

Carteira Top Small Caps XP

Nossa carteira recomendada de ações *small caps*

Novembro 2022

EXPERT PASS XP

Para quem é essa carteira: para o investidor que busca alocação em ações com alto potencial de crescimento. A carteira Top Small Caps XP é composta pelas ações *small caps* que são as top picks dos nossos analistas do Research. **Para o mês de novembro, estamos realizando as seguintes alterações: 1) removemos Iguatemi (IGTI11) e adicionamos Cury (CURY3); e 2) removemos Tupy (TUPY3) e adicionamos Marcopolo (POMO4).**

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.

Os tipos de empresas de buscamos. As principais características que nos papéis que compõem a carteira são: 1) empresas que possuem capitalização de mercado inferior a R\$ 10 bilhões; 2) visão de longo prazo; 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 (25%), Mineração e Siderurgia (18%) e Petróleo e Gás (15%). Na Carteira Top Small Caps XP, estamos equilibrados na exposição no setor de Varejo (10%), Imobiliário e Shoppings (10%), Transporte e Logística (10%), Petróleo e Gás (10%), Elétricas (10%) e Tecnologia (10%). Além disso, temos uma exposição relevante em Saneamento (10%), Educação (10%) e Bens de Capital (10%) na qual o índice Ibovespa tem baixa exposição.

Desempenho. Em outubro, nossa carteira de ações subiu +13,4%, enquanto o Ibovespa subiu +5,5%. Desde o início da carteira, em maio de 2021, ela subiu +22,0%, comparado com um retorno de -2,4% do Ibovespa.

Companhia	Ticker	Setor	Peso	Recomendação	Preço atual	Preço-alvo	Upside	Valor de mercado (Bln)
3R Petroleum	RRRP3	Petróleo e Gás	10%	Compra	R\$ 46,50	R\$ 76,70	65%	R\$ 8,85
Alupar	ALUP11	Energia e Saneamento	10%	Compra	R\$ 28,27	R\$ 29,00	3%	R\$ 8,09
Bemobi	BMOB3	Telecom, Mídia e Tecnologia	10%	Compra	R\$ 16,70	R\$ 35,00	110%	R\$ 1,45
Camil	CAML3	Agro, Alimentos e Bebidas	10%	Compra	R\$ 10,21	R\$ 14,00	37%	R\$ 3,55
Cury	CURY3	Imobiliário e Shoppings	10%	Compra	R\$ 12,46	R\$ 10,00	-20%	R\$ 3,42
Grupo Mateus	GMAT3	Varejo	10%	Compra	R\$ 7,30	R\$ 6,00	-18%	R\$ 14,27
Marcopolo	POMO4	Bens de Capital	10%	Neutro	R\$ 2,88	R\$ 2,80	-3%	R\$ 2,60
Santos Brasil	STBP3	Transportes	10%	Compra	R\$ 9,10	R\$ 9,00	-1%	R\$ 7,13
Orizon	ORVR3	Energia e Saneamento	10%	Compra	R\$ 44,66	R\$ 40,00	-10%	R\$ 2,81
Yduqs	YDUQ3	Educação	10%	Compra	R\$ 16,13	R\$ 33,70	109%	R\$ 4,49

Fernando Ferreira

Estrategista-Chefe e Head do Research

Jennie Li

Estrategista de Ações

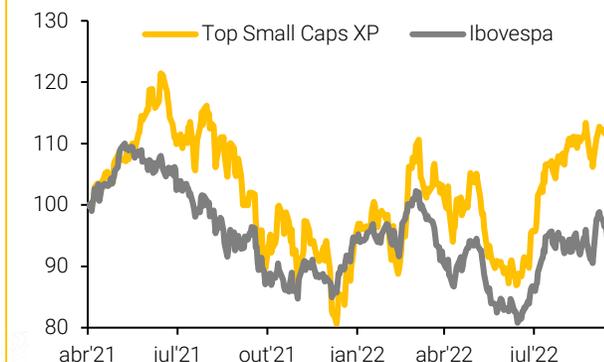
Rebecca Nossig

Analista de Estratégia

Research XP

atendimento.expert@expertpass.com.br

Desempenho da Carteira Top Small Caps XP



Índice

03. Mudanças nas carteiras

04. Diversificação setorial

05. Desempenho da carteira

07. Ações

07. 3R Petroleum (RRRP3)

08. Alupar (ALUP11)

09. Bemobi (BMOB3)

10. Camil(CAML3)

11. Cury (CURY3)

12. Grupo Mateus (GMAT3)

13. Marcopolo (POMO4)

14. Orizon (ORVR3)

15. Santos Brasil (STBP3)

16. Yduqs (YDUQ3)

Mudanças na carteira

Para o mês de novembro, estamos realizando as alterações: 1) removemos Iguatemi (IGTI11) e adicionamos Cury (CURY3); e 2) removemos Tupy (TUPY3) e adicionamos Marcopolo (POM04).

Estamos removendo Iguatemi (IGTI11) da nossa carteira Small Caps desse mês, pois, apesar de mantermos nossa visão construtiva para a empresa no longo prazo, com uma performance operacional positiva sustentando o crescimento de receita de aluguel, vemos que o cenário atual pode gerar um fluxo de notícias positivas para as construtoras de baixa renda. Dito isso, preferimos ganhar exposição a um cenário com gatilhos de curto prazo mais claros, aumentando nossa exposição no setor de construção civil de baixa renda.

Em seu lugar, estamos incluindo Cury (CURY3) na carteira, por acreditarmos que o fluxo de notícias no curto prazo pode beneficiar as construtoras de baixa renda, com uma visão mais positiva para o programa Casa Verde e Amarela/Minha Casa Minha Vida. Dessa forma, a Cury aparece como nossa principal escolha para aproveitar esse movimento, dado a performance operacional sólida da empresa, impulsionando uma expansão de margem bruta e geração de caixa constante, tendo uma performance superior aos seus pares no setor.

Estamos retirando a Tupy (TUPY3) do nosso portfólio após um desempenho superior ao Ibovesta (+8,2% desde sua adição vs. +3,2% do Ibovespa); mesmo assim, mantemos nossa postura positiva em relação ao nome e à nossa recomendação de Compra, pois acreditamos que a empresa deve se beneficiar do aumento de oferta de componentes na indústria automotiva e da integração de suas aquisições mais recentes (Teksid e MWM). **Estamos substituindo-a por Marcopolo (POM04)**, respaldados por nossa expectativa de impulso de curto prazo para o nome. Acreditamos que os resultados do 3T da Marcopolo serão um ponto de inflexão em relação aos trimestres anteriores, beneficiados pela recuperação da produção de ônibus rodoviários (que impacta positivamente nos níveis de rentabilidade).

Diversificação setorial

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

O Ibovespa tem um peso muito relevante no setor Financeiro (25%), Mineração e Siderurgia (18%) e Petróleo e Gás (15%). Na Carteira Top Small Caps XP, estamos equilibrados na exposição no setor de Varejo (10%), Imobiliário e Shoppings (10%), Transporte e Logística (10%), Petróleo e Gás (10%), Elétricas (10%) e Tecnologia (10%). Além disso, temos uma exposição relevante em Saneamento (10%), Educação (10%) e Bens de Capital (10%) nas quais o índice Ibovespa tem baixa exposição.

Figura 1: Diversificação setorial

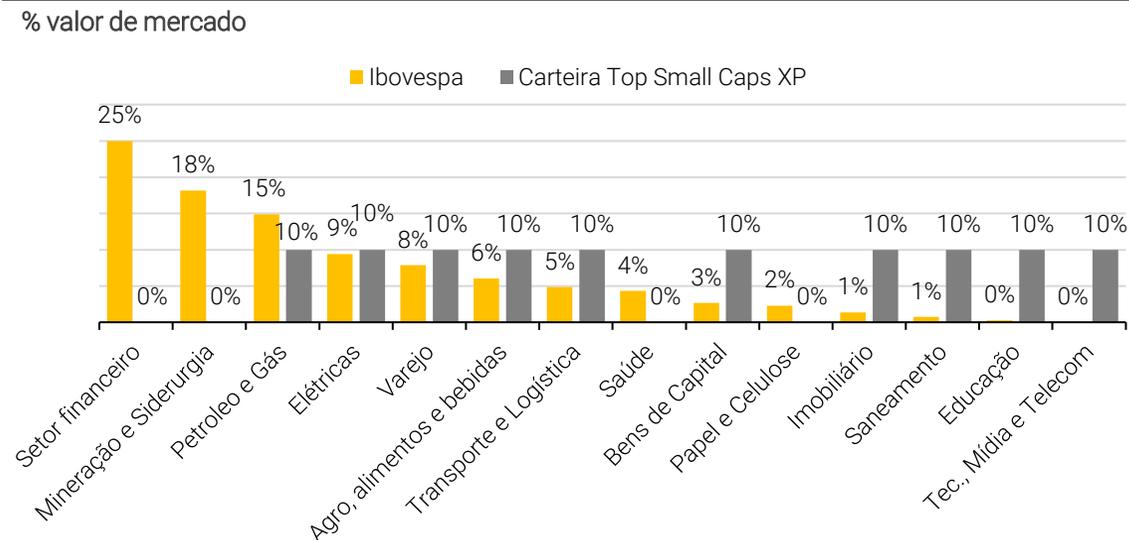


Figura 2: Carteira Top Small Caps XP

Companhia	Ticker	Setor	Peso	Recomendação	Preço atual	Preço-alvo	Upside	P/L		EV/EBITDA		Valor de mercado (Bln)
								2022	2023	2022	2023	
3R Petroleum	RRRP3	Petróleo e Gás	10%	Compra	R\$ 46,50	R\$ 76,70	65%	37,5x	4,3x	9,3x	3,0x	R\$ 8,85
Alupar	ALUP11	Energia e Saneamento	10%	Compra	R\$ 28,27	R\$ 29,00	3%	28,9x	18,4x	6,3x	0,9x	R\$ 8,09
Bemobi	BMOB3	Telecom, Mídia e Tecnologia	10%	Compra	R\$ 16,70	R\$ 35,00	110%	13,3x	11,4x	4,7x	4,1x	R\$ 1,45
Camil	CAML3	Agro, Alimentos e Bebidas	10%	Compra	R\$ 10,21	R\$ 14,00	37%	9,8x	9,0x	5,6x	5,0x	R\$ 3,55
Cury	CURY3	Imobiliário e Shoppings	10%	Compra	R\$ 12,46	R\$ 10,00	-20%	8,7x	6,8x	1,2x	1,1x	R\$ 3,42
Grupo Mateus	GMAT3	Varejo	10%	Compra	R\$ 7,30	R\$ 6,00	-18%	18,3x	9,4x	13,0x	7,9x	R\$ 14,27
Marcopolo	POMO4	Bens de Capital	10%	Neutro	R\$ 2,88	R\$ 2,80	-3%	37,1x	12,9x	10,8x	6,8x	R\$ 2,60
Santos Brasil	STBP3	Transportes	10%	Compra	R\$ 9,10	R\$ 9,00	-1%	21,7x	15,2x	8,7x	6,3x	R\$ 7,13
Orizon	ORVR3	Energia e Saneamento	10%	Compra	R\$ 44,66	R\$ 40,00	-10%	18,0x	12,7x	11,1x	0,8x	R\$ 2,81
Yduqs	YDUQ3	Educação	10%	Compra	R\$ 16,13	R\$ 33,70	109%	10,9x	7,3x	5,4x	4,7x	R\$ 4,49

Desempenho

Figura 3: Desempenho dos ativos

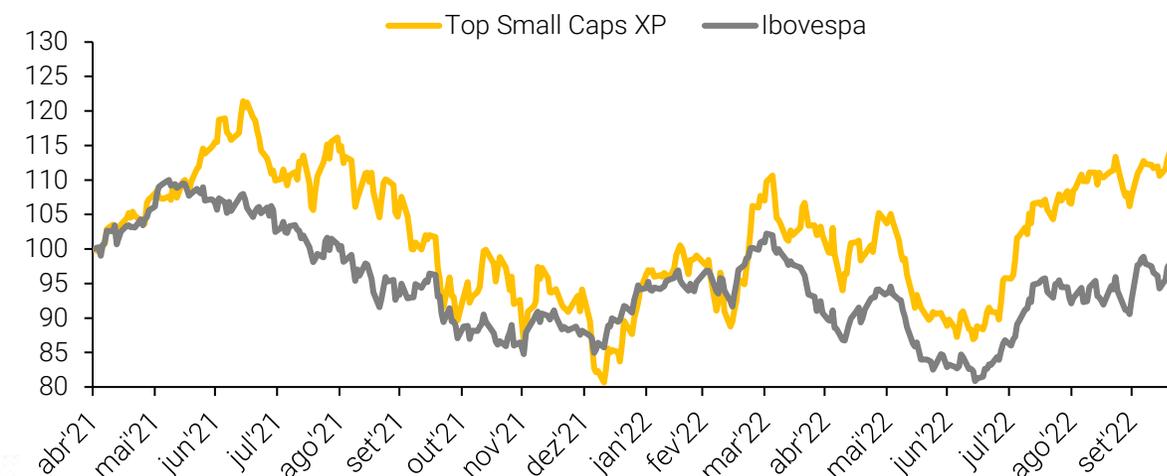
Companhia	Ticker	Setor	Peso	Data de entrada do papel na carteira	Desempenho desde a entrada	Desempenho no mês	Desempenho em 2022	Desempenho nos últimos 12 meses
3R Petroleum	RRRP3	Petróleo e Gás	10%	mai/22	0,6%	30,6%	38,6%	43,8%
Bemobi	BMOB3	Telecom, Mídia e Tecnologia	10%	jun/22	-27,3%	9,4%	11,1%	31,1%
Camil	CAML3	Agro, Alimentos e Bebidas	10%	ago/22	12,3%	7,6%	-7,5%	9,6%
Grupo Matheus	GMAT3	Varejo	10%	set/22	13,7%	10,6%	21,1%	2,4%
Iguatemi	IGTI11	Imobiliário e Shoppings	10%	mar/22	15,0%	7,7%	23,3%	-
Tupy	TUPY3	Bens de Capital	10%	set/22	10,6%	17,7%	48,1%	43,5%
Santos Brasil	STBP3	Transportes	10%	ago/22	45,9%	19,1%	48,8%	93,5%
Orizon	ORVR3	Energia e Saneamento	10%	fev/22	59,4%	12,1%	66,0%	79,4%
Yduqs	YDUQ3	Educação	10%	out/22	11,6%	11,6%	-21,0%	-22,1%
Alupar	ALUP11	Elétricas	10%	jul/22	8,9%	3,9%	22,9%	24,8%

Figura 5: Indicadores de desempenho desde o início da carteira

Indicador	Top Small Caps	Ibovespa
Sharpe	0,3	-0,4
Volatilidade	28,8%	20,3%
Beta	1,2	-

Figura 6: Desempenho da Carteira Top Small Caps vs. Ibovespa

Desde o início da carteira, indexado em 30 abril de 2021



Desempenho

Figura 3: Desempenho dos ativos

Data	Top Small Caps XP	Ibovespa
Desde Início	22,0%	-2,4%
2022	29,6%	10,7%
Últimos 12 meses	36,1%	12,1%
out-22	13,4%	5,5%
set-22	1,0%	0,5%
ago-22	11,2%	6,2%
jul-22	7,8%	4,7%
jun-22	-14,3%	-11,5%
mai-22	1,7%	3,2%
abr-22	-4,7%	-10,1%
mar-22	8,0%	6,1%
fev-22	2,9%	0,9%
jan-22	2,2%	7,0%
dez-21	5,5%	2,9%
nov-21	-0,5%	-1,5%
out-21	-15,5%	-6,7%
set-21	-7,1%	-6,6%
ago-21	3,9%	-2,5%
jul-21	-4,9%	-3,9%
jun-21	6,9%	0,5%
mai-21	8,0%	6,2%

3R Petroleum (RRRP3)

A máquina de M&A

Recomendação

Preço-alvo

Compra

R\$ 76,70

No mês de outubro, 3R obteve uma performance excepcional, acima do índice Ibovespa (22,7% vs. 4.2%), auxiliada pela expectativa de sustentação dos preços do barril de petróleo em patamares altos. Além disso, alguns fatores específicos a se considerar: os dados de produção vieram fortes, a emissão de debêntures foi considerada positiva pelo mercado, apesar do custo um pouco mais alto do que o previsto inicialmente, trouxe conforto para financiamento da aquisição de Potiguar. Apesar da alta, ainda consideramos a ação descontada vs. os pares.

Uma das mais jovens do setor Jr O&G brasileiro, a 3R foi muito rápida na aquisição de vários campos onshore (e alguns offshore) do plano de desinvestimentos da Petrobras, com múltiplos de entrada muito baixos. Considerando as reservas 2P, a 3R é o maior player Jr no Brasil, com 443Mm boe (incluindo nossas estimativas preliminares para o Polo Potiguar), com um dos valuations mais descontados. No entanto, a falta de histórico e os desafios do campo Papa Terra são fontes de riscos.

Tese de Investimento: O modelo de negócio da 3R busca redesenvolver ativos adquiridos recentemente, através da aplicação de diversas técnicas (que requerem investimento) que deverão permitir à empresa aumentar a sua produção de 6,2Kboe/d em 2021 para 92Kboe/d em 2026.

A maior carteira entre as empresas listadas. Com sua estratégia agressiva de M&A, a 3R conseguiu garantir 9 ativos vendidos pela Petrobras. Isso significa que agora a 3R possui 7 clusters onshore e 2 offshore, divididos em 3 complexos (Potiguar, Recôncavo e 3R Offshore), distribuídos em 5 estados diferentes (ES, RJ, BA, CE e RN). Isso soma 65 campos de propriedade da empresa e 443Mmboe em reservas 2P (o maior player Jr na América Latina).

Nenhum risco exploratório não significa nenhum risco. Embora o risco de redesenvolvimento de ativos maduros seja muito menor do que a exploração (especialmente em comparação com a exploração *offshore* em águas profundas), ainda há riscos. O fato da 3R ser uma empresa relativamente jovem e ter um histórico curto gera preocupações entre os investidores quanto à sua capacidade de entregar os números previstos nos relatórios de certificação de reservas para os vários ativos adquiridos.

Valuation: Nosso modelo baseado em Soma das Partes, Fluxo de Caixa para Firma, gera um preço-alvo de R\$ 76.70/ação (fim de 2022). Vemos uma TIR implícita, aos preços atuais, de 24%. Quando comparado aos seus pares, a 3R está sendo negociada a 5,0 EV/2P *versus* mediana de 7,1 EV/2P, um desconto de 30%.

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

Alupar (ALUP11)

O fim de um ciclo de capex intensivo

Recomendação

Preço-alvo

Compra

R\$ 29,00

Apesar do desempenho inferior ao índice Ibovespa, a Alupar teve desempenho positivo em outubro. Não vimos nenhuma notícia relevante que pudesse impactar o preço das ações. Mantemos nossa visão positiva para a Alupar com recomendação de Compra e preço-alvo de R\$ 29/ação.

Previsibilidade é o nome do jogo. A Alupar é uma holding privada que atua nos segmentos de geração e transmissão de energia. No entanto, a empresa concentra sua receita no negócio de transmissão, o qual é responsável por 93% do total. Apesar da previsibilidade inerente ao negócio de transmissão, o retorno financeiro é proporcional à percepção de redução de riscos e, assim, um mix de geração e transmissão parece ser o ideal do ponto de vista risco/retorno. Vemos o portfólio da Alupar equilibrado sob esse ponto de vista.

Uma virada de chave para os dividendos. Nos leilões de transmissão da ANEEL de 2016 e 2017, a Alupar conquistou oito lotes que implicaram investimentos de R\$ 5,7 bilhões. Com isso, a empresa iniciou um ciclo pesado de Capex, o que prejudicou a distribuição de dividendos ao longo desses anos. Nos últimos dois anos, a empresa entregou a maioria desses greenfields, iniciando um novo ciclo com menor comprometimento de capital. Dada a falta de restrições ao pagamento de dividendos, esperamos que 2022 seja uma virada de chave para a distribuição de proventos.

Crescimento é sempre bem-vindo. Apesar das restrições impostas à distribuição de dividendos no passado recente, a Alupar é notoriamente uma desenvolvedora competente de projetos greenfield. A administração da Alupar possui, em média, mais de 25 anos de experiência no setor de infraestrutura brasileiro, principalmente no desenvolvimento de projetos de transmissão e geração de energia. Essa expertise se traduz em um sólido histórico no desenvolvimento de projetos com um menor orçamento e início antecipado das operações em relação à proposta do regulador. Em média, a Alupar entregou projetos de transmissão com 18 meses de antecipação e 20% menos Capex em relação às estimativas da ANEEL no leilão.

[Clique aqui para saber mais sobre a nossa tese para ALUP11.](#)

Bemobi (BMOB3)

Atente-se ao desconto de *valuation* e vamos jogar

Recomendação

Preço-alvo

Compra

R\$ 35,00

As ações BMOB3 tiveram desempenho superior ao do Ibovespa em outubro, devido à expectativa de resultados sólidos referentes ao 3T22. Continuamos otimistas com o papel, pois acreditamos que a Bemobi está bem posicionada no grande mercado de serviços móveis que está se expandindo rapidamente nos Mercados Emergentes. Vale ressaltar que as empresas do setor de tecnologia foram impactadas negativamente por uma curva de juros crescente e incertezas quanto ao cenário macroeconômico em 2022. Temos uma recomendação de compra e preço-alvo de R\$35,0/ação para o BMOB3.

Acreditamos que a Bemobi está bem posicionada no grande mercado de serviços móveis que estão em expansão acelerada nos Mercados Emergentes. Nossa tese de investimento baseia-se em (i) seu modelo de negócio B2B2C exclusivo para distribuição de soluções digitais que vão desde jogos e aplicativos, microfinanças até comunicação; (ii) negócios escaláveis com forte perfil de crescimento; (iii) oportunidades adicionais de crescimento através de Fusões e Aquisições e (iv) valuation atrativo com opcionalidades adicionais que podem levar para uma forte reavaliação de múltiplos.

A Bemobi alcançou uma posição sólida em meio a um mercado em expansão de serviços digitais por meio de parcerias com 76 operadoras em 39 países. A empresa possibilitou o acesso a um portfólio abrangente e inovador de produtos e serviços para milhões de usuários que antes não eram alcançados; juntamente com sua plataforma proprietária para distribuição digital alimentada por inteligência artificial (“Loop”) aumentando sua penetração e monetização do cliente. Acreditamos que esse posicionamento permitirá que a Bemobi continue crescendo sua relevância nesses mercados.

O negócio consiste em um modelo asset light com baixo desembolso de capital e investimentos em capital de giro, ao mesmo tempo em que cresce consistentemente (17-19 Vendas CAGR de 15%). Vale ressaltar que, recentemente, a Bemobi anunciou as aquisições de M4U e Tiixa, acreditamos que ambas as aquisições mudam de maneira material as perspectivas da Bemobi, tornando-se uma gigante em recargas, processando um TPV de mais de R\$ 6bn/ano com a aquisição da M4U e mais a Tiixa, líder global em adiantamento de créditos de célula. A nova plataforma mais robusta da Bemobi permitirá a construção de ofertas mais estruturadas e abrangentes em microfinanças. Apesar de todos os desafios de integração de aquisições desse porte, acreditamos que o management possui as credenciais para capturar as sinergias operacionais e mudar o patamar da companhia.

[Clique aqui](#) para saber mais sobre a nossa tese para BMOB3.

Camil (CAML3)

Adicionando cafeína à sua dose diária

Recomendação

Preço-alvo

Compra

R\$ 14,00

Em outubro, as ações da Camil tiveram desempenho ligeiramente superior ao Ibovespa. Atribuímos o desempenho mencionado ao (i) resultado positivo do 2T22 (FY 3T22); e (ii) a perspectiva de oferta x demanda de arroz é mais apertada, incorrendo em preços mais altos da commodity e, portanto, beneficiando a Camil. Olhando para o futuro, continuamos positivos com a Camil pois (i) a Camil tem margens resilientes, pois a empresa atua em categorias quase essenciais para o consumidor brasileiro, através de marcas icônicas e top-of-mind; (ii) a diversidade de produtos complementares traz à Camil ganhos de escala tanto na negociação com os clientes quanto na otimização de sua logística e sua ampla rede de distribuição; (iii) mercados internacionais e novos segmentos (Massas e Café) são importantes vias de crescimento para a empresa em nossa opinião.

Com mais de 50 anos de história, a Camil é uma das maiores empresas brasileiras e sul-americanas no segmento de alimentos, ocupando posições de liderança nas categorias e países em que atua. Os negócios da Camil incluem industrialização, comercialização e distribuição de grãos (arroz e feijão), açúcar, conservas de pescados (sardinha e atum, incluindo molhos e patês), massas e café. A empresa atua no Brasil, Uruguai, Chile, Equador e Peru, possuindo um portfólio diversificado de marcas fortes e top-of-mind que permitem à Camil ocupar posições de liderança nos mercados mencionados.

Um gostinho à mais da nossa tese: entendemos que a empresa deixa algum dinheiro na mesa com sua estratégia de precificação, a qual dificulta a Camil arbitrar preços em momentos de alívio nos preços das commodities, fator que discutiremos com mais profundidade mais adiante neste relatório. No entanto, vemos pontos fortes de valor muito claros na empresa e saudamos seu histórico de marcas icônicas com margens resilientes, além das avenidas de crescimento mencionadas (Café, Pasta e Internacional) e sua ampla capacidade comercial.

Somando os fatores citados à melhora do cenário macroeconômico e a redução das pressões de custos, entendemos que as finanças da empresa melhorarão nos próximos anos, e a Camil deveria retornar a negociar aos seus níveis médios históricos (EV/EBITDA ~6,5x). Projetamos uma ligeira melhora da margem bruta e da margem EBITDA nos próximos anos, pois projetamos margem bruta de 20,7% em 2024 (vs. 19,7% em 2021) e margem EBITDA de 9,9% (vs. 9,0% em 2021), traduzindo em um CAGR de EBITDA de 7,4% entre 2021-24E

[Clique aqui](#) para saber mais sobre a nossa tese para CAML3.

Cury (CURY3)

Superando os pares no setor de construtoras de baixa renda

Recomendação

Preço-alvo

Compra

R\$ 17,00

Em outubro, as ações da Cury tiveram desempenho inferior ao Ibovespa sem motivo específico em nossa visão. Neste mês, a empresa divulgou sua prévia operacional para o 3T22, com crescimento relevante de vendas em relação a 2021 e geração de caixa consistente, superando seus pares do setor. Dito isso, esperamos resultados positivos no 3T22, com crescimento de receita e manutenção de margem, o que pode gerar uma reação positiva do mercado em novembro. Assim, temos Cury como nossa principal escolha no setor de construtoras, negociando a 6,8x P/E 2023, que vemos como atrativo.

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 Casa Verde e Amarela (CVA) (anteriormente conhecido como programa habitacional Minha Casa, Minha Vida). Ao longo de sua história, a Cury se estabeleceu no topo do programa CVA (Grupo 3), e um pouco acima do CVA (Grupo 4). A empresa atua também no segmento de renda média, fora do programa de habitação popular e com preços unitários 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 ao longo de 2022. Continuamos a ver resiliência no segmento de baixa renda em 2022 devido a uma combinação positiva de (i) subsídios marginalmente mais altos no programa CVA, já que sua curva de subsídios foi atualizada recentemente beneficiando o piso do grupo 2; (ii) demanda reprimida devido ao grande déficit habitacional no Brasil; (iii) recursos robustos provenientes do FGTS. Além disso, não esperamos mudanças negativas no programa CVA durante o ano eleitoral com base na relevância estratégica do setor imobiliário, especialmente habitação popular, para a economia. Além disso, embora vejamos a inflação dos custos de construção mantendo as margens brutas pressionadas em 2022, reforçamos nossa preferência por nomes listados com foco no topo do programa CVA, pois eles conseguem repassar os preços aos clientes de forma mais eficaz, aliviando parcialmente a pressão de custos.

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 CVA, mantendo a velocidade de vendas (VSO) em níveis saudáveis. Dito isso, esperamos que a Cury continue apresentando resultados acima da média do setor em 2022, aliviando os efeitos das taxas imobiliárias mais altas e da pressão dos custos de construção com mais eficiência do que seus pares e ganhando progressivamente maior participação de mercado.

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

Grupo Mateus (GMAT3)

O ponto de inflexão está aqui; colocando como preferência no varejo alimentar com Assaí

Recomendação

Preço-alvo

Compra

R\$ 10,00

Em outubro, as ações do Grupo Mateus tiveram uma performance abaixo do Ibovespa, mas não enxergamos motivos específicos que expliquem esse movimento. Reiteramos o GMAT como uma das nossas preferências no segmento de varejo alimentar, uma vez que (i) continuamos construtivos com o plano de crescimento da companhia, (ii) esperamos resultados sólidos no 3T (a serem divulgados em 10/novembro), (iii) vemos melhores dinâmicas de capital de giro e investimentos, além de (iv) enxergarmos as recentes mudanças na diretoria executiva e no conselho de administração da companhia como positivas para a tese de investimentos no papel.

Vemos a companhia bem posicionada no mercado de varejo alimentar no Norte e Nordeste, dado o seu histórico bem sucedido de expansão, formato de lojas complementares e da sua forte rede logística. Além disso, nós gostamos de sua estratégia de expansão, uma vez que a companhia entra em um novo estado primeiramente com sua operação do Armazém Mateus (atacado de distribuição), abrindo o mercado e entendendo a competição, mix de produtos e estratégia de precificação, enquanto desenvolve sua marca, atrelada ao desenvolvimento de uma estratégia de novas rotas, determinando assim o melhor formato de loja para o perfil de consumo daquela região.

Resultados devem ser positivos pela frente. Nós acreditamos que o anúncio combinado com os resultados sólidos reportados pela companhia marcam um novo ciclo, com uma melhora na governança corporativa, além de uma melhor dinâmica de capital de giro, CAPEX e ventos favoráveis para crescimento de receita por conta da maturação de lojas e aumento do Auxílio Brasil. Além disso, do lado macro, vemos o setor de varejo alimentar como bem posicionado frente às incertezas macroeconômicas que estamos vivendo atualmente, dado que a é um setor defensivo e que trabalha com produtos de ticket médio baixo e de caráter essencial, além de já termos visto uma desaceleração da alta da inflação alimentar, que tem sido um desafio para o setor desde o início da pandemia do Covid-19. No caso específico de Grupo Mateus, destacamos também a importância do auxílio Brasil e o impacto positivo que o recente anúncio de aumento do benefício tem para a região de atuação da companhia, dado que tradicionalmente o Norte/Nordeste do Brasil é mais impactado em termos de renda, e consequentemente mais beneficiado no relativo frente à importância do benefício a região.

Ponto de inflexão é aqui. Acreditamos que esse anúncio do novo CFO, atrelado aos sólidos resultados que a companhia reportou no 2T22 (link) marcam um novo ciclo para a companhia, com melhor governança corporativa, melhores dinâmicas de capital de giro e CAPEX e ventos a favor de crescimento nas vendas tanto pela maturação de lojas como pelo pagamento adicional anunciado pelo governo no Auxílio Brasil. Estamos colocando a companhia como nossa preferência no setor, junto de Assaí, frente a um nível de valuation atrativo (1-9x P/L 2022-23e) e sólida tendência de resultados pela frente. Reiteramos nossa recomendação de compra e preço alvo de R\$10.0/ação.

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

Marcopolo (POM04)

Recuperação de volumes deve implicar um ponto de inflexão

Recomendação

Preço-alvo

Neutro

R\$ 2,80

Em outubro, a Marcopolo apresentou desempenho inferior ao Ibovex, o que acreditamos refletir um ceticismo em relação à recuperação operacional da empresa nos níveis de rentabilidade. Nesse sentido, esperamos um impulso positivo de curto prazo para a empresa, com fortes expectativas para os resultados do 3T, que prevemos melhorias de receita e rentabilidade, impulsionadas pela recuperação da produção de ônibus rodoviários, ao mesmo tempo favorecida pelo desempenho dos ônibus urbanos (apoiado pelo programa do governo federal "Caminho da Escola"). Quanto a *valuation*, a Marcopolo está sendo negociada a um EV/EBITDA de 6,3x 2023, em comparação com sua média histórica de 10,7x, um desconto que consideramos excessivo.

O programa *Caminho da Escola* garante volumes para ônibus urbanos. A Marcopolo garantiu o direito de entregar 3.950 unidades de ônibus para o programa "Caminho da Escola", que visa renovar a frota de ônibus escolares, com esse volume sendo entregue gradualmente ao longo de 2022-23. Acreditamos que o programa, assim como outras futuras licitações potenciais, devem garantir parte dos volumes da empresa e trazer conforto ao seu topo de linha em caso de piores condições de mercado.

A recuperação dos ônibus rodoviários deve trazer melhora das margens. Vimos os ônibus rodoviários como a categoria mais impactada no Brasil em vista da pandemia e, portanto, a última a recuperar seus volumes para níveis normais. Agora, à medida que a empresa melhora suas entregas de ônibus rodoviários, esperamos impactos positivos tanto em receita quanto em margens.

Posição líder de mercado. Com 41% de participação de mercado em relação a Set'22, a Marcopolo tem uma posição de liderança em relação aos seus concorrentes – embora sua participação tenha diminuído nos últimos anos, ainda está consideravelmente acima dos outros players. Olhando para cada uma das categorias da empresa, a participação dos ônibus urbanos vem aumentando (atualmente com 50% de participação), enquanto os ônibus rodoviários estão em 43%.

O que nosso acompanhamento mensal automotivo indica para os volumes da Marcopolo em Set'22? Segundo a FABUS, a Marcopolo produziu 789 unidades de ônibus no Brasil em Set'22 (vendidas localmente e exportadas e excl. Volare), +6x vs. Sep'21 e -2% em relação aos números de 2019. O desempenho da produção foi impulsionado por: (i) ônibus rodoviários em 194 unidades (-39% vs Sep'19); (ii) ônibus urbanos +38% vs. Set'19, refletindo as vendas da Marcopolo para o programa do governo federal "Caminho da Escola"; e (iii) micro ônibus -22% vs. níveis pré-pandemias (excl. Unidades Volare).

Valuation atrativo. Negociando em 6,3x 2023 EV/EBITDA, vemos o desconto de *valuation* da Marcopolo em relação à sua média histórica de 10,7x como excessivo e esperamos que as ações retornem ao seu nível histórico, à medida que os resultados da empresa mostram recuperação nos trimestres seguintes.

[Clique aqui](#) para saber mais sobre a nossa tese para POM04.

Orizon (ORVR3)

Onde outras cadeias de valor terminam, um mundo começa

Recomendação

Preço-alvo

Compra

R\$ 40,00

A Orizon teve desempenho positivo em outubro, em linha com o índice Ibovespa. Não vimos nenhuma notícia relevante que pudesse impactar o preço das ações. Continuamos otimistas com a companhia e mantemos nossa recomendação de compra com um preço-alvo de R\$ 40/ação (que não inclui alguns dos *upsides* recentes da companhia).

A Orizon é uma empresa que atua no setor de destinação de resíduos sólidos. Nossa visão positiva se baseia em: (i) grandes perspectivas de crescimento apoiadas por fundamentos sólidos e um momento regulatório favorável; (ii) o modelo de negócios resiliente da empresa, com receitas previsíveis devido à natureza do negócio; (iii) altas barreiras de entrada de novos competidores, dado o rigoroso processo de licenciamento; (iv) avenidas de crescimento orgânico nos aterros que a companhia possui; e (v) oportunidades de crescimento inorgânico.

Nova Marco Regulatório do Saneamento veio para destravar mais valor para o mercado. A aprovação do “Novo Marco Regulatório do Saneamento” (Lei 14.026 / 2020) estipula: (i) novos prazos para que as Prefeituras promovam a destinação adequada dos seus resíduos, e; (ii) que as cidades devem contar com mecanismos que garantam a sustentabilidade econômico-financeira da coleta e destinação de resíduos, visto que as cidades brasileiras têm tradição de não cobrar pela prestação desses serviços. Isso implica em uma demanda adicional de pelo menos 29 milhões de toneladas por ano em disposição adequada até 2024. Para atender a essa nova demanda, estimamos a necessidade de investimentos da ordem de R\$ 64 bilhões com a implantação e operação de novas infraestruturas de destinação adequada de resíduos.

Preço não reflete oportunidades adicionais de criação de valor. Em nossa opinião, o preço atual das ações da Orizon não reflete o potencial de crescimento da empresa. Observamos que incluímos em nossas estimativas os ativos para os quais temos maior visibilidade de desenvolvimento e, conseqüentemente, um potencial de geração de receita mais claro. Apesar disso, destacamos outras oportunidades adicionais de criação de valor, como (i) o desenvolvimento de novas Unidades de Beneficiamento de Resíduos (UBMs) com grandes clientes industriais, (ii) outros novos aterros em um estágio anterior de desenvolvimento e (iii) oportunidades de M&A, tendo em vista o quão fragmentado é o setor.

[Clique aqui](#) para saber mais sobre a nossa tese para ORVR3.

Santos Brasil (STBP3)

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

Recomendação

Preço-alvo

Compra

R\$ 9,00

Em outubro, a Santos Brasil superou o Ibovespa, o que vemos como uma combinação positiva dos indicadores operacionais consistentes entregues (volumes no 3T +15% A/A) e as mensagens bem recebidas no Investor Day da empresa (referente aos preços, que devem permanecer em níveis fortes, e um foco maior na distribuição de dividendos a partir de agora). Olhando para frente, nossa visão positiva sobre o nome permanece apoiada por: (i) expectativas positivas de resultados para o 3T-4T'22, com a melhora do EBITDA sustentada por preços mais forte e recuperação de volumes nos próximos trimestres (sinais positivos de melhora de volumes no 3T'22 relatados em números de Set'22); (ii) saldo positivo de oferta/demanda nos próximos anos (utilização do Porto de Santos ~90% em 2024E); (iii) desempenho operacional continuamente beneficiado por aumentos de preços (33% de EBITDA CAGR em '21-23E); e (iv) *valuation* atrativo (EV/EBITDA de 7,5x em 2023 vs. média histórica de ~10x).

Volumes positivos no 3T22 para STBP (+15% A/A) com Set'22 sólido (+24% A/A). Na última edição mensal do nosso acompanhamento de Portos (referente aos volumes de Set'22), destacamos: (i) os volumes totais da Santos Brasil subiram 24% A/A (+15% A/A no 3T22, acelerando vs -4% no 1T22 e +1% no 2T22), estável em relação aos níveis fortes de Ago'22 e Jul'22, provavelmente ainda positivamente impactados pelo afrouxamento das restrições na China; (ii) utilização da capacidade no Porto de Santos permanecendo elevada (81% em Ago'22 nos últimos doze meses, contra 81% em 2020 e 84% em 2021); e (iii) terminal TEV desacelerando em Set'22 em relação aos meses anteriores, mas ainda mostrando resultados fortes em ~21k veículos movimentados (+28% A/A, +81% A/A no 3T22), com 92% de utilização da capacidade nos últimos doze meses.

Assimetria positiva no equilíbrio de oferta e demanda. Acreditamos que o recente aumento das taxas de utilização do Porto de Santos (84% em 2021, contra 69% em 2019) foi o principal motor por trás do forte reajuste de preços da STBP (tarifas médias de movimentação de contêineres +55% em 2021). Daqui para frente, esperamos que a utilização continue subindo (para 90% até 2024) à medida que os volumes melhorem em uma normalização da cadeia de suprimentos global, gerando, portanto, preços continuamente fortes para o STBP (16% de CAGR em 2021-24E).

Valuation agora é atrativo, em nossa opinião, com a gestão superando nossas estimativas de curto prazo e consenso. Vemos a Santos Brasil sendo negociada em 7,5x 2023 EV/EBITDA (contra um nível histórico de ~10x), e prevemos uma TIR nominal de 12,7%.

[Clique aqui para saber mais sobre a nossa tese para STB3.](#)

Yduqs (YDUQ3)

Preparada para uma recuperação de curto-prazo

Recomendação

Preço-alvo

Compra

R\$ 33,70

Acreditamos que o desempenho da Yduqs ao longo de outubro foi devido a uma expectativa do mercado de resultados de curto-prazo fracos e uma temporada de captações negativa, ao contrário de outras empresas de educação, as quais acreditamos que podem ter tido uma temporada de captações positiva.

Uma posição relevante em um segmento em crescimento. A Yduqs já é a segunda maior empresa no segmento de graduação digital, com 433 mil alunos ao final de 2021 (334 mil ao final de 2020, com 11,3% de participação de mercado). Esse segmento tende a continuar crescendo, uma vez que dá acesso à educação universitária para grupos que não têm acesso ao presencial. Além disso, o segmento digital tende a se consolidar ainda mais, pois é altamente dependente de escala. Assim, esperamos que a base de estudantes de graduação digital da Yduqs cresça, em média, 15% ao ano entre 2021 e 2026.

Vasto espaço para expansão em educação médica. As escolas de graduação em medicina apresentam tickets médios altos (R\$ 8,5 mil/mês em 2021 para Yduqs) e altas margens EBITDA (43,6% ao final de 2021 para o segmento Premium da Yduqs). Ao final de 2021, a empresa possuía 1.533 vagas em medicina, das quais 68% ainda em amadurecimento, e mais 758 vagas pendentes de aprovação. Estimamos que a empresa atingirá 10,1 mil alunos de medicina até 2026 (contra 6,5 ao final de 2021), tanto a partir da maturação das vagas quanto abertura de novas.

Excelência em execução. A Yduqs tem os maiores retornos operacionais entre as empresas listadas, apresentando ROIC ajustado de 15,5% em 2020 e 9,7% em 2021, apesar dos impactos relacionados à pandemia. Esperamos que a empresa continue a render retornos melhores que a média daqui para a frente.

[Clique aqui](#) para saber mais sobre a nossa tese para BLAU3.

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.
- 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

Danniela Eiger
Varejo

Bernardo Guttman
Tecnologia, Mídia e Telecom

Herbert Suede
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