-1,4%	11,3%
Localiza	RENT3	Transportes	10%	mai/23	-11,1%	-13,1%	-2,3%
M. Dias	MDIA3	Alimentos & Bebidas	10%	out/23	-10,8%	-10,8%	-8,7%
Petrobras	PETR4	Óleo, Gás e Petroquímicos	10%	jun/23	47,1%	0,3%	76,1%
Petróleo	PRI03	Óleo, Gás e Petroquímicos	10%	mai/23	37,3%	1,4%	28,2%
Rumo	RAIL3	Transportes	10%	jun/23	7,2%	-2,2%	20,3%
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	5%	out/23	2,1%	2,1%	-18,3%

Figura 5: Indicadores de desempenho desde o início da carteira

Indicador	Top 10 XP	Ibovespa
Sharpe	-1,2	-0,7
Volatilidade	21,2%	18,8%
Beta	1,1	

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.](#)



# Equatorial (EQTL3)

1 de novembro de 2023

Estratégia | Carteira XP

## Ainda atraente depois de todos esses anos

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 39,00

A Equatorial teve um desempenho superior ao do Ibovespa em outubro, sem nenhuma notícia relevante no mês. Segue como nossa Top Pick no setor devido aos seus fundamentos sólidos como (i) forte desempenho operacional e (ii) recente redução de risco após os desenvolvimentos da discussão sobre a renovação das concessões. A Equatorial tem um forte histórico de *turnaround* de concessões de distribuição, o que corrobora nossa visão de que ainda há *upsides* a serem capturados nas concessões adquiridas mais recentemente (CEA, CEEE-D e EQTL GO).

**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.](#)





## Regiões Norte e Nordeste no ponto ideal

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 9,00

Em outubro, as ações do Grupo Mateus tiveram um desempenho fortemente inferior ao do Ibovespa (-14,9% vs. -2,9%), possivelmente explicado pelas expectativas mais fracas em relação aos resultados do terceiro trimestre, junto com o aumento dos riscos fiscais. Reiteramos nossa recomendação de Compra, sendo o GMAT uma de nossas top picks, pois i) esperamos que a dinâmica de resultados permaneça sólida, com a companhia superando seus pares, dado um cenário macro e competitivo mais favorável no Nordeste; ii) vemos o GMAT bem posicionado para consolidar as regiões Norte e Nordeste, uma vez que ainda há muito espaço para expansão orgânica; iii) consideramos que é um ativo interessante para possuir num ambiente macro volátil, estando exposto a um setor resiliente (varejo alimentar), com fortes perspectivas de crescimento (2023-25 EBITDA CAGR de ~30%) e uma posição de alavancagem confortável (em terrenos neutros).

**Vemos a companhia bem posicionada para consolidar o mercado de varejo alimentar nas regiões Norte e Nordeste**, dado o histórico de estratégia de expansão bem-sucedida, formatos de lojas complementares e rede logística forte. Gostamos do plano estratégico de expansão e o consideramos muito bem-sucedido, uma vez que ainda há muito espaço para expansão orgânica nas regiões Norte e Nordeste e a companhia continua entrando em novos estados para abrir o mercado e entender a concorrência, mix de produtos e estratégia de preços, ao mesmo tempo que desenvolve a sua marca, que é então complementada pelo desenvolvimento de uma nova estratégia de rotas, determinando qual o formato que melhor se adapta ao perfil de consumo da região.

**Forte tendência nos resultados à frente; Regiões Norte e Nordeste no ponto ideal.** Esperamos que a dinâmica dos resultados permaneça sólida, com a companhia superando seus pares, dado um cenário macro e competitivo mais favorável no Nordeste/Norte. Além disso, olhando para o cenário macroeconômico, continuamos a ver o segmento de varejo alimentar também bem posicionado face às incertezas que vivemos atualmente, dada a sua natureza defensiva, com itens essenciais e de ticket médio baixo. Além disso, dada a presença geográfica da empresa na região Norte/Nordeste do país, destacamos a exposição ao cenário macro e aos auxílios financeiros.

[Clique aqui para saber mais sobre a nossa tese para GMAT3.](#)

## Um *player* bem posicionado e de qualidade

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 35,00

Em outubro, as ações do Itaú Unibanco (ITUB4) caíram -1,4%, mas ainda acima do IBOV e do IFNC (-2,9% e -2,8% no mesmo período, respectivamente). Embora o Itaú tenha uma performance positiva vs. o setor, esperamos que às preocupações oriundas da volta das discussões sobre um eventual fim dos Juros Sobre Capital Próprio (JCP) pesem sobre as ações. Embora os rumores ainda sejam iniciais, o JCP é uma ferramenta bastante utilizada pelos bancos. Logo, uma eventual impossibilidade de distribuição de JCP reduziria o benefício fiscal, o que poderia reduzir o lucro do Itaú em quase dois dígitos. Entretanto, relativo aos outros setores, ainda enxergamos o setor como bem posicionado dado a sua resiliência e forte temporada de resultados. Por uma perspectiva bottom up, enxergamos os seguintes diferenciais: i) vemos o Itaú com índice de cobertura bastante saudável (e acima da média histórica) enquanto mantém as taxas de inadimplência sob controle; ii) possui uma boa exposição as linhas de crédito ao consumo, que possuem rápido crescimento; iii) sólido histórico de M&As e parcerias; iv) valuation atrativo. Temos uma recomendação de Compra e preço-alvo de R\$ 35,0/ação para 2023.

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, aquisição 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* (6,3x P/L24 e 1,2x P/VP24 versus 5,0x e 0,8x 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.](#)

Tendência de baixa nas commodities deve sustentar margens melhores

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 48,40

Em outubro, o MDIA3 teve desempenho inferior ao do índice Ibovespa, apesar da perspectiva positiva para margens no 2S23 e 2024. Reiteramos nosso rating de Compra devido (i) aos preços mais baixos do trigo à medida que o SnD mundial melhora após a pior fase da guerra Rússia-Ucrânia; (ii) óleos de palma e vegetais em tendência descendente, apesar das preocupações com o El Niño, uma vez que a oferta está a melhorar; (iii) a empresa está num caminho de médio prazo para melhorar preços, posicionamento de marca e recuperação de quota de mercado, todas estratégias já em vigor desde o início da pandemia, mas obscurecidas pelo cenário macro.

**Endereçando preocupações com reforma tributária.** A administração da MDIAs está confortável que as agendas em discussão sobre a reforma dos subsídios fiscais tenham um impacto limitado, bem abaixo da primeira impressão dos investidores. Destacamos importantes fatores mitigadores (por exemplo, pela utilização dos benefícios de Sudan e Sudene). Mesmo no pior cenário, vemos a empresa sendo negociada a um valuation atrativo de 10,6x P/L para 2024.

**Forte momentum nos resultados deve continuar.** De acordo com a nossa análise, os preços mais baixos do trigo e do óleo de palma ainda não foram totalmente refletidos nos resultados da empresa, sustentando a visão de uma forte dinâmica de lucros no futuro. Do ponto de vista dos preços dos produtos, devemos observar tendências positivas devido ao carregamento do aumento de preços ocorrido no 1S23 e à redução do tamanho das embalagens.

**Evolução de market share, fusões e aquisições e novas marcas.** Esperamos uma recuperação na participação de mercado após a redução do tamanho das embalagens, o que em 1-2 trimestres leva a uma maior participação de mercado. Para Biscoitos e Bolachas, esperamos uma recuperação da participação de mercado no curto e médio prazo, no entanto, os atuais níveis de Massas ainda preocupam.

**Destacamos dois riscos de cauda no curto prazo:** (i) excesso de otimismo dos investidores com o 3T (a margem EBITDA deve ficar entre 16-17%, um valor mais alto é possível, mas pode prejudicar o crescimento no longo prazo); e (ii) a forte estratégia de recompra de ações em 2022, levando a uma redução de ~5pp no free float.

[Clique aqui para saber mais sobre a nossa tese para MDIA3.](#)



## Uma oportunidade de investimento lucrativa, apesar dos riscos

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 36,70

Em outubro, a Petrobras subiu 0,3%, superando o desempenho do IBOV, com queda de -2,9%. A ação vinha tendo desempenho atípico acima do esperado em um rali nos preços do petróleo. No entanto, sofreu com uma reação negativa do mercado após o anúncio da proposta de alteração do seu Estatuto Social, anunciado no último dia 23. No geral, ainda temos uma perspectiva positiva para a companhia, principalmente em relação aos resultados de curto prazo.

**Criada na década de 50, a Petrobras se tornou uma das maiores produtoras de petróleo e gás do mundo.** A empresa estatal brasileira se dedicada principalmente à exploração e produção, refino, geração de energia e comercialização. Seu destaque internacional foi ampliado devido a descoberto da camada do pré-sal entre os litorais de Santa Catarina e Espírito Santo. A Petrobras tem expertise na exploração e produção em águas profundas e ultra profundas como resultado de quase 50 anos de desenvolvimento das bacias offshore brasileiras, tornando-se líder mundial neste segmento.

**Mantivemos nossa visão de que, com a Lei das Estatais e o Estatuto Social da Petrobras em vigor, a empresa está relativamente blindada do nível de intervenções que experimentou no passado. No entanto, prevemos uma deterioração gradual da empresa nos próximos anos.** Em nossas estimativas, assumimos margens ligeiramente menores e maiores taxas de utilização para refino, menores preços e margens para G&P e maiores despesas de SG&A. Não incluímos nenhuma nova venda de ativos em nossas premissas, embora a Petrobras ainda tenha aproximadamente US\$ 7 bilhões em pagamentos de earn-out para potencialmente receber nos próximos anos, principalmente dos contratos de cessão onerosa de Sépia e Atapu, atrelados a preços do Brent que permanecem acima do limite de US\$ 40 a 70 por barril. No total, chegamos ao YE24 TP de R\$ 36,70/PETR4 com base na metodologia FCFF, utilizando 14,3% de USD WACC nominal.

**A nova política de preços.** A Petrobras anunciou recentemente uma mudança na estratégia comercial para definir os preços do diesel e da gasolina da Petrobras, substituindo a política de preços dos produtos comercializados por suas refinarias. Embora haja alguma incerteza em torno da implementação dessa estratégia em diferentes cenários, vemos a notícia como marginalmente positiva para a Petrobras, pois remove (pelo menos temporariamente) uma das principais fontes de riscos para o caso. Na situação atual, ainda vemos a Petrobras como lucrativa, gerando fluxo de caixa e provendo dividendos tanto para acionistas controladores quanto para minoritários.

**Outros drenos de caixa?** Mantemos nossa visão de que é um desafio para a Petrobras ganhar tração em termos de CAPEX, mas, por enquanto, assumimos maiores despesas e algum aumento nos investimentos. Com isso em mente, potenciais operações de fusões e aquisições continuam sendo fontes significativas de risco para a Petrobras. Há relatos e especulações sobre possíveis operações de fusões e aquisições envolvendo a Petrobras, incluindo Braskem, Vibra e a refinaria RLAM (que foi adquirida pelo grupo Mubadala). No entanto, é difícil prever se esses negócios realmente se concretizarão e uma aquisição completa de qualquer um desses ativos poderia levar a uma reação negativa do mercado e potencial queda no preço das ações da Petrobras.

**Acreditamos que o PETR4 deve continuar sendo um investimento sólido em um cenário de preços controlados do petróleo como o atual.** Além disso, do ponto de vista do portfólio, achamos que uma estratégia combinando as ações da Petrobras (baixo beta para petróleo) com uma ou uma cesta de empresas Jr. O&G (alto beta para petróleo) parece uma boa estratégia para navegar no ambiente macroeconômico incerto.

[Clique aqui para saber mais sobre a nossa tese para PETR4.](#)



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

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 56,00

Em outubro, o PRIO subiu 1,4%, superando o desempenho do IBOV de -2,9%. O desempenho pode ser atribuído a uma combinação de preços mais altos do petróleo desde o segundo semestre do ano e uma sólida perspectiva de lucros para o 3T23.

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.](#)

## Dinâmica positiva de preço implica em forte *momentum*

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 27,00

Em outubro, a Rumo teve desempenho superior ao do Ibovespa, porém ainda negativo. Atribuímos esse desempenho às condições macroeconômicas mais adversas. Também acreditamos que é positivo os desenvolvimentos regulatórios na Malha Paulista no mês, pois (i) melhora a eficiência dos investimentos; e (ii) contribui para a estabilidade jurídica. Olhando para o futuro, acreditamos que (i) fortes níveis de yield se manterão para o próximo ano; (ii) nossas estimativas de EBITDA estão acima do guidance e do consenso da empresa, principalmente devido aos yields mais fortes; e (iii) o valuation permanece atraente, em nossa opinião (~11% TIR real), com forte crescimento (21% EBITDA CAGR de 2022-25E).

**Descrição da Empresa.** A Rumo é a empresa resultante da fusão da ALL (América Latina Logística) e da Rumo Logística em 2016. A principal área de atuação da empresa se estende pelos estados de Mato Grosso e São Paulo e pelos estados do Sul do Brasil, onde estão quatro dos maiores portos do país e por onde é exportada a maior parte da produção de grãos do Brasil. Destacamos como seu ativo de maior destaque o complexo logístico de Rondonópolis (MT), com capacidade de carregamento mensal superior a 1 milhão de toneladas. A empresa está dividida em três operações principais: (i) Operações Norte: transporte ferroviário em três concessões nos estados de Mato Grosso, São Paulo, Goiás e Tocantins; (ii) Operação Sul: transporte ferroviário ao longo de duas concessões ferroviárias no estado do Mato Grosso do Sul, Paraná e Rio Grande do Sul; e (iii) Brado Logística: sua subsidiária de logística de contêineres.

**A Rumo registrou volumes recordes pelo segundo mês consecutivo em set/23 (+12% A/A)** e no 3T23 (+4% A/A). O volume foi 4% superior à máxima histórica anterior, o que surpreende já que setembro é um mês com 30 dias. Embora positivos, acreditamos que estes dados estão em linha com o guidance recentemente atualizado de 76-78 bilhões de TKU para o exercício de 2023. Em uma base LTM, a participação de mercado da Rumo caiu para 42% refletindo a fraqueza do 1T23 (vs. 44% em 2022 e 42% em 2021), com o Arco Norte aumentando para 36% (vs. 33% em 2022 e 31% em 2021).

**Vemos uma assimetria positiva para a Rumo em 2023.** Após um cenário desafiador de yield em 2022, esperamos que a Rumo se beneficie de melhores condições competitivas em 2023. Destacamos: (i) estimativas revisadas para cima em um 1T23 forte (TP +13% para R\$27 /sh.); (ii) EBITDA 2023E 8% acima do guidance e consenso da empresa; e (iii) o valuation permanece atraente, em nossa opinião (~11% TIR patrimônio), com forte crescimento (21% EBITDA CAGR de 2022-25E).

[Clique aqui para saber mais sobre a nossa tese para RAIL3.](#)

## Barato em todos os cenários

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 80,00

A Sabesp performou abaixo do Ibovespa em outubro. O destaque do mês foram avanços nas etapas antecedentes à privatização da Sabesp, com o governador encaminhando o Projeto de Lei à assembleia do estado. Estamos mais 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.](#)



## 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) que os preços mais elevados do minério de ferro permaneçam em novembro, dada a melhor sazonalidade na China e os menores estoques de aço e minério de ferro em toda a cadeia; (ii) melhor desempenho relativo das mineradoras de ferro em comparação às siderúrgicas, dados os maiores preços e volumes esperados, dada a melhor sazonalidade na China; e (iii) valuation descontado, já que vemos a Vale negociando com desconto de 14% EV/EBITDA em relação às principais mineradoras de minério de ferro (Rio Tinto, BHP e FMG), e vemos a empresa precificando minério de ferro a US\$ 106/t, um desconto de 13% em relação aos preços spot 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 activos, incluindo a sua participação de 50% na CSP em Março de 23, activos 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.](#)



- 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](http://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.

