

# Carteira Top 10 XP

## As ações top picks da equipe de Research XP

Janeiro 2023



Para quem é essa carteira: para o investidor que busca alocação em Renda Variável. Para o mês de janeiro, estamos realizando as seguintes alterações: 1) reduzimos o peso de Vale (VALE3) de 10% para 5%; e 2) aumentamos o peso de JBS (JBSS3) de 5% para 10%.

**10 ações para superar o Ibovespa no longo prazo.** 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 da equipe, e ela pode ou não sofrer alterações a cada mês.

**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 sectorial; 3) ações com valuation atraentes, ou seja, baratas em relação a seus pares; e 4) nomes com boas perspectivas de crescimento.

**Uma carteira diversificada.** O Ibovespa tem um peso muito relevante no setor Financeiro (23%), Mineração e Siderurgia (23%) e Petróleo e Gás (14%). Na Carteira Top 10, temos os maiores pesos nos setores Varejo (20%) e Financeiro (15%).

**Desempenho.** No mês de dezembro, a nossa carteira caiu -2,4%, em linha com o Ibovespa. Desde o início da carteira, em julho de 2018, ela acumula retornos de +58,1% enquanto o Ibovespa acumula +50,8%.

Companhia	Ticker	Setor	Peso	Recomendação	Preço atual	Preço-alvo	Upside	Valor de mercado (Bi)
Assaí	ASAI3	Varejo	10%	Compra	R\$ 19,47	R\$ 22,00	13%	R\$ 26,0
Eletrobras	ELET3	Energia	10%	Compra	R\$ 42,12	R\$ 71,00	69%	R\$ 96,5
Grupo Soma	SOMA3	Varejo	10%	Compra	R\$ 10,14	R\$ 19,00	87%	R\$ 7,7
Hypera	HYPE3	Saúde	10%	Compra	R\$ 45,20	R\$ 56,50	25%	R\$ 28,1
Iguatemi	IGTI11	Imobiliário e Shoppings	10%	Compra	R\$ 18,50	R\$ 28,00	51%	R\$ 5,5
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	15%	Compra	R\$ 25,00	R\$ 34,00	36%	R\$ 225,0
JBS	JBSS3	Agro, Alimentos e Bebidas	10%	Compra	R\$ 21,99	R\$ 58,10	164%	R\$ 46,7
PetroRio	PRI03	Petróleo e Gás	10%	Compra	R\$ 37,21	R\$ 41,60	12%	R\$ 31,4
Rumo	RAIL3	Transportes	10%	Compra	R\$ 18,61	R\$ 24,00	29%	R\$ 33,5
Vale	VALE3	Mineração e Siderurgia	5%	Compra	R\$ 88,88	R\$ 97,10	9%	R\$ 426,2

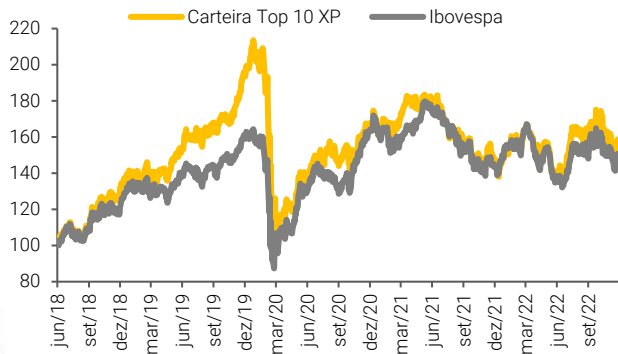
Fernando Ferreira  
Estrategista-Chefe e Head do Research

Jennie Li  
Estrategista de Ações

Rebecca Nossig  
Analista de Estratégia de Ações

Research XP  
atendimento.expert@expertpass.com.br

Desempenho da Carteira Top 10 XP



# Índice

03. Mudanças na carteira

04. Diversificação setorial

05. Desempenho da carteira

07. Ações

07. Assaí (ASAI3)

08. Eletrobras (ELET3)

09. Grupo Soma (SOMA3)

10. Hypera (HYPE3)

11. Iguatemi (IGTI11)

12. Itaú Unibanco (ITUB4)

13. JBS (JBSS3)

14. PetroRio (PRIO3)

15. Rumo (RAIL3)

16. Vale (VALE3)

## Mudanças na carteira

Para o mês de janeiro, estamos realizando as seguintes alterações: 1) reduzimos o peso de Vale (VALE3) de 10% para 5%; e 2) aumentamos o peso de JBS (JBSS3) de 5% para 10%.

**Estamos reduzindo o peso de Vale (VALE3) de 10% para 5%.** A empresa obteve um alta recente na bolsa impulsionada pela expectativa de reabertura da economia chinesa. Embora reconheçamos que a Vale deveria se beneficiar em um ambiente de relaxamento das restrições da política zero-covid e reabertura na China, acreditamos que a performance ficaria atrelada a continuidade das tendências e à magnitude de estímulos econômicos. Da mesma forma, nesse momento, empresa fica muito exposta a correções da alta recente em casos de notícias negativas na mesma esfera.

**E estamos aumentando o peso de JBS (JBSS3) de 5% para 10%,** pois vemos a empresa com um *valuation* bastante atrativo, negociando em múltiplos EV/EBITDA bem abaixo da média histórica. Além disso, a JBS figura como nossa principal escolha dentro da cobertura de nossos frigoríficos, pois temos uma visão positiva da empresa devido à sua plataforma bem diversificada, tanto em termos de proteínas quanto de geografia.

## Diversificação setorial

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.

O Ibovespa tem um peso muito relevante no setor Financeiro (23%), Mineração e Siderurgia (23%) e Petróleo e Gás (14%). Na Carteira Top 10, temos os maiores pesos nos setores Varejo (20%) e Financeiro (15%).

Figura 1: Diversificação setorial

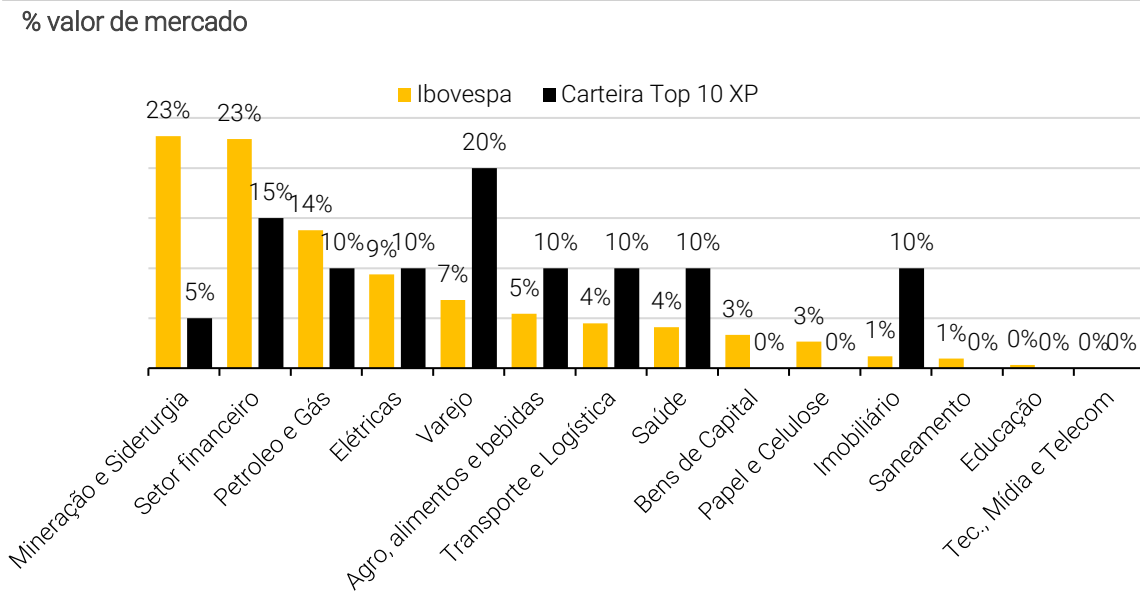


Figura 2: Carteira Top 10 XP

Companhia	Ticker	Setor	Peso	Recomendação	Preço atual	Preço-alvo	Upside	P/L		EV/EBITDA		Valor de mercado (Bi)
								2022	2023	2022	2023	
Assaí	ASAI3	Varejo	10%	Compra	R\$ 19,47	R\$ 22,00	13%	8,9x	5,9x	2,3x	1,7x	R\$ 26,0
Eletrobras	ELET3	Energia	10%	Compra	R\$ 42,12	R\$ 71,00	69%	12,2x	9,8x	5,7x	1,3x	R\$ 96,5
Grupo Soma	SOMA3	Varejo	10%	Compra	R\$ 10,14	R\$ 19,00	87%	10,7x	7,4x	-0,1x	-0,5x	R\$ 7,7
Hypera	HYPE3	Saúde	10%	Compra	R\$ 45,20	R\$ 56,50	25%	13,0x	11,2x	2,5x	2,1x	R\$ 28,1
Iguatemi	IGTI11	Imobiliário e Shoppings	10%	Compra	R\$ 18,50	R\$ 28,00	51%	13,4x	10,8x	9,0x	7,8x	R\$ 5,5
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	15%	Compra	R\$ 25,00	R\$ 34,00	36%	7,8x	6,7x	1,5x*	1,3x*	R\$ 225,0
JBS	JBSS3	Agro, Alimentos e Bebidas	10%	Compra	R\$ 21,99	R\$ 58,10	164%	2,5x	2,9x	2,8x	3,0x	R\$ 46,7
PetroRio	PRI03	Petróleo e Gás	10%	Compra	R\$ 37,21	R\$ 41,60	12%	8,4x	6,5x	5,6x	4,2x	R\$ 31,4
Rumo	RAIL3	Transportes	10%	Compra	R\$ 18,61	R\$ 24,00	29%	n.m.	37,4x	10,6x	8,7x	R\$ 33,5
Vale	VALE3	Mineração e Siderurgia	5%	Compra	R\$ 88,88	R\$ 97,10	9%	6,6x	6,9x	3,9x	3,8x	R\$ 426,2

Fontes: Bloomberg, Economatica e XP Research. Dados de 29/12/2022. \*P/VP ao invés de EV/EBITDA. / Sempre consulte seu assessor de investimentos.

Desempenho

Figura 3: Desempenho de cada ativo

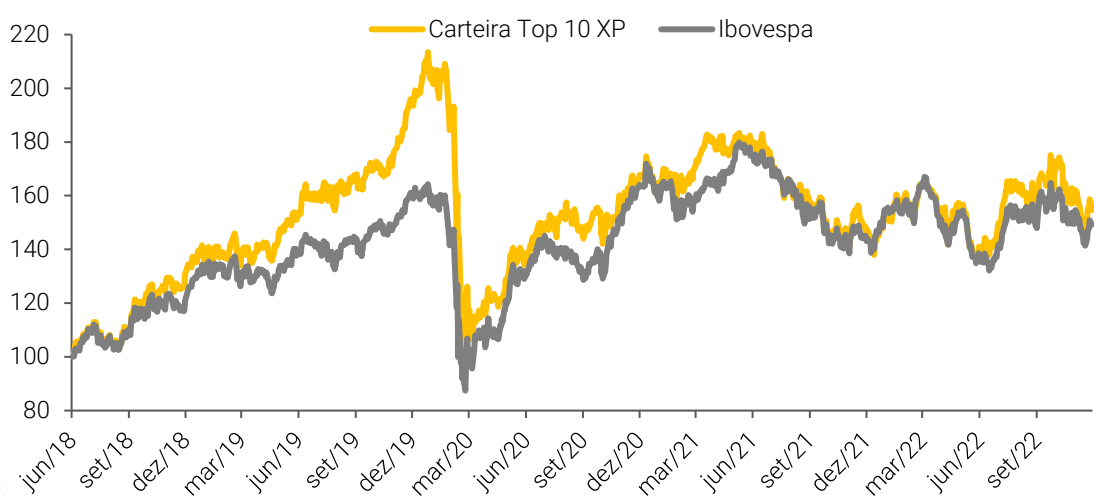
Companhia	Ticker	Sector	Peso	Data de entrada do papel na carteira	Desempenho desde a entrada	Desempenho no mês	Desempenho em 2022	Desempenho nos últimos 12 meses
Assaí	ASAI3	Varejo	10%	mai-22	27,7%	-2,7%	51,7%	51,7%
Eletrobras	ELET3	Energia	10%	out-22	-2,0%	-11,3%	28,4%	28,4%
Grupo Soma	SOMA3	Varejo	10%	set-22	-25,1%	-12,1%	-19,7%	-19,7%
Hypera	HYPE3	Saúde	10%	mar-22	39,0%	2,4%	64,7%	64,7%
Iguatemi	IGTI11	Imobiliário e Shoppings	10%	abr-22	-8,0%	-2,2%	4,1%	4,1%
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	15%	jul-22	14,2%	-1,9%	24,2%	24,2%
JBS	JBSS3	Agro, Alimentos e Bebidas	5%	dez-22	-0,3%	-0,3%	-38,0%	-38,0%
PetroRio	PRI03	Petróleo e Gás	10%	nov-22	5,1%	3,2%	80,0%	80,0%
Rumo	RAIL3	Transportes	10%	set-22	-7,9%	-4,4%	4,9%	4,9%
Vale	VALE3	Mineração e Siderurgia	10%	abr-20	176,2%	4,0%	24,9%	24,9%

Figura 4: Indicadores de desempenho desde o início da carteira

Indicador	Top 10 XP	Ibovespa
Sharpe	0,31	0,25
Volatilidade	30,4%	28,0%
Beta	1,1	

Figura 5: Desempenho da Carteira Top 10 XP vs. Ibovespa

Desde o início da carteira, indexado em 30 de junho de 2018



## Desempenho

Figura 6: Desempenho da Carteira Top 10 XP vs. Ibovespa

Data	Top 10 XP	Ibovespa
Desde Início	58,1%	50,8%
2022	7,3%	4,7%
Últimos 12 meses	8,5%	5,4%
dez-22	-2,4%	-2,4%
nov-22	-6,2%	-3,1%
out-22	9,5%	5,5%
set-22	-2,2%	0,5%
ago-22	7,6%	6,2%
jul-22	7,6%	4,7%
jun-22	-10,4%	-11,5%
mai-22	1,8%	3,2%
abr-22	-7,1%	-10,1%
mar-22	4,1%	6,1%
fev-22	3,6%	0,9%
jan-22	3,4%	7,0%
dez-21	4,0%	2,9%
nov-21	-1,5%	-1,5%
out-21	-7,3%	-6,7%
set-21	-3,5%	-6,6%

Data	Top 10 XP	Ibovespa
ago-21	-4,3%	-2,5%
jul-21	-6,5%	-3,9%
jun-21	-0,5%	0,5%
mai-21	1,9%	6,2%
abr-21	2,3%	1,9%
mar-21	8,5%	6,0%
fev-21	-0,3%	-4,4%
jan-21	-4,1%	-3,3%
dez-20	7,3%	9,3%
nov-20	9,6%	15,9%
out-20	-2,9%	-0,7%
set-20	-3,2%	-4,8%
ago-20	2,6%	-3,4%
jul-20	7,9%	8,3%
jun-20	6,3%	8,8%
mai-20	4,4%	8,6%
abr-20	11,1%	10,3%
mar-20	-39,9%	-29,9%
fev-20	-8,5%	-8,4%

Data	Top 10 XP	Ibovespa
jan-20	4,2%	-1,6%
dez-19	9,8%	6,8%
nov-19	3,0%	0,9%
out-19	1,9%	2,4%
set-19	2,5%	3,6%
ago-19	3,5%	-0,7%
jul-19	3,2%	0,8%
jun-19	4,2%	4,1%
mai-19	4,0%	0,7%
abr-19	1,5%	1,0%
mar-19	1,8%	-0,2%
fev-19	-2,2%	-1,9%
jan-19	7,2%	10,8%
dez-18	1,8%	-1,8%
nov-18	2,5%	2,4%
out-18	13,8%	10,2%
set-18	3,8%	3,5%
ago-18	-3,4%	-3,2%
jul-18	9,8%	8,9%



## Assaí (ASAI3)

### Uma história de crescimento, resiliência e alta qualidade

Recomendação

Preço-alvo

Compra

R\$ 22,00

Em dezembro, Assai performou em linha com o Ibovespa. Continuamos a ver o nome como um perfil mais defensivo e com boas perspectivas para os próximos trimestres. Reiteramos Assaí como uma de nossas preferências no setor, uma vez que (i) continuamos acreditando que o formato de Atacadão vai seguir ganhando participação de mercado no varejo alimentar; (ii) resultados no curto-prazo devem continuar fortes, com uma aceleração no 4T devido às conversões do Extra, base fácil de comparação e efeitos da Copa do Mundo/temporada de fim de ano; e (iii) esperamos que a governança corporativa continue melhorando com a redução da influência de Casino na companhia.

**A única empresa puramente exposta ao segmento de Atacarejo listada em bolsa.** O Assaí é a única empresa listada no Brasil totalmente voltada para o segmento do Atacarejo, com 233 lojas (3T22) distribuídas pelo território nacional, o que vemos como positivo para a companhia, uma vez que o formato de Atacarejo é atualmente o principal canal utilizado pelas famílias brasileiras (~66% das cidades brasileiras) segundo pesquisas do setor, e já representa 40% do mercado de varejo alimentar no Brasil, tendo crescido 5p.p. de um ano para o outro, mesmo depois de crescer em ritmo acelerado nos 5/6 anos anteriores. Por fim, destacamos que a empresa é atualmente a maior marca operada pelo Casino no mundo.

**Acelerando conversões; guidance de expansão revisado para 45 lojas.** A aquisição das lojas do Extra que a companhia fez no fim de 2021 vem acelerando o plano de expansão do Assaí, adicionando lojas em localizações estratégicas e com pouca ou nenhuma sobreposição de lojas com o parque atual do Assaí. Além disso, a grande maioria dos pontos de loja estão em áreas metropolitanas, o que deve se traduzir em uma maior capacidade de atendimento de uma demanda cativa do canal B2B (bares e restaurantes próximos) e, ao mesmo tempo, ser uma alternativa mais interessante para os clientes pessoa física, dada a menor distância que eles vão precisar percorrer para encontrar uma loja do Assaí. Destacamos também que as lojas do Extra totalizam uma área de vendas de 470 mil m², com a loja média tendo 6,6 mil m² e 600-700 vagas de estacionamento. Acreditamos que as lojas maiores devem permitir ao Assaí oferecer uma melhor experiência, com maior sortimento de produtos e ofertas de alguns serviços (ex: açougue). Finalmente, a companhia reiterou sua expectativa de entregar pelo menos 45 conversões das lojas Extra até o fim do ano (vs. 40 anteriormente) além de 13 lojas orgânicas, totalizando pelo menos 58 novas lojas em 2022.

**Resultados de curto prazo seguem positivos, alavancados pelas conversões do Extra.** A companhia divulgou seus resultados referentes ao 3T22 com EBITDA 21% acima A/A e 4% acima das nossas expectativas. A receita líquida cresceu 29% A/A, principalmente impulsionado pelo forte plano de expansão da companhia (+44 lojas abertas nos últimos 12 meses), além de uma performance sólida de vendas mesmas lojas (9% A/A). Como resultado, a companhia apresentou o maior ganho de participação de mercado em 2022. Apesar dos desafios de despesas gerais e administrativas decorrentes do seu forte plano de expansão, a rentabilidade também foi sólida, com margem EBITDA caindo 0,4 p.p A/A (ou estável excluindo as despesas pré-operacionais) enquanto a alavancagem operacional compensou o menor nível de margem bruta (-1,5 p.p A/A). Quanto ao lucro líquido, a companhia reportou R\$281 mi, -48% A/A por conta de despesas financeiras mais elevadas, embora 38% acima das nossas expectativas, principalmente devido a capitalização de juros do financiamento da aquisição do Extra (R\$247 mi no trimestre).

[Clique aqui](#) para saber mais sobre a nossa tese para ASAI3.

## Eletrobras (ELET3)

### Eletrobras: um Leviatã surgindo das profundezas

Recomendação

Preço-alvo

Compra

R\$ 71,00

Em dezembro, as ações da Eletrobras tiveram um desempenho inferior ao Ibovespa. Acreditamos que essa performance pode ser atribuída: (i) ao fim do *lock up* do Fundo Mútuo de Privatização (FMP), que permitiu a portabilidade do FMP da Eletrobras para novos FMPs; e (ii) a um aumento na percepção de risco de interferência do novo governo, com a possibilidade de reversão da privatização voltando a ser um tema de questionamento dos investidores. Na nossa visão, a reversão da privatização é muito improvável, dado ao custo do *poison pill*. Continuamos otimistas com as perspectivas da companhia e reiteramos a Eletrobras como nossa *top pick* mantendo nossa recomendação de compra e um preço-alvo de R\$ 71/ação.

**Tese de investimento em poucas palavras.** A Eletrobras é a nossa *top pick* no setor, e o motivo é simples. Devido a natureza regulada do setor, é difícil encontrar uma empresa privada operando repetidamente abaixo dos níveis de eficiência por tantos anos e pronta para implementar todas as iniciativas necessárias para redução de custos. A recente eleição do Sr. Wilson Ferreira para o cargo de CEO foi um forte sinal de que as coisas vão acontecer rapidamente. Sua longa trajetória no setor e experiência recente na companhia apontam para isso.

**Os níveis de PMSO são altos em qualquer métrica de comparação com os pares privados.** Os créditos fiscais são superiores a R\$ 40 bilhões, sem estrutura implementada para monetizá-los. Contingências estão em níveis elevados, com os empréstimos compulsórios ocupando o papel principal, somando R\$ 25,6 bilhões em provisões. Este cenário parece apocalíptico, mas não se deixe enganar. A Eletrobras é enorme e acabou de deixar de ser uma estatal. Todas as medidas para aumentar sua eficiência são atualmente objeto de debate de investidores e prioridade dentro da companhia.

**Existem vários riscos, mas não são incontroláveis.** O risco mais proeminente é de que a Eletrobras não consiga alocar a energia descontratada derivada da migração do regime de cotas para o regime de produto independente a preços favoráveis. Para lidar com esse risco, esperamos que a companhia desenvolva ou adquira uma comercializadora no curto prazo.

**Alternativas de M&A?** Várias, mas principalmente do lado da venda. A Eletrobras já é uma gigante e, como tal, esperamos maior escrutínio do CADE.

[Clique aqui](#) para saber mais sobre a nossa tese para ELET3.



## Grupo Soma (SOMA3)

### Fazendo moda para todos

Recomendação

Preço-alvo

Compra

R\$ 19,00

Em dezembro, ações do Grupo Soma performaram abaixo do Ibovespa. Acreditamos esse desempenho pode ser explicada pelo cenário macro desafiador e, como consequência, um movimento de redução de risco nas carteiras dos investidores, reduzindo suas posições no setor discricionário e de varejo. Apesar disso, reiteramos a ação como uma de nossas preferências no setor, uma vez que acreditamos que o Grupo Soma ex-Hering deve continuar a crescer em um ritmo forte e saudável, enquanto também acreditamos que a companhia será capaz de continuar entregando a reestruturação de Hering, com efeitos positivos contribuindo de forma mais relevante na performance do 4T vs. 3T, embora devemos ver efeitos mais sólidos a partir de 2023.

**Nós destacamos o Grupo Soma (SOMA3) como nossa preferência no segmento por conta de um balanço de risco/retorno assimétrico, execução sólida e perspectivas de crescimento.** Nós esperamos que a empresa continue apresentando um sólido crescimento orgânico, impulsionado principalmente por Hering, Farm, Farm Global e NV. Além disso, temos uma visão construtiva com a reestruturação da Hering, por acreditarmos que a companhia deve ser capaz de entregar crescimento de receita e promover o rejuvenescimento e o desejo pela marca. Do lado de crescimento orgânico (Soma ex-Hering), continuamos enxergando as marcas menores do Grupo como opcionalidades de crescimento, principalmente Foxton (vestuário masculino) e Fábula (vestuário infantil), enquanto acreditamos que a Farm Global deve continuar sendo uma surpresa positiva, alavancada pela entrada da marca no mercado europeu.

**Plataforma líder de moda premium no Brasil.** O Grupo Soma nasceu da fusão entre a Animale com a Farm / Fábula em 2010 e, desde então, desmembrou a A.Brand da Animale e adquiriu Foxton (2015), Cris Barros (2016), Maria Filó (fev/20), NV (out/20) e Hering (abr/21). A empresa é atualmente a plataforma líder de moda em vestuário premium brasileiro, tendo atingido R\$ 3,1 bilhões de receita bruta anual (ex-Hering, nos últimos 12 meses com base no 3T22).

**Em valuation, acreditamos que a companhia continua mal precificada nos preços atuais, mesmo em um cenário conservador.** Escrevemos recentemente um segundo relatório trazendo uma discussão sobre a avaliação das ações da companhia de uma forma diferente, realizando uma análise ([link](#)) de Soma das Partes (SOTP) dividida em i) Hering – em reestruturação; ii) Farm Global – uma marca de moda em ascensão e iii) Grupo Soma Brasil – uma operação mais madura e premium. Nossa conclusão foi de que continuamos vendo uma assimetria de valor na companhia, com Hering negociando abaixo de 8x P/L de 2023 nos preços atuais (assumindo o Grupo Soma Brasil negociando em linha com a ARZZ3 e Farm Global em 25x P/L).

[Clique aqui](#) para saber mais sobre a nossa tese para SOMA3.

## Hypera (HYPE3)

### Qualidade e alto crescimento

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 56,50

Acreditamos que o desempenho da Hypera acima do mercado ao longo de dezembro foi devido à (i) seu perfil defensivo, com um beta abaixo da média do mercado, o que pode atrair investidores em cenários global e doméstico difíceis e (ii) boas expectativas em relação aos resultados esperados para a empresa nos curto e médio prazos, com crescimento contínuo trimestre após trimestre, mantendo a tendência apresentada nos últimos períodos.

**Crescimento consistente e acima do mercado.** A Hypera tem proporcionado crescimento orgânico de dois dígitos em todos os trimestres desde o 4T20, também ganhando participação de mercado, dado que o crescimento de receita foi maior do que o do mercado ao longo do período. Além disso, vale ressaltar que durante a pandemia a empresa conseguiu registrar números sólidos de receita sem ser impactada negativamente como foi o caso de outras empresas de saúde.

**A melhor gestão de marcas.** Em 2021, a Hypera concluiu a aquisição de um portfólio de marcas da Takeda, e o desempenho desses produtos tem sido positivo tanto em termos de vendas quanto em termos de margens. Mais recentemente, em 2022, a empresa adquiriu um portfólio de marcas da Sanofi, e esperamos que tenha um desempenho igualmente positivo o qual deve refletir em crescimento de receita e expansão de margens.

**Explorando um novo mercado.** Durante o seu investor day, a Hypera deu mais detalhes sobre sua entrada no mercado institucional, com um mercado endereçável de R\$59B. Segundo a empresa, a mesma pretende acelerar sua expansão neste segmento de rápido crescimento, atingindo entre 10% e 15% da receita total da companhia até 2028 e impulsionando grande parte do seu crescimento futuro.

**Uma tese de qualidade.** A alta conversão de caixa operacional da empresa (FC Operacional/EBITDA de 64% em média de 2019 a 2021) e o alto ROIC (13% em média de 2019 a 2021) indicam que a empresa é operacionalmente eficiente. Tal fator se traduz em um ROE médio entre 2019-2021 de 15%, mostrando a capacidade que a empresa tem de gerar valor consistentemente.

[Clique aqui](#) para saber mais sobre a nossa tese para HYPE3.

## Iguatemi (IGTI11)

### Recuperação pós-pandemia mais rápida do que o esperado

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 28,00

No mês de dezembro, as ações da Iguatemi caíram aproximadamente em linha com o Ibovespa, com a variação dos juros longos no mês afetando o desempenho dos papéis. Mesmo assim, continuamos com uma visão construtiva para IGTI11, dado a perspectiva positiva para as vendas do 4T22, somada à um nível saudável de taxas de ocupação e inadimplência, que devem impulsionar as renovatórias de aluguel da empresa em 2023.

**A Iguatemi é uma das maiores empresas full service no setor de shopping centers do Brasil.** Atualmente, a companhia possui participação em 14 shoppings centers, 2 outlets premium e 3 torres corporativas, que somam cerca de 711 mil m<sup>2</sup> de ABL. A empresa tem como foco clientes da classes A e B nas regiões Sul, Sudeste e Centro-Oeste do país. Além disso, a empresa também está focada no desenvolvimento de projetos multiuso no entorno de seus shoppings, a fim de capturar sinergias entre esses empreendimentos e seus shoppings.

**Portfólios sólidos provavelmente recuperarão mais rapidamente do que a média.** A Iguatemi possui um portfolio de shoppings dominantes e produtivos focados principalmente em clientes de alta renda (classe A/B), que vemos como mais resilientes neste cenário desafiador pós-pandemia. Por esse motivo, acreditamos que a Iguatemi está bem posicionada para apresentar uma recuperação mais rápida do que a média do setor no médio e longo prazo.

**Potencial de crescimento principalmente por meio de aquisições, desenvolvimento de novos projetos e a expansão do Iguatemi 365.** Apesar da baixa visibilidade de novos greenfields (novas construções), vemos espaço para o crescimento da companhia por meio de aquisições de participação em shoppings próprios (ativos de terceiros são uma possibilidade, mas vemos a Iguatemi altamente seletiva em novos alvos potenciais), bem como desenvolvimento de novas expansões, torres corporativas e projetos de incorporação imobiliária dado seu vasto banco de terrenos próximos aos seus shoppings. Por fim a plataforma Iguatemi 365 vem apresentando números operacionais sólidos, o que deve continuar impulsionando parte do crescimento da companhia.

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

## Itaú Unibanco (ITUB4)

### Um *player* bem posicionado e de qualidade

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 34,00

Em dezembro, as ações do Itaú Unibanco (ITUB4) caíram, sendo o segundo mês consecutivo de queda. No mês, as ações apresentaram um retorno acima do IBOV e mas abaixo do IFNC (-2,4% e 0,0% no mesmo período, respectivamente). Atribuímos esta performance as preocupações dos investidores em relação aos impactos para os balanços das instituições financeiras de uma expectativa de um cenário macro com vagaroso crescimento econômico, juros em patamar elevado mantidos por mais tempo e condições financeiras das famílias apertadas. Apesar da queda no mês, reiteramos que o Itaú segue com operação mais eficiente entre os grandes bancos brasileiros, o que o coloca em boa posição para navegar o cenário macroeconômico desafiador que está por vir. Ademais, 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\$ 34,0/ação para o final de 2022.

**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, adquirencia 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* (6,9x P/E e 1,3x P/VP versus 6,4x e 0,9x para o Bradesco em 2023) 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.

## JBS (JBSS3)

### Diversificação diminuindo a ciclicidade nos resultados

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 58,10

As ações da JBS tiveram desempenho levemente negativo em dezembro, o que atribuímos à piora das perspectivas da recessão global. Continuamos positivos com a tese da JBS e mantemos a companhia como nossa *top pick* dentro do setor de proteínas, pois acreditamos que a empresa possui uma plataforma multiproteica e multigeográfica única, ajudando a compensar a ciclicidade nos resultados da empresa. Além disso, estimamos a companhia negociando em múltiplos bem abaixo das médias históricas e vemos JBS como um nome defensivo dado que a maior parte da sua receita se dá em dólares.

**Uma plataforma global.** Embora vejamos Minerva e BRF com um melhor momento de curto prazo considerando a atual dinâmica de mercado para os players mencionados, além da acomodação das operações da US Beef, preferimos um player mais diversificado, pois a estratégia multi-proteína e multi-geografia da JBS já começou a Pague. A JBS vem aumentando sua diversificação e portfólio por intensa atividade de M&A nos últimos anos e, além de carne bovina, suína e de aves no Brasil e nos EUA, a empresa expandiu para carne bovina, suína, ovina e pescada na Austrália e aves na Austrália Europa, e também está aumentando os investimentos no mercado de proteínas alternativas, além de aumentar seu portfólio de produtos não commodities.

Diante do referido processo de diversificação, não desconsideramos que a empresa passou por uma análise de reclassificação pelo mercado, o que poderia potencialmente aumentar seu múltiplo médio de negociação. Como ilustração, os alimentos Tyson têm um múltiplo de negociação médio de ~ 10,5x

[Clique aqui](#) para saber mais sobre a nossa tese para JBSS3.



## PetroRio (PRIO3)

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

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 41,60

No último mês, a Prio obteve performance resiliente na bolsa, subindo acima do Ibovespa apesar da queda do petróleo e de ruídos de governança e de operação (PRIO3 +2,1% vs. -2,4% do índice Ibovespa). No relativo do setor, a empresa se destacou positivamente, pois investidores ainda buscam ter exposição à commodity, mas avistam um risco aumentado em relação ao setor, sobretudo em relação a Petrobras, com ampliação do risco político.

**A PRIO é uma empresa Jr de O&G focada na revitalização de campos offshore maduros no Brasil.** A empresa foi fundada em 2008 para explorar ativos de petróleo e gás na Bacia do Solimões. Em 2009, a empresa mudou seu 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. Com isso, a HRT mudou sua estratégia centrada na exploração para focar 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 desenvolveu intensa atividade de M&A, 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 gigante na produção de O&G, mas também pela redução de custos e melhoria na geração de caixa. Olhando para frente, crescimento inorgânico e redução de royalties são pontos positivos que não estão em nossos números. Abaixo, descrevemos os principais destaques da tese:

**Histórico comprovado na geração de valor para o acionista:** Desde o turnaround, a PRIO vem mostrando um histórico notável em sua estratégia de crescimento por meio de M&As, focando 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 multiplicou por 34 vezes desde o início de 2014.

**Crescimento sem Riscos Exploratórios:** A produção deve mais que dobrar nos próximos anos impulsionados pela aquisição da Albacora Leste e o desenvolvimento de Wahoo. Vemos a PRIO como a melhor Jr de O&G brasileira. para continuar crescendo com altos retornos para os próximos anos. Mapeamos diversos ativos próximos aos atuais campos da PRIO, proporcionando muitas oportunidades de M&A no curto, médio e longo prazo.

**Produtor de Baixo Custo:** O efetivo controle de custos e captura de sinergias permitiu à PRIO reduzir seu custo de extração de ~US\$ 40/bbl em 2017 para ~11/bbl. Nos próximos anos, devido ao aumento da produção, podemos ver o custo em torno de ~US\$ 6/bbl..

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



## Rumo (RAIL3)

### Dinâmica de preços se recuperando e implicando em um forte momento

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 24,00

Em dezembro, a Rumo teve um desempenho abaixo do Ibovespa. Apesar disso, mantemos o otimismo do mercado em relação às perspectivas da empresa para 2023. Além disso, após nossa visita ao principal terminal ferroviário (TRO) da Rumo no mês passado, tivemos uma impressão positiva do ambiente de negócios no estado e das fortes perspectivas de receita da Rumo para o ano que vem. Olhando para o futuro, esperamos bons resultados para o 4T22 apesar da sazonalidade mais fraca do trimestre (a empresa recentemente revisou o *guidance* para 2022 para cima), respaldado por: (a) perspectivas sólidas de safra de milho no Mato Grosso; e (b) maior competitividade tarifária de sua rota de exportação Rondonópolis-Santos (mais barata que o Arco Norte [Sorriso-Barcarena]).

**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 os estados do Sul do Brasil, onde quatro dos maiores portos do Brasil estão localizados 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 dentro de três concessões nos estados de Mato Grosso, São Paulo, Goiás e Tocantins, e operações de terminais portuários no porto de Santos; (ii) Operações Sul: transporte ferroviário ao longo de duas concessões ferroviárias nos estados de Mato Grosso do Sul, Paraná e Rio Grande do Sul; e (iii) Brado Logística: sua subsidiária de logística de contêineres.

**A Rumo registrou volumes sólidos em linha com o *guidance* recente (+11% A/A em Nov/22)**, sustentado principalmente por uma forte temporada de milho (volumes +65% A/A em Nov/22 e +84% A/A em '22 YTD). Esperamos que os volumes continuem fortes no 4T22 apoiados por: (i) boas perspectivas de colheita de milho no Mato Grosso; e (ii) maior competitividade tarifária de sua rota de exportação Rondonópolis-Santos (agora alinhada com o Arco Norte [Sorriso-Barcarena]). Em uma base LTM, a Rumo continuou a ganhar participação de mercado (44% em Nov'22 LTM, vs. 42% em 2021 e 40% em 2020), com o Arco Norte (incluindo HBSA) subindo ligeiramente em 32% (vs. 31 % em 2021 e 34% em 2020).

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

## Vale (VALE3)

### Valor ainda alto para o acionista, preocupações exageradas

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 97,10

A empresa teve uma performance resiliente no último mês (+4,0% vs. -2,4% do índice Ibovespa) mas bastante sólida considerando últimos dois. O desempenho acompanhou a alta o minério de ferro, impulsionada pelo otimismo quanto a reabertura econômica da China. É uma das nossas favoritas do setor, que ainda segue descontado.

**A Vale é uma das maiores produtoras de minério de ferro e pelotas de minério de ferro.** A companhia também produz cobre, níquel, carvão, minério de manganês e outros metais. Os principais segmentos da Vale incluem minerais ferrosos, que compreende a produção e extração de finos e pelotas de minério de ferro, manganês e ferroligas e outros produtos e serviços ferrosos; Carvão, que engloba a extração de carvão metalúrgico e térmico e seus serviços logísticos; Metais básicos, que inclui a produção e extração de níquel e cobre. Abaixo estão os destaques da nossa tese de investimentos:

**Prêmio de qualidade do minério e retomada da produção adiante.** Esperamos que os prêmios de qualidade mais altos no futuro ajudem a reduzir o desconto que a Vale negocia atualmente quando comparado aos pares, em termos de múltiplo EV/EBITDA. Na nossa visão, a retomada da produção pode levar a Vale a um nível normalizado de 380 milhões de toneladas por ano em 2024.

**Forte geração de caixa.** Apesar da forte queda dos preços de minério de ferro, ainda acreditamos que a Vale seja uma forte geradora de caixa, mesmo considerando os patamares atuais.

**Múltiplos atrativos.** Em nossa opinião, a Vale está negociando a um múltiplo EV/EBITDA de 2,50x 2022E abaixo da média histórica, e esperamos que essa diferença reduza adiante, frente a distribuição de dividendos diante da forte geração de caixa, melhores práticas ambientais, sociais e de governança.

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



# Disclaimer

- 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 nº 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) Os produtos apresentados neste relatório podem não ser adequados para todos os tipos de cliente. Antes de qualquer decisão, os clientes deverão realizar o processo de suitability e confirmar se os produtos apresentados são indicados para o seu perfil de investidor. Este material não sugere qualquer alteração de carteira, mas somente orientação sobre produtos adequados a determinado perfil de investidor.
- 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 772 0202. 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: 0800-722-3730.
- 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) 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. 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.
- 15) ESTA INSTITUIÇÃO É ADERENTE À RESOLUÇÃO CVM Nº 16/2021.



# EXPERT PASS

## ESTRATÉGIA

---

Fernando Ferreira, CFA  
Estrategista-Chefe e Head do  
Research

Jennie Li, CFA  
Estrategista de Ações

## ESG

---

Marcella Ungaretti  
Analista ESG

## EQUITY RESEARCH

---

André Vidal  
Metais e Mineração. Papel e  
Celulose, e Óleo e Gás

Bernardo Guttman  
TMT

Danniela Eiger  
Varejo

Maíra Maldonado  
Energia e Saneamento

Leonardo Alencar  
Agro, Alimentos e Bebidas

Rafael Barros  
Saúde, Educação e Small Caps

Ygor Altero  
Construção Civil e Shoppings

Pedro Bruno  
Transportes e Bens de Capital

Lucas Laghi  
Bens de Capital e Transportes

Renan Manda  
Bancos e Instituições  
Financeiras