

Sem alterações para fevereiro

Fevereiro 2024



Sem alterações na carteira para fevereiro.

Empresas com menor valor de capitalização. A Carteira Top Small Caps XP possui as melhores ações *small caps* sob nossa cobertura e que possam apresentar um desempenho acima do Ibovespa no horizonte de longo prazo. A composição da carteira é analisada mensalmente, 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: (i) empresas que possuem capitalização de mercado inferior a R\$ 10 bilhões; (ii) visão de longo prazo; (iii) nomes de empresas com boas perspectivas de crescimento; (iv) ações com valuation atraentes.

Desempenho. Em janeiro, nossa carteira de ações caiu 0,6%, superando a performance de -4,8% do Ibovespa. Desde o início da carteira, em maio de 2021, ela subiu 50,0%, enquanto o Ibovespa 7,5%.

Fernando Ferreira

Estrategista-Chefe e Head do
Research

Jennie Li

Estrategista de Ações

Research XP

Companhia	Ticker	Setor	Peso	Recomendação	Preço atual	Preço-alvo	Upside	Valor de mercado (Bln)
3R	RRRP3	Óleo, Gás e Petroquímicos	10%	Compra	R\$ 27,38	R\$ 56,50	106%	R\$ 6,6
Ânima	ANIM3	Educação	10%	Restrito	R\$ 4,39	Restrito	Restrito	R\$ 1,7
BR Partners	BRBI11	Bancos	10%	Compra	R\$ 15,90	R\$ 20,00	26%	R\$ 1,7
Copasa	CSMG3	Saneamento	10%	Compra	R\$ 21,37	R\$ 26,00	22%	R\$ 8,1
Cury	CURY3	Construção Civil	10%	Compra	R\$ 18,50	R\$ 21,00	14%	R\$ 5,4
Oncoclínicas	ONCO3	Saúde	5%	Compra	R\$ 11,59	R\$ 18,60	60%	R\$ 5,9
Randon	RAPT4	Bens de Capital	10%	Compra	R\$ 11,70	R\$ 18,00	54%	R\$ 3,8
Santos Brasil	STBP3	Transportes	10%	Compra	R\$ 10,08	R\$ 12,60	25%	R\$ 8,7
Vivara	VIVA3	Varejo	10%	Compra	R\$ 33,80	R\$ 38,00	12%	R\$ 7,9
Viveo	VVEO3	Saúde	5%	Compra	R\$ 10,10	R\$ 24,00	138%	R\$ 3,2
Vulcabras	VULC3	Varejo	10%	Restrito	R\$ 18,82	Restrito	Restrito	R\$ 4,6



Índice



3. Mudanças na carteira

4. Diversificação setorial e múltiplos

5. Desempenho

6. Ações

7. 3R Petroleum (RECV3)

8. Ânima (ANIM3)

9. BR Partners (BRBI11)

10. Copasa (CSMG3)

11. Cury (CURY3)

12. Oncoclínicas (ONCO3)

13. Randoncorp (RAPT4)

14. Santos Brasil (STBP3)

15. Vivara (VIVA3)

16. Viveo (VVEO3)

17. Vulcabras (VULC3)

Mudanças na carteira

1 de fevereiro de 2024

Estratégia | Carteira XP

Sem alterações para fevereiro

Sem alterações para fevereiro.



Diversificação setorial & Múltiplos

1 de fevereiro de 2024

Estratégia | Carteira XP

Sem alterações para fevereiro

A Carteira Top Small Caps XP é composta por dez papéis e procuramos uma exposição setorial diversificada.

As principais características que buscamos nos papéis que compõem a carteira são: (i) empresas que possuem capitalização de mercado inferior a R\$ 10 bilhões; (ii) visão de longo prazo; (iii) nomes de empresas com boas perspectivas de crescimento; (iv) ações com valuation atraentes.

Os pesos de cada ação podem variar mês a mês, e seguem a nossa convicção em relação à empresa e ao setor dado o cenário atual.

Figura 1: Diversificação sectorial - % valor de mercado

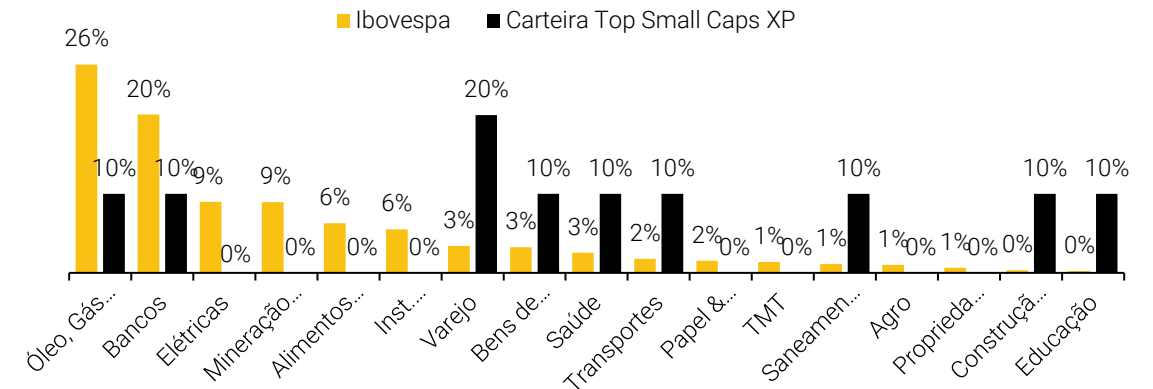


Figura 2: Carteira Top Small Caps XP

Companhia	Ticker	Setor	Peso	Recomendação	Preço atual	Preço-alvo	Upside	P/L		EV/EBITDA		Valor de mercado (Bln)
								2024	2025	2024	2025	
3R	RRRP3	Óleo, Gás e Petroquímicos	10%	Compra	R\$ 27,38	R\$ 56,50	106%	4,6x	2,3x	3,0x	2,0x	R\$ 6,6
Ânima	ANIM3	Educação	10%	Restrito	R\$ 4,39	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito	R\$ 1,7
BR Partners	BRBI11	Bancos	10%	Compra	R\$ 15,90	R\$ 20,00	26%	30,5x	25,5x	5,6x*	5,2x*	R\$ 1,7
Copasa	CSMG3	Saneamento	10%	Compra	R\$ 21,37	R\$ 26,00	22%	6,6x	5,0x	3,0x	2,0x	R\$ 8,1
Cury	CURY3	Construção Civil	10%	Compra	R\$ 18,50	R\$ 21,00	14%	8,6x	7,4x	6,1x	4,6x	R\$ 5,4
Oncoclínicas	ONCO3	Saúde	5%	Compra	R\$ 11,59	R\$ 18,60	60%	15,4x	10,4x	7,0x	5,0x	R\$ 5,9
Randon	RAPT4	Bens de Capital	10%	Compra	R\$ 11,70	R\$ 18,00	54%	7,7x	6,0x	3,9x	3,3x	R\$ 3,8
Santos Brasil	STBP3	Transportes	10%	Compra	R\$ 10,08	R\$ 12,60	25%	15,9x	12,9x	7,8x	5,7x	R\$ 8,7
Vivara	VIVA3	Varejo	10%	Compra	R\$ 33,80	R\$ 38,00	12%	17,7x	13,9x	13,1x	8,2x	R\$ 7,9
Viveo	VVEO3	Saúde	5%	Compra	R\$ 10,10	R\$ 24,00	138%	30,3x	6,6x	5,4x	5,2x	R\$ 3,2
Vulcabras	VULC3	Varejo	10%	Restrito	R\$ 18,82	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito	R\$ 4,6



Desempenho

1 de fevereiro de 2024
Estratégia | Carteira XP

Figura 3: Desempenho da Carteira Top Small Caps XP vs. Ibovespa

	Desde o início	2024	Últimos 12 meses	jan-24	dez-23	nov-23	out-23	set-23	ago-23	jul-23	jun-23	mai-23	abr-23	mar-23	fev-23	2023	2022
Top Small Caps XP	50,0%	-0,6%	29,0%	-0,6%	9,2%	13,5%	-9,5%	-0,9%	-4,0%	7,5%	10,1%	14,3%	1,8%	-5,8%	-6,2%	40,5%	14,1%
Ibovespa	7,5%	-4,8%	12,6%	-4,8%	5,4%	12,5%	-2,9%	0,7%	-5,1%	3,3%	9,0%	3,7%	2,5%	-2,9%	-7,5%	22,3%	4,7%

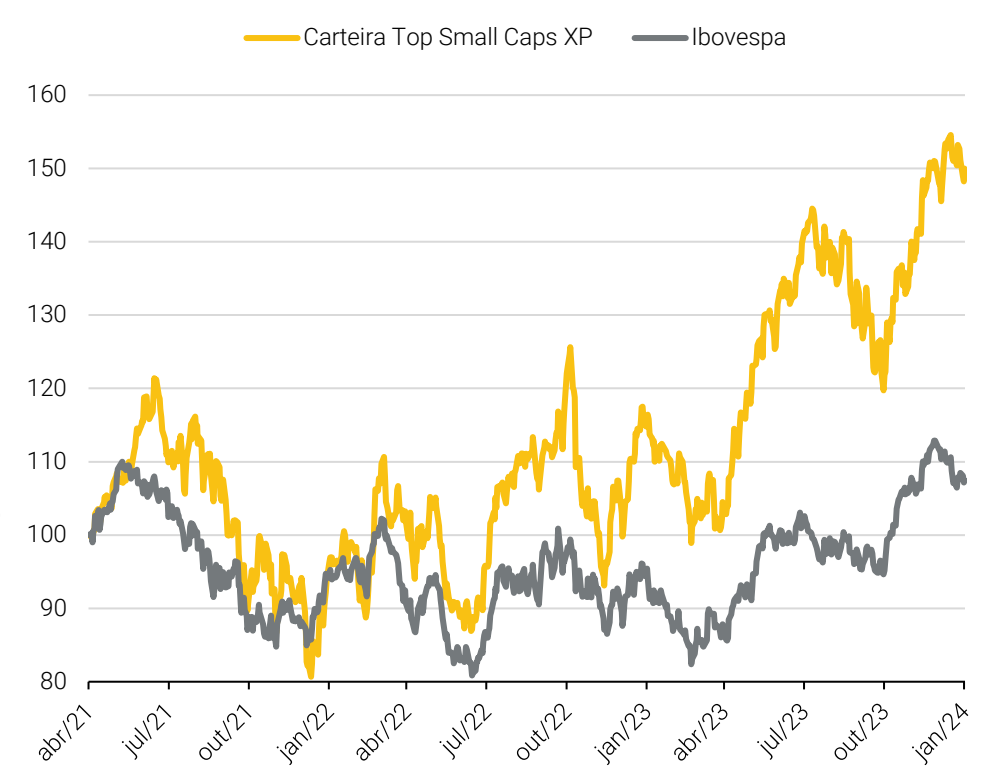
Figura 4: Desempenho de cada ativo

Companhia	Ticker	Setor	Peso	Data de entrada na carteira	Desempenho desde entrada	Desempenho no mês	Desempenho em 2023
3R	RRRP3	Óleo, Gás e Petroquímicos	10%	nov/23	-15,6%	4,2%	4,2%
Ânima	ANIM3	Educação	10%	ago/23	-8,7%	-1,6%	-1,6%
BR Partners	BRBI11	Bancos	10%	dez/23	17,9%	4,3%	4,3%
Copasa	CSMG3	Saneamento	10%	dez/23	21,5%	4,3%	4,3%
Cury	CURY3	Construção Civil	10%	nov/22	59,8%	2,8%	2,8%
Oncoclínicas	ONCO3	Saúde	5%	jun/23	5,8%	-10,8%	-10,8%
Randon	RAPT4	Bens de Capital	10%	dez/23	7,4%	-8,6%	-8,6%
Santos Brasil	STBP3	Transportes	10%	ago/22	75,4%	7,6%	7,6%
Vivara	VIVA3	Varejo	10%	abr/23	55,7%	-1,3%	-1,3%
Viveo	VVEO3	Saúde	5%	jan/24	-27,6%	-27,6%	-27,6%
Vulcabras	VULC3	Varejo	10%	jun/23	31,9%	0,5%	0,5%

Figura 5: Indicadores de desempenho desde o início da carteira

Indicador	Top Small Caps	Ibovespa
Sharpe	0,8	0,1
Volatilidade	24,0%	16,3%
Beta	1,2	-

Figura 6: Desempenho da Carteira Top Small Caps vs. IBOV (100 = 30 abr. 2021)





Nossa carteira Top Small Caps

Ações

3R Petroleum (RRRP3)

1 de fevereiro de 2024

Estratégia | Carteira XP

Uma petroleira Jr. em promoção

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 56,50

Em janeiro, a 3R teve desempenho superior ao Ibovespa (-4,8%) subindo 4,2%. Atribuímos o bom desempenho ao anúncio de uma proposta de M&A feita pela Maha, propondo o desmembramento das suas operações onshore e fusão com a RECV. Acreditamos que, mesmo que essa proposta não avance, ela destaca sobre o potencial de consolidação e o baixo preço das ações de ambas as empresas, o que deve ajudar ambas as teses de investimento. Além disso, admitimos que a empresa ainda possui muitos desafios de execução, mas estamos mais confiantes de que ela vai atingir suas metas. Mantemos nossa recomendação de compra.

Para o valuation, chegamos ao preço-alvo de R\$ 56,50/RRRP3 para o final de 2024, com base na metodologia de fluxo de caixa descontado, utilizando WACC nominal de R\$ 15,8%. Assumimos: (i) capex 2P para todos os campos; (ii) e curva de produção de 1P para todos os campos.

A saga de Potiguar finalmente chegou ao fim. Isso resolve um dos principais riscos para a tese de investimento, já que o negócio foi fechado com sucesso no início de junho. Com o Polo Potiguar, a empresa adicionará aproximadamente 22,4 kbbl/d de produção de O&G, ultrapassando uma produção total de 42 kbbl/d e tornando-se a segunda maior produtora independente de O&G do Brasil. O complexo industrial de Guamaré inclui três UPGNs (duas atualmente hibernadas com capacidade de 1,8 m3/d cada), além de uma pequena refinaria (Clara Camarão, que esperamos contribuir com mais de US\$ 400 milhões em EBITDA anual em plena capacidade de produção). Essa aquisição proporciona independência operacional e comercial da Petrobras para parcela significativa da produção da companhia.

O foco dos investidores está de volta à execução. Além de ser uma empresa mais jovem e com um histórico mais curto, a Companhia vem entregando abaixo das expectativas e da curva de produção de relatórios de certificação. Até o 1º semestre 2023, o cluster Potiguar estava atingindo ~90% de suas estimativas de 1P e ~85% de seu 2P, enquanto o cluster do Recôncavo estava em ~90% de suas estimativas de 1P e ~60% de suas estimativas de 2P. O campo de Papa-Terra estava apresentando um desempenho de ~80% de suas estimativas de 1P e ~70% de suas estimativas de 2P, e Peroá estava ligeiramente excedendo suas curvas 1P e 2P.

A empresa encontrou vários desafios que impactaram em seus resultados recentes. Isso inclui gargalos de abastecimento, limitações no fluxo de caixa, paradas de produção e efeitos pontuais relacionados à integração de novos ativos. Além disso, no 1T23, a empresa ficou aquém do CAPEX programado, o que pode levar a novas revisões negativas na curva de produção. No entanto, a administração segue confiante de que os desembolsos totais do ano serão alcançados, com previsão de aceleração no segundo semestre. **A conclusão do negócio potiguar permite que a gestão mude seu foco para a execução.**

Apesar desses riscos, notamos que, mesmo com premissas conservadoras e uma taxa de desconto mais alta, chegamos a um alto potencial para nosso preço-alvo e TIR das ações, **o que respalda nossa recomendação de compra no nome.**

Gatilhos a serem observados: possíveis problemas de integração dos ativos em Potiguar (upstream e downstream), resolução dos problemas de armazenagem e preço de venda, evolução da produção e CAPEX realizado vs programado.

[Clique aqui para saber mais sobre a nossa tese para RRRP3.](#)



Ânima (ANIM3)

1 de fevereiro de 2024

Estratégia | Carteira XP

Aceleração de resultados à frente

Recomendação

Restrito

Preço-alvo

Restrito

Desempenho do último mês: *Restrito por compliance.*

Descrição da empresa: *Restrito por compliance.*

[Clique aqui para saber mais sobre a nossa tese para ANIM3.](#)



Uma boa opção para surfar a queda dos juros

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 20,00

Em janeiro, as ações da BR Partners (BRBI11) subiram 4,3%, acima do IBOV e do IFNC (-4,8% e -4,6% no mesmo período, respectivamente). Atribuímos o desempenho do mês às expectativas de uma melhora nas atividades dos mercados de capitais em 2024. Também vemos a expansão do portfólio de serviços do banco como um catalisador para manter o crescimento combinado com rentabilidade. Por fim, o banco recentemente concluiu um follow-on, o que deve aumentar a liquidez de suas ações. Como resultado, temos uma recomendação de Compra e um preço-alvo de R\$20,00 por unidade para 2024.

Um histórico sólido e um modelo de negócio resiliente. O BR Partners conseguiu apresentar resultados sólidos mesmo durante a recessão cíclica a que assistimos nos últimos trimestres. A empresa diversificou a sua carteira de serviços, entrando no setor da reestruturação de dívidas, o que aumentou a parte recorrente das suas receitas. Acreditamos que o pior já passou e que o banco está bem posicionado para se beneficiar da retomada que ainda está para vir. Com o seu modelo de negócio baseado em poucos ativos imobilizados, é provável que a sua alavancagem operacional aumente os seus lucros.

Um modelo de sociedade bem concebido é a base de uma boa execução. Ninguém contesta o fato de que Banco de Investimento ser uma atividade baseada na capacidade de conceber soluções eficientes para as complexas exigências das empresas. E para isso, pessoas e experiência desempenham papéis cruciais. Portanto, um modelo de sociedade que alinhe executivos, sócios e acionistas, deixando-os confortáveis para trabalharem juntos continuamente, aumenta as chances de sucesso da franquia. Por isso, vemos com bons olhos os recentes movimentos do *partnership* no sentido de aumentar sua participação no Capital Social. Este movimento abre espaço não só para a entrada de novos sócios, mas também aumenta a participação dos sócios atuais que continuam a destacar-se.

Gestão de patrimônio. Nos últimos anos, o BR Partners tem investido tempo e energia para descobrir a melhor forma de estruturar uma área de gestão de patrimônios (orgânica ou através de fusões e aquisições). Recentemente, anunciaram que chegaram a um acordo com uma equipe de executivos experientes para se juntarem à empresa e desenvolverem "do zero". Parabenizamos esta iniciativa, em grande parte devido à complementaridade com a sua atividade atual. Assim, esperamos que este negócio se desenvolva mais rapidamente em resultado da captação de novos fundos pelo time comercial, combinada com as receitas das transações geradas por outras unidades do banco (sinergias).

[Clique aqui para saber mais sobre a nossa tese para BRBI11.](#)

Barata em todos os cenários

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$26.00

A Copasa performou acima do Ibovespa em janeiro. Durante o mês a discussão no noticiário sobre uma potencial federalização da Companhia continuou. Continuamos céticos quanto a essa potencial federalização, e vemos o papel como um player de dividendos relevantes e *valuation* atrativo.

Embora acreditemos que as perspectivas de privatização são muito mais distantes do que as da Sabesp, a Companhia está negociando com um *valuation* muito atrativo, com EV/RAB de 0,73x, EV/EBITDA de 4,5x e tem um *dividend yield* projetado de 7,4% para 2024. Os principais riscos para a Companhia, em nossa opinião, são a interferência política e o curto prazo para o fim da sua concessão mais relevante: Belo Horizonte.

Perspectivas de privatização. A privatização da Copasa apresenta alguns obstáculos relevantes para sua implementação. o principal deles é a necessidade de mudança na Constituição do Estado de Minas Gerais (necessário 3/5 dos votos na Assembleia do Estado) para retirar a cláusula do referendo. Destacamos também as potenciais negociações com municípios, especialmente Belo Horizonte, o mais relevante no portfólio da Copasa, cuja concessão expira em 2032. É importante ressaltar que a concessão só poderá ser prorrogada se o estado privatizar a Companhia e o município concordar.

Valuation muito atrativo. A Copasa está sendo negociada a um múltiplo EV/RAB de 0,73x EV EBITDA de 4,5x, tem um *dividend yield* projetado de 7,4% para 2024 (desconsiderando distribuição extraordinária). Embora acreditemos que um desconto nos múltiplos da Sabesp pareça razoável, dada a situação de cada empresa em relação às perspectivas de privatização e liquidez, acreditamos que o desconto atual é muito acentuado. Esperamos que a Universalização mantenha a empresa aumentando sua RAB, e os resultados poderão seguir o que deveria ser refletido no pagamento de dividendos (que sob a política atual deveria estar entre 25% a 50%).

Nosso cenário base pressupõe que a Companhia continuará sendo uma estatal, representando um preço-alvo de R\$ 26,0/ação

[Clique aqui para saber mais sobre a nossa tese para CSMG3](#)

Superando os pares no setor das construtoras de baixa renda

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 21,00

Em janeiro, a Cury superou o desempenho do Ibovespa, bem como da maioria das ações de construtoras. Em nossa opinião, isso pode ser explicado por sua positiva prévia operacional do 4T23 divulgada este mês (clique [aqui](#) para obter mais detalhes), mostrando um desempenho operacional robusto devido a um nível recorde de geração de caixa. Além disso, as potenciais revisões de lucros da MRV e da Tenda implicaram em um movimento de redução de risco no setor, levando a uma preferência por nomes com um momento de resultados mais forte, o que, em nossa opinião, impactou positivamente a Cury e a Direcional. Em suma, continuamos vendo espaço para que a empresa supere as estimativas de consenso nos próximos trimestres, o que deve ser um gatilho positivo para as ações.

Empresa regional com um histórico sólido. Fundada em 1963, a Cury é uma construtora voltada para o segmento de baixa renda, atuando principalmente por meio do programa habitacional Minha Casa, Minha Vida. Ao longo de sua história, a Cury se estabeleceu no topo do programa MCMV (Faixa 3), e um pouco acima do programa habitacional ("Faixa 4"). A empresa atua também no segmento de média renda, fora do programa de habitação popular e com preços por unidade um pouco mais elevados. A Cury atua principalmente nos estados de São Paulo e Rio de Janeiro, ao contrário de outros pares listados que possuem uma presença geográfica mais ampla.

Esperamos que o segmento de baixa renda permaneça resiliente. Continuamos a ver resiliência no segmento de baixa renda em 2023 devido a uma combinação positiva de (i) atualizações para o programa MCMV impulsionando o poder de compra dos consumidores e aumentando o mercado endereçável das construtoras de baixa renda, devido ao aumento dos preços teto do programa; (ii) demanda reprimida devido ao grande déficit habitacional no Brasil; e (iii) recursos robustos provenientes do FGTS.

Concentração em SP e RJ deve continuar sendo uma vantagem competitiva. Esperamos que a Cury continue concentrando suas operações em São Paulo e Rio de Janeiro, o que favorece (i) um monitoramento próximo dos esforços de vendas; e (ii) expertise na aquisição de terrenos. Além disso, ainda vemos espaço para crescimento na produção de unidades nessas regiões. Atualmente, a Cury possui cerca de 26 mil unidades em produção (2T23) em comparação com cerca de 30 mil unidades quando a empresa focava na faixa 1 do programa MCMV. Portanto, acreditamos que a Cury tem espaço para expandir os lançamentos sem aumentar significativamente a capacidade de produção, favorecendo ganhos de eficiência.

Foco na rentabilidade. A Cury conseguiu entregar retornos fortes e consistentes (ROAes de 58% em média de 2017-2020) e esperamos que continue apresentando retornos líderes do setor daqui para frente. Atribuímos o ROE robusto à sua sólida execução, alta rotatividade e baixa necessidade de capital de giro. Como resultado, a Cury conseguiu consistentemente apresentar margens brutas fortes e estáveis ao longo de 2021, aumentando seu preço médio de venda por unidade, como resultado de seu foco no topo do grupo 3 do programa MCMV, mantendo a velocidade de vendas (VSO) em níveis saudáveis.

[Clique aqui para saber mais sobre a nossa tese para CURY3.](#)

Oncoclínicas (ONCO3)

1 de fevereiro de 2024

Estratégia | Carteira XP

Uma opção defensiva em meio a um cenário de volatilidade

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 18,60

Acreditamos que o desempenho da ONCO3, abaixo do Ibovespa no mês, foi provavelmente devido ao perfil de beta alto do setor de saúde, dado que, com algumas exceções, as ações sob nossa cobertura tiveram performances abaixo do Ibovespa em janeiro, sem nenhum sinal claro de mudança das dinâmicas macro e microeconômicas.

Garantindo participação em mercados importantes. A empresa fechou acordos com importantes prestadores e operadoras de planos de saúde em alguns dos maiores mercados do Brasil. Na região metropolitana de São Paulo – um mercado que compreende 19,5% do total de planos de saúde no Brasil – a Oncoclínicas firmou acordos de exclusividade com a CNU e a Porto Seguro, garantindo aproximadamente 6,5% do mercado ([veja o relatório](#)). No Distrito Federal – com 2% do total de planos de saúde no Brasil – a companhia fechou um acordo de exclusividade mútua com o Grupo Santa Lúcia, um prestador de serviços hospitalares com cerca de 20% dos leitos hospitalares privados não-SUS daquela região ([veja o relatório](#)). Na região metropolitana de Recife, a companhia firmou um acordo de exclusividade para prestar tratamento oncológico para mais de 180k beneficiários da Unimed Recife ([veja o relatório](#)).

Reduzindo riscos e melhorando a qualidade dos resultados. Na semana passada, a Oncoclínicas anunciou (i) um acordo para adquirir a participação remanescente de duas joint ventures (JVs) que possui com a Unimed-Rio no Rio de Janeiro; e (ii) a criação de contas de garantia para cobrir pagamentos futuros devidos pela cooperativa. Os acordos devem melhorar a qualidade dos resultados e reduzir significativamente os riscos potenciais que a Unimed-Rio pode trazer, uma vez que está passando por dificuldades financeiras e estimamos que represente mais de 10% da receita da Oncoclínicas ([veja o relatório](#)).

Forte conversão de caixa à frente. A geração de caixa operacional foi forte no 2T23 e 3T23, mais do que compensando o consumo de caixa do 1T23. Para o 4Q23 e 2024 esperamos ver melhorias graduais nas necessidades de capital de giro, o que deverá viabilizar uma conversão de caixa operacional (FCO/EBITDA) de 63% em 2023 e uma média de 78% entre os anos de 2024 e 2028.

Rápida desalavancagem. A alavancagem (considerando arrendamentos) atingiu 3,4x o EBITDA ajustado no 3T23, o que não é preocupante, mas pode ser considerado elevado considerando a atual taxa Selic de dois dígitos. Combinando o crescimento do EBITDA que esperamos que a empresa entregue com melhorias em sua conversão de caixa, esperamos que esse índice reduza para 2,7x até o final de 2024 e para 2,2x até o final de 2025. Isto reduz o risco da tese caso as taxas de juros persistam em níveis elevados por mais tempo do que o esperado.

[Clique aqui para saber mais sobre a nossa tese para ONCO3.](#)



Bem posicionada em meio a um mercado em recuperação

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 18,00

Em janeiro, a Randoncorp teve desempenho inferior ao IBOV, em nossa opinião refletindo condições macro ainda desafiadoras, além de preocupações crescentes em relação à safra de grãos deste ano no Brasil. Olhando para frente, vemos a Randoncorp como um bom veículo ativo para aproveitar a recuperação esperada da produção e das vendas de caminhões no Brasil – que ficaram para trás em 2023 devido à transição para a legislação de emissões Euro VI. Nossa visão positiva de longo prazo para a Randon também é sustentada por (i) o perfil diversificado de receita da companhia, que tem garantido resiliência em meio a condições desafiadoras de mercado; (ii) sua exposição ao mercado de reposição (especialmente por meio da Frasle), com perfil anticíclico e forte demanda atual no Brasil; e (iii) avenidas de crescimento ainda incipientes, mas de alto potencial em serviços e tecnologia (como Rands, Addiante, Nione, e-Sys e sua tecnologia de veículos autônomos).

Um bom ativo para aproveitar a recuperação do mercado de caminhões. Olhando para frente, vemos a Randoncorp como um bom ativo para aproveitar a recuperação esperada da produção e das vendas de caminhões no Brasil – que ficou para trás em 2023 devido à transição para a legislação de emissões Euro VI. Notícias recentes (como entrevistas com diretores de montadoras e associações automotivas) indicam um potencial de crescimento de ~10-20% nas vendas de caminhões em 2024 (e desempenho potencialmente estável para implementos rodoviários).

A Randon colhe frutos da diversificação de receita. Apesar das perspectivas desfavoráveis para a produção de veículos pesados no Brasil neste ano devido à implementação do Euro VI, observamos uma combinação de efeitos favoráveis compensando-a: (i) forte demanda do setor do agronegócio (após previsões recordes de safra); (ii) maior representatividade dos mercados externos (especialmente do USMCA, fortalecida pela aquisição da Hercules e pelo desequilíbrio entre oferta e demanda do mercado de reboques nos EUA); e (iii) aumento das vendas pós-venda (tanto para veículos leves quanto pesados).

Inovação como vantagem competitiva de longo prazo. Vemos com bons olhos as iniciativas inovadoras da Randon e vemos a empresa bem posicionada para acompanhar as tendências estruturais de sustentabilidade (ou seja: com produtos como Randon Solar e Hybrid R, que contribuem para reduzir o consumo de combustível dos caminhões, além da solução de tração elétrica e-Sys, da Suspensys). Além disso, vemos a Addiante (JV de locação de caminhões da Randon com a Gerdau Next) como uma opcionalidade promissora,

O que nosso acompanhamento mensal automotivo indica para a Randoncorp em dezembro? Observamos que as vendas de novos implementos rodoviários permanecem em um nível saudável de 7,9 mil unidades em dezembro (estável A/A), com um desempenho de vendas relativamente melhor do que caminhões, que se deteriorou desde a implementação do Euro VI (-17% A/A em dezembro de 2023).

[Clique aqui para saber mais sobre a nossa tese para RAPT4.](#)

Assimetria positiva no equilíbrio entre oferta/demanda no Porto de Santos

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 12,60

Em janeiro, a Santos Brasil superou o Ibovespa. Atribuímos isso a: (i) macro positivo durante o mês; e (ii) aprovação da renovação do BTP (o que traz visão mais clara para o cenário competitivo do porto). Olhando para o futuro, nossa visão positiva continua apoiada por: (i) dinâmica de S&D indicando altas taxas de ocupação no Porto de Santos no futuro; (ii) espera-se uma forte remuneração de dividendos, uma vez que a empresa mantém o foco no retorno de capital aos acionistas, o que nos leva a estimar um forte dividend yield nos próximos anos (6-9% de 2024-26E); e (iii) valuation atraente (EV/EBITDA de 9,5x em 2024 vs. média histórica de ~12x).

Em nosso acompanhamento mensal de Operadores Portuários de Nov'23, destacamos: (i) os volumes totais da Santos Brasil cresceram 14% A/A em Nov'23 (para 104 mil cont.), um desempenho neutro já que (a) o final do ano historicamente tem uma sazonalidade mais fraca, e (b) comparações mais fracas, já que a tendência de redução de volumes observada no 1S23 começou em novembro de 22. Destacamos também os fortes volumes de armazenagem (+35% A/A), que recentemente têm prejudicado os resultados globais; (ii) TEV reportou volumes mais fracos, com 15 mil veículos movimentados (-44% A/A), implicando 71% de utilização da capacidade LTM; e (iii) menor utilização da capacidade do Porto de Santos (82% LTM vs 87% em 2022 e 84% em 2021).

O cenário competitivo continua positivo. Embora acreditemos que é muito cedo para imaginar mudanças relevantes na organização do Porto de Santos, dada a recente mudança do Ministro dos Portos e Aeroportos, nosso cenário base continua a apoiar uma dinâmica positiva de O&D para os operadores de terminais existentes. Estimamos que as taxas de ocupação atualmente elevadas continuem no futuro (80% em 2025 e 84% em 2030, vs. 82% em 2023).

Valuation agora é atrativo, em nossa opinião., com a gestão superando nossas estimativas de curto prazo e do consenso. Vemos a Santos Brasil negociando a 10.7x EV/EBITDA 2023 (vs. um nível histórico de ~12x) e prevemos uma TIR real de ~12.5%).

[Clique aqui para saber mais sobre a nossa tese para STBP3.](#)

Um diamante bruto

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 38,00

Em janeiro, as ações da Vivara desempenharam acima do Ibovespa, provavelmente explicada pelos fortes resultados preliminares do 4T divulgados (+24% A/A, leia mais [aqui](#)), além do perfil defensivo da companhia em meio a um ambiente ainda averso ao risco. Nos mantemos construtivos com as perspectivas de crescimento e dinâmica de margem da companhia. Mantemos nossa recomendação de Compra e preço-alvo de R\$38,0/ação, com o nome como uma das nossas top picks no setor.

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

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

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

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

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

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

Auxiliando na recuperação do setor

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 24,00

Acreditamos que o desempenho da VVE03, abaixo do Ibovespa no mês, foi provavelmente devido ao perfil de beta alto do setor de saúde, dado que, com algumas exceções, as ações sob nossa cobertura tiveram performances abaixo do Ibovespa em janeiro, sem nenhum sinal claro de mudança das dinâmicas macro e microeconômicas. No entanto, podem haver algumas preocupações em torno do potencial de crescimento da vertical de hospitais e clínicas, mas destacamos a nossa visão positiva em relação à ação especialmente devido ao *valuation* atual do papel (5.4x 2024E EV/EBITDA and 7.7x 2024E P/L).

Pronta para continuar crescendo. Atualmente vemos a uma desaceleração do mercado farmacêutico, enquanto esperamos uma recuperação do setor de saúde à medida em que os pagadores reduzem os níveis de sinistralidade. Em meio a esse cenário, esperamos que a Viveo aproveite a sua operação para continuar buscando crescimento, auxiliando tanto os pagadores quanto os fornecedores como parte da solução no processo de recuperação do setor, bem como explorando suas verticais de serviços e novas linhas de produtos (como dispositivos médicos).

Competitividade revertendo para níveis normalizados. De acordo com os nossos *channel checks*, no início deste ano um dos principais concorrentes da Viveo estava sendo mais agressivo em relação a preços, prejudicando a capacidade dos distribuidores de vender a margens mais atrativas. Contudo, o nível de competição está gradualmente se normalizando e esperamos um ambiente mais favorável no próximo ano, especialmente considerando que as grandes empresas continuam ganhando participação e se tornando mais relevantes neste mercado ainda fragmentado.

Um gasto não-recorrente de caixa. Recentemente, o Supremo Tribunal Federal (STF) definiu uma nova interpretação a respeito do Difal – mecanismo tributário para compensar os Estados por alíquotas diferenciadas. Isso potencialmente cria uma obrigação de R\$450M para a Viveo, uma vez que a empresa não provisionou os valores devidos a partir do ano de 2022. Embora não-recorrente, o valor equivale a ~10% do valor de mercado da empresa e mais da metade do valor de R\$750M captado pelo *follow-on* neste ano. Consideramos que a quantia total será paga em 2024 e será fiscalmente dedutível, e ajustamos os valores de EBITDA e Lucro Líquido de acordo com esse impacto.

[Clique aqui para saber mais sobre a nossa tese para VVE03.](#)

Vulcabras (VULC3)

1 de fevereiro de 2024

Estratégia | Carteira XP

Encontrando o par de sapatos certo

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 VULC3.](#)



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 Ouidoria 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.

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.

