

Saem GMAT3, MDIA3; entram RENT3, VIVA3; e redução de PETR4
Dezembro 2023



Para dezembro, estamos: (i) removendo Grupo Mateus (GMAT3) e substituindo-a com Vivara (VIVA3) devido a uma melhor na dinâmica de resultados, (ii) removendo M. Dias (MDIA3) e adicionando Localiza (RENT3) dada uma visão mais positiva do ambiente macro na qual ele deve se beneficiar frente aos pares, (iii) reduzindo o peso de Petrobras (PETR4) para 5% de 7,5% em meio a um desempenho volátil do petróleo e sinais de fraqueza em demanda, e (iv) aumentando exposição a Vale (VALE3) para 10% de 7,5% dado que preços mais elevados do minério de ferro devem permanecer com melhor sazonalidade na China e valuation descontado.

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 novembro, a nossa carteira subiu 9,3% vs. um desempenho de +12,5% do Ibovespa.

Companhia	Ticker	Setor	Peso	Recomendação	Preço atual	Preço alvo	Upside	Valor de mercado (Bi)
Copel	CPLE6	Elétricas	10%	Restrito	R\$ 9,46	Restrito	Restrito	R\$ 27,4
Equatorial	EQTL3	Elétricas	10%	Compra	R\$ 34,06	R\$ 39,00	15%	R\$ 38,0
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	15%	Compra	R\$ 31,59	R\$ 35,00	11%	R\$ 285,7
Localiza	RENT3	Transportes	10%	Compra	R\$ 60,04	R\$ 89,00	48%	R\$ 63,3
Petrobras	PETR4	Óleo, Gás e Petroquímicos	5%	Compra	R\$ 35,91	R\$ 36,70	2%	R\$ 480,7
Petrório	PRI03	Óleo, Gás e Petroquímicos	10%	Compra	R\$ 45,93	R\$ 56,00	22%	R\$ 38,4
Rumo	RAIL3	Transportes	10%	Compra	R\$ 22,90	R\$ 27,00	18%	R\$ 42,5
Sabesp	SBSP3	Saneamento	10%	Compra	R\$ 67,56	R\$ 80,00	18%	R\$ 46,2
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	10%	Neutro	R\$ 73,85	R\$ 73,00	-1%	R\$ 317,8
Vivara	VIVA3	Varejo	10%	Compra	R\$ 29,73	R\$ 38,00	28%	R\$ 7,0

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. Itaú Unibanco (ITUB4)

10. Localiza (RENT3)

11. Petrobras (PETR4)

12. PetroRio (PRIO3)

13. Rumo (RAIL3)

14. Sabesp (SBSP3)

15. Vale (VALE3)

16. Vivara (VIVA3)

Saem GMAT3, MDIA3; entram RENT3, VIVA3; e redução de PETR4

Estamos substituindo GMAT3 por VIVA3, uma vez que esperamos que a Vivara entregue resultados mais fortes e que performe acima dos pares no curto prazo, enquanto continuamos otimistas com as perspectivas de crescimento da companhia e dinâmica de margem. Apesar de estar removendo GMAT, mantemos nossa recomendação de Compra no nome uma vez que i) esperamos resultados sólidos no curto prazo apesar de pressionados por deflação alimentar; ii) vemos o GMAT bem posicionado para consolidar as regiões Norte e Nordeste, com muito espaço para expansão orgânica; iii) enxergamos o ativo como interessante para possuir em meio a um macro mais volátil, estando exposto a um setor resiliente (varejo alimentar), com fortes perspectivas de crescimento (CAGR EBITDA 2023-25 de 30%) e uma posição confortável de alavancagem (veja nossa atualização recente [aqui](#)).

Estamos adicionando a Localiza ao nosso portfólio Top10 porque temos uma visão positiva do ambiente macro. Em suma, vemos a Localiza como uma empresa de alta qualidade que pode se beneficiar do cenário atual devido: (i) ao seu 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.

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 dezembro, 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 13% 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\$ 119/t, um desconto de 9% em relação aos preços spot do minério de ferro.

Estamos reduzindo o peso da Petrobras (PETR4) de 7,5% para 5%. Nos últimos períodos, como é comum, o Brent manteve um desempenho volátil. A demanda tem mostrado sinais de fraqueza e a capacidade ociosa dentro a OPEP é atualmente alta. Além disso, o petróleo iniciou uma tendência de baixa em novembro, à medida que as ameaças de impactos no mercado advindos dos eventos no Oriente Médio se dissipam, além do adiamento da reunião da Opep, que revelou uma dificuldade de diálogo entre seus membros e gerou incerteza sobre a estratégia do grupo para o próximo ano. Dito isso, acreditamos que é prudente reduzir a nossa exposição ao petróleo (atualmente representando 17,25% da carteira) e diversificar entre outras commodities.

Estamos removendo MDIA3 porque consideramos que a ação perdeu momentum, além do fato de que as ações devem refletir as preocupações dos investidores com a safra brasileira de trigo e o desempenho da Companhia em termos de receita, embora mantenhamos nossa visão construtiva de que os resultados devem permanecer sólidos nos próximos trimestres.

Diversificação setorial & Múltiplos

Saem GMAT3, MDIA3; entram RENT3, VIVA3; e redução de PETR4

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)

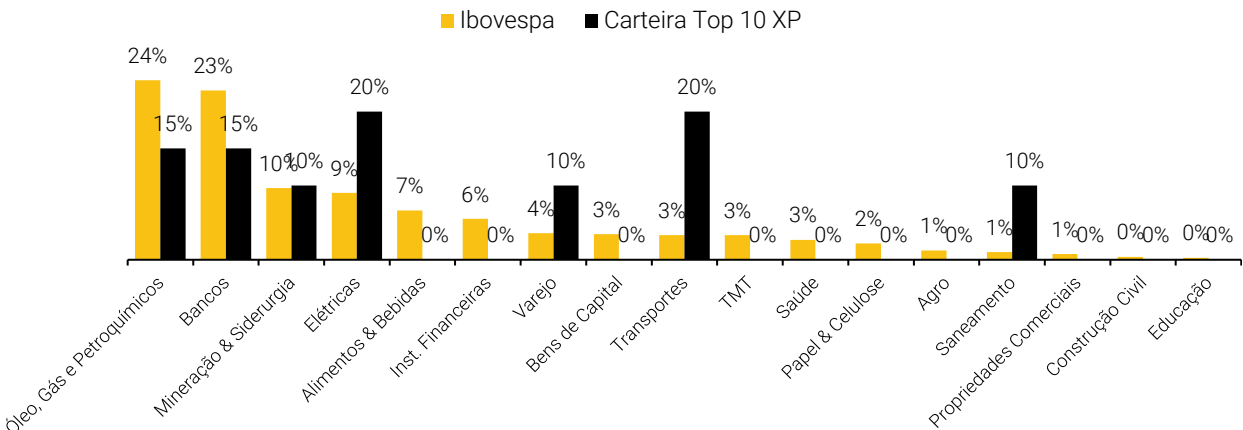


Figura 2: Carteira Top 10 XP

Companhia	Ticker	Setor	Peso	Recomendação	Preço atual	Preço-alvo	Upside	P/E		EV/EBITDA		Valor de mercado (Bi)
								2023	2024	2023	2024	
Copel	CPLE6	Elétricas	10%	Restrito	R\$ 9,46	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito	R\$ 27,4
Equatorial	EQTL3	Elétricas	10%	Compra	R\$ 34,06	R\$ 39,00	15%	8,4x	17,4x	7,3x	7,1x	R\$ 38,0
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	15%	Compra	R\$ 31,57	R\$ 35,00	11%	8,8x	8,2x	1,7x*	1,5x*	R\$ 285,7
Localiza	RENT3	Transportes	10%	Compra	R\$ 60,04	R\$ 89,00	48%	24,5x	15,7x	8,4x	7,2x	R\$ 63,3
Petrobras	PETR4	Óleo, Gás e Petroquímicos	5%	Compra	R\$ 35,91	R\$ 36,70	2%	24,1x	33,2x	10,7x	3,3x	R\$ 480,7
Petrório	PRI03	Óleo, Gás e Petroquímicos	10%	Compra	R\$ 45,93	R\$ 56,00	22%	55,2x	40,4x	26,6x	4,1x	R\$ 38,4
Rumo	RAIL3	Transportes	10%	Compra	R\$ 22,90	R\$ 27,00	18%	35,4x	20,1x	9,6x	8,3x	R\$ 42,5
Sabesp	SBSP3	Saneamento	10%	Compra	R\$ 67,56	R\$ 80,00	18%	14,0x	10,5x	7,1x	5,6x	R\$ 46,2
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	10%	Neutro	R\$ 73,85	R\$ 73,00	-1%	55,9x	46,6x	25,1x	5,2x	R\$ 317,8
Vivara	VIVA3	Varejo	10%	Compra	R\$ 29,73	R\$ 38,00	28%	17,8x	15,1x	11,8x	8,9x	R\$ 7,0

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

	Desde o início	2023	Últimos 12 meses	nov-23	out-23	set-23	ago-23	jul-23	jun-23	mai-23	abr-23	mar-23	fev-23	jan-23	dez-22	2022	2021	2020	2019	2018
Top 10 XP	56,7%	-0,9%	-3,3%	9,3%	-3,8%	-0,2%	-7,5%	3,2%	9,4%	2,7%	-1,3%	-4,0%	-8,9%	1,9%	-2,4%	7,3%	-11,8%	-13,7%	48,1%	43,2%
Ibovespa	75,0%	16,0%	13,2%	12,5%	-2,9%	0,7%	-5,1%	3,3%	9,0%	3,7%	2,5%	-2,9%	-7,5%	3,4%	-2,4%	4,7%	-11,9%	2,9%	31,6%	15,0%

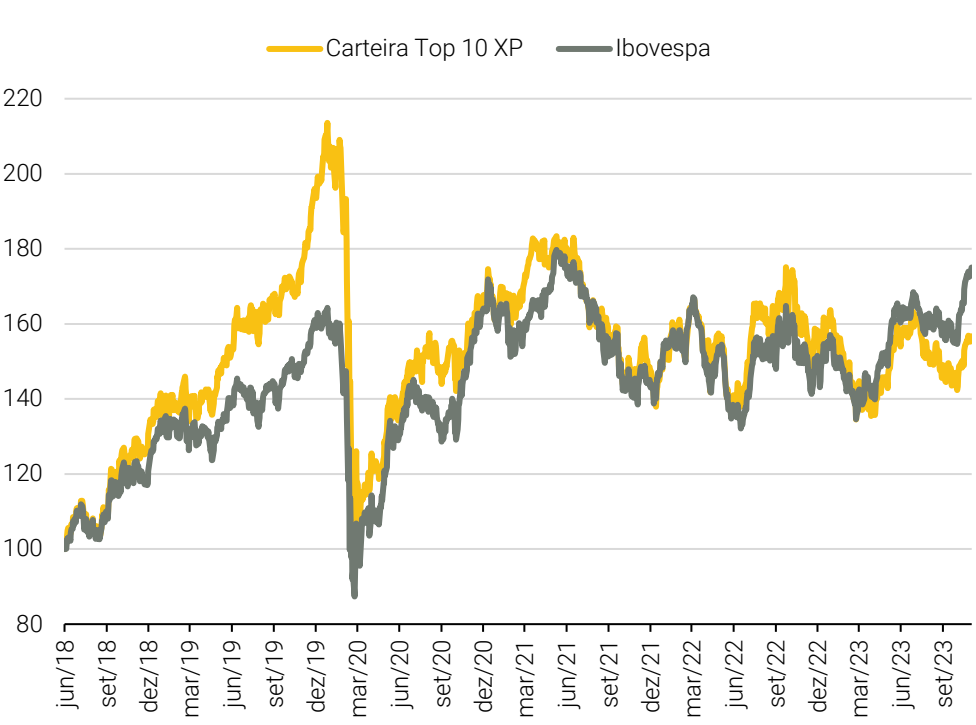
Figura 4: Desempenho de cada ativo

Companhia	Ticker	Sector	Peso	Data de entrada na carteira	Desempenho desde entrada	Desempenho no mês	Desempenho 2023
Copel	CPLE6	Elétricas	10%	mai/23	22,5%	12,8%	24,2%
Equatorial	EQTL3	Elétricas	10%	out/23	6,2%	7,8%	27,8%
Grupo Mateus	GMAT3	Varejo	10%	nov/23	9,1%	9,1%	0,5%
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	15%	jul/22	49,9%	17,9%	31,2%
M. Dias Branco	MDIA3	Alimentos & Bebidas	10%	out/23	-3,4%	8,3%	-1,1%
Petrobras	PETR4	Óleo, Gás e Petroquímicos	7,5%	jun/23	57,9%	7,3%	89,0%
Petrório	PRI03	Óleo, Gás e Petroquímicos	10%	mai/23	32,2%	-3,7%	23,4%
Rumo.	RAIL3	Transportes	10%	jun/23	10,0%	2,6%	23,5%
Sabesp	SBSP3	Saneamento	10%	nov/23	15,7%	15,7%	21,6%
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	7,5%	out/23	12,6%	10,3%	-9,8%

Figura 5: Indicadores de desempenho desde o início da carteira

Indicador	Top 10 XP	Ibovespa
Sharpe	-0,7	0,1
Volatilidade	19,9%	17,7%
Beta	1,0	

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





Carteira Top 10 XP

Ações

Copel (CPLE6)

4 de dezembro de 2023

Estratégia | Carteira XP

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 desempenho inferior ao do Ibovespa em novembro sem nenhuma notícia relevante no mês. Durante o mês a Companhia anunciou a venda da INTESA, uma de suas linhas de transmissão num movimento de reciclagem de capital. Além disso realizou o seu Investor day no qual saímos com uma visão bem otimista de sua estratégia. Segue como nossa Top Pick no setor.

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.](#)



Um *player* bem posicionado e de qualidade

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 35,00

Em novembro, as ações do Itaú Unibanco (ITUB4) saltaram 17,9% em comparação com o IBOV (+12,5%) e o IFNC (+16,4%) no mesmo período, respetivamente. Atribuímos a *outperformance* do banco face ao sector financeiro aos sólidos resultados apresentados no 3T23. Adicionalmente, as preocupações com o retorno das discussões sobre um possível fim dos Juros sobre Capital Próprio (JCP) parecem ter perdido força. 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 mais micro, 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 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 (Itautec, 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.](#)



A frente na corrida, e com o pé no acelerador

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 89,00

Em novembro, a Localiza superou o Ibovespa. Vemos alguns motivos para o desempenho positivo, (i) cenário macro favorável durante o mês; e (ii) resultados consistentes reportados no 3T23, com (a) Aluguel de Frotas resiliente (EBITDA +6%vs. XPe e +14% QoQ); (b) empresa sinalizando durante sua teleconferência que o desempenho do RaC está melhorando, e (c) aumento nos volumes de Seminovos, apesar das condições macro. Vemos também a Localiza com um posicionamento competitivo favorável, crescendo num momento em que seus principais concorrentes estão mais céticos em relação a ela; e com possibilidade de aceleração do crescimento em 2024 após seu follow-on de R\$ 4,5 bilhões.

Descrição da Empresa. A Localiza Rent a Car é maior locadora líder de veículos no Brasil, atuando em três segmentos principais (i) Rental Cars (RaC), responsável pelo aluguel de carros para empresas, pessoas físicas, motoristas de carona, bem como seguradoras; (ii) Aluguel de Frotas, terceirização de frota para empresas com base em contratos de longo prazo e customizados às necessidades da empresa; e (iii) divisão de Seminovos; facilitando o processo de renovação da frota como forma de descarte de carros usados.

Acreditamos que a Localiza está entrando em uma nova fase em dois aspectos, tanto porque (i) reacelera as compras de carros junto com a recuperação da produção das montadoras para renovar sua frota e acelerar a expansão, quanto (ii) reformula suas estratégias para a nova escala de gestão. fusão com a Unidas, aproveitando oportunidades adicionais de mercado e integrando sinergias. Nossa visão positiva da Localiza é baseada em: (i) forte posicionamento competitivo (acelerando o crescimento enquanto a concorrência desacelera); (ii) um roteiro claro para a recuperação do ROIC spread com uma variedade de alavancas estratégicas; e (iii) importante processo de expansão de margens à medida que a frota é renovada e as sinergias da fusão com a Unidas são integradas.

Valuation continua atraente, em nossa opinião. Vemos a Localiza sendo negociada a 16x P/L 2024, que está abaixo dos níveis históricos de ~23x, mesmo ajustando-se ao cenário atual de altas taxas de juros.

[Clique aqui para saber mais sobre a nossa tese para RENT3.](#)



Uma oportunidade de investimento lucrativa, apesar dos riscos

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 36,70

Em novembro, a Petrobras subiu 7,3%, performando abaixo do Ibovespa (+12,5%). Continuamos vendo alguns riscos para a tese, como fusões e aquisições, CAPEX acima do esperado, entre outros. No entanto, acreditamos que a empresa deve continuar a entregar resultados com sólida geração de FCL e remuneração razoável aos acionistas.

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 novembro, a PRIO teve desempenho inferior ao índice Ibovespa, caindo 3,7%, mas superando a performance dos preços do Brent, com queda de ~9%. Destacamos as boas perspectivas da PRIO para o ano de 2024, projetando um aumento de produção, com a entrada em operação de Wahoo, e alto *free cash flow 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.](#)

Dinâmica positiva de preço implica em forte *momentum*

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 27,00

Em novembro, a Rumo teve desempenho inferior ao do Ibovespa. Enfatizamos os desenvolvimentos regulatórios positivos 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 durante o resto do ano; (ii) nossas estimativas de EBITDA estão acima do guidance e do consenso da empresa, principalmente devido aos yields mais fortes; e (iii) 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 reportou resultados positivos no 3T23, com EBITDA de R\$ 1,8 bilhão (+27%A/A; +5% vs. XPe e +9% vs. consenso) após mais um trimestre com uma surpresa no crescimento do rendimento (+10% A/A e +5% vs. XPe). Além disso, outubro de 23 apresentou volumes relativamente fracos (+3% a/a vs. +12% em setembro de 23), uma vez que condições climáticas abaixo do ideal não permitiram um desempenho ideal no Porto de Santos. No acumulado dos últimos doze meses, a participação de mercado da Rumo caiu para 41% (vs. 44% em 2022), com o Arco Norte aumentando para 36% (vs. 33% em 2022), em parte devido ao cenário positivo de exportação de grãos que causou a demanda excedente fosse direcionada a rotas alternativas.

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 pela forte performance de yield (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 real), com forte crescimento (21% EBITDA CAGR de 2022-25E).

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

Barata em todos os cenários

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 80,00

A Sabesp performou acima do Ibovespa em novembro. O destaque do mês foram avanços nas etapas antecedentes à privatização da Sabesp, com a aprovação do projeto de lei nas comissões da assembleia do estado. Estamos 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 dezembro, 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 13% 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\$ 119/t, um desconto de 9% 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.](#)

Um diamante bruto

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 38,00

Em novembro, as ações da Vivara desempenharam acima do Ibovespa, provavelmente explicado pelos fortes resultados divulgados no 3T23, com indicações positivas para o 4T. continuamos esperando uma sólida dinâmica de resultados para VIVA e nos mantemos construtivos com as perspectivas de crescimento e dinâmica de margem da companhia, enquanto vemos a ação negociando a um valuation atrativo (em ~15x P/L 2024). Mantemos nossa recomendação de Compra e preço-alvo de R\$38,00/ação, com o nome como uma das nossas top picks pro 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.

