

Removemos BMOB3, GMAT3 e POMO4; e adicionamos ONCO3, VULC3 e YDUQ3

Junho 2023



Para quem é essa carteira: para o investidor que busca alocação em ações com alto potencial de crescimento. Para o mês de junho, realizamos três alterações: 1) retiramos Bemobi (BMOB3) e adicionamos Yduqs (YDUQ3); 2) retiramos Marcopolo (POMO4) e adicionamos Oncoclínicas (ONCO3); e 3) retiramos Grupo Mateus (GMAT3) e adicionamos Vulcabras (VULC3).

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.

Uma carteira diversificada. O Ibovespa tem um peso muito relevante no setor Financeiro (27%), Petróleo e Gás (21%) e Mineração e Siderurgia (12%). Na Carteira Top Small Caps XP a maior exposição é no setor de Varejo (20%). Além disso, temos uma exposição relevante em Saneamento (10%) e Educação (10%) na qual o índice Ibovespa tem baixa exposição.

Desempenho. Em maio, nossa carteira de ações subiu +13,6%, enquanto o Ibovespa também subiu +5,7%. Desde o início da carteira, em maio de 2021, ela subiu +18,7%, comparado com queda de -7,2% do Ibovespa.

Fernando Ferreira

Estrategista-Chefe e Head do Research

Jennie Li

Estrategista de Ações

Rebecca Nossig

Analista de Estratégia de Ações

Research XP

Companhia	Ticker	Setor	Peso	Recomendação	Preço atual	Preço-alvo	Upside	Valor de mercado (Bln)
Alupar	ALUP11	Utilidade Pública	10%	Compra	R\$ 29,05	R\$ 30,00	3%	R\$ 8,9
Cury	CURY3	Imobiliário	10%	Compra	R\$ 13,57	R\$ 17,00	25%	R\$ 3,9
Oncoclínicas	ONCO3	Saúde	10%	Compra	R\$ 10,90	R\$ 9,30	-15%	R\$ 5,4
Orizon	ORVR3	Utilidade Pública	10%	Restrito	R\$ 36,65	Restrito	Restrito	Restrito
PetroReconcavo	RECV3	Petróleo & Gás	10%	Compra	R\$ 17,79	R\$ 33,80	90%	R\$ 5,2
Randoncorp	RAPT4	Bens de Capital	10%	Compra	R\$ 10,70	R\$ 11,00	3%	R\$ 3,3
Santos Brasil	STBP3	Transportes	10%	Compra	R\$ 10,08	R\$ 11,00	9%	R\$ 8,7
Vivara	VIVA3	Varejo	10%	Compra	R\$ 25,12	R\$ 28,00	11%	R\$ 5,9
Vulcabras	VULC3	Varejo	10%	Compra	R\$ 15,58	R\$ 19,00	22%	R\$ 3,8
Yduqs	YDUQ3	Educação	10%	Compra	R\$ 14,33	R\$ 23,50	64%	R\$ 4,2



Índice



3. Mudanças na carteira

4. Diversificação setorial e múltiplos

5. Desempenho

6. Ações

7. Alupar (ALUP11)

8. Cury (CURY3)

9. Orizon (ORVR3)

10. Oncoclínicas (ONCO3)

11. PetroReconcavo (RECV3)

12. Randoncorp (RAPT4)

13. Santos Brasil (STBP3)

14. Vivara (VIVA3)

15. Vulcabras (VULC3)

16. Yduqs (YDUQ3)

Três trocas: Removemos BMOB3, GMAT3 e POM04; e adicionamos YDUQ3, VULC3 e ONCO3

Estamos retirando a Marcopolo (POM04) da nossa carteira Small Caps, realizando lucros após um forte desempenho das ações (+66% desde que incluímos em nosso portfólio) – vemos esse movimento como reflexo do melhor momento operacional da empresa, com receita e rentabilidade agora recuperados dos efeitos da pandemia. Acreditamos que gatilhos positivos de curto prazo já foram materializados (fortes resultados do 1T23 e indicações positivas para a licitação deste ano para o Caminho da Escola), enquanto os resultados do próximo trimestre devem ser temporariamente pressionados pela implementação da legislação Euro 6.

Além disso, estamos retirando também Bemobi (BMOB3), pois acreditamos que não há gatilhos claros de curto prazo para uma reprecificação das ações, após a empresa reportar resultados neutros no 1T23, com crescimento tímido na receita. No entanto, permanecemos otimistas em relação às perspectivas da Bemobi, visto que a empresa possui uma posição de caixa sólida para M&As, e está sendo negociada com um *valuation* atrativo de 3,0x EV/EBITDA para 2023.

Para o mês de junho, **estamos adicionando Yduqs (YDUQ3)**, pois acreditamos que a dinâmica do setor de ensino superior pode melhorar em termos de base de alunos e melhorias de margens, e a empresa deve estar bem posicionada para se beneficiar dessa dinâmica, como vimos no resultado do 1T23 ([acessar o relatório](#)).

E estamos adicionando Oncoclínicas (ONCO3), pois acreditamos que a empresa deva (i) continuar a capturar eficiências financeiras e (ii) reduzir o risco de suas operações, aumentando o seu portfólio de pagadores e parceiros em diferentes regiões, o que também deve destravar potencial de crescimento da receita, e reduzindo o perfil de risco em relação às suas parcerias e acordos com a Unimed-Rio.

Por fim, também estamos retirando Grupo Mateus (GMAT3) e adicionando a Vulcabras (VULC3) em nossa carteira neste mês, pois o GMAT3 ultrapassou nosso limite teórico de capitalização de mercado de R\$ 10 bilhões. Enquanto observamos tendências de crescimento estrutural no mercado esportivo, a Vulcabras é um nome forte para continuar capturando essa tendência, impulsionada por sua ampla variedade de produtos e diferentes posicionamentos de preço. Além disso, a pesquisa e desenvolvimento (P&D) e um tempo de lançamento mais curto em comparação com seus concorrentes são diferenciais-chave para a empresa.

Diversificação setorial & Múltiplos

30 de maio de 2023

Estratégia | Carteira XP

Três trocas: Removemos BMOB3, GMAT3 e POMO4; e adicionamos YDUQ3, VULC3 e ONCO3

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 (27%), Petróleo e Gás (21%) e Mineração e Siderurgia (12%). Na Carteira Top Small Caps XP a maior exposição é no setor de Varejo (20%). Além disso, temos uma exposição relevante em Saneamento (10%) e Educação (10%) na qual o índice Ibovespa tem baixa exposição.

Figura 1: Diversificação sectorial - % valor de mercado

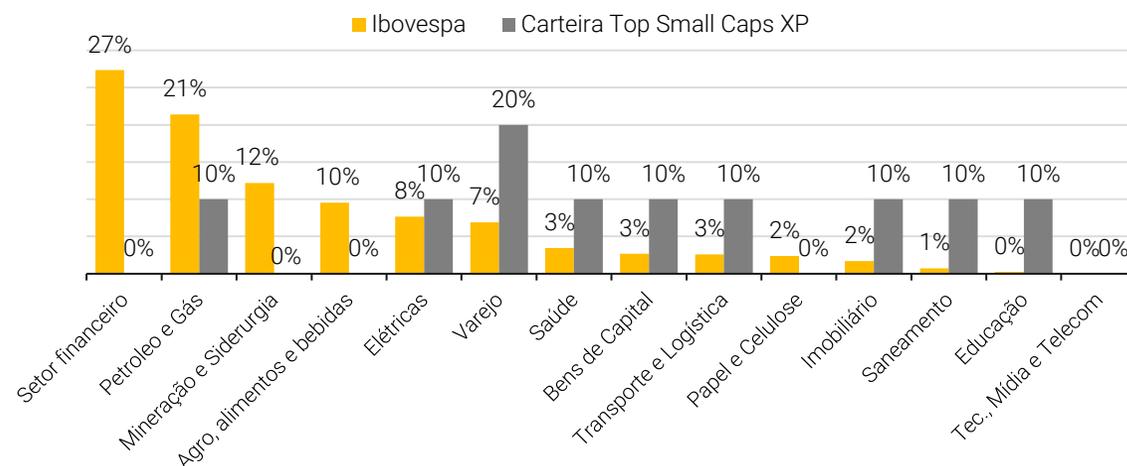


Figura 2: Carteira Top Small Caps XP

Companhia	Ticker	Setor	Peso	Recomendação	Preço atual	Preço-alvo	Upside	P/L		EV/EBITDA		Valor de mercado (Bln)
								2023	2024	2023	2024	
Alupar	ALUP11	Utilidade Pública	10%	Compra	R\$ 29,05	R\$ 30,00	3%	26,9x	15,3x	7,6x	7,1x	R\$ 8,9
Cury	CURY3	Imobiliário	10%	Compra	R\$ 13,57	R\$ 17,00	25%	7,8x	7,0x	6,4x	5,8x	R\$ 3,9
Oncoclínicas	ONCO3	Saúde	10%	Compra	R\$ 10,90	R\$ 9,30	-15%	25,7x	13,8x	8,7x	6,9x	R\$ 5,4
Orizon	ORVR3	Utilidade Pública	10%	Restrito	R\$ 36,65	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito
PetroReconcavo	RECV3	Petróleo & Gás	10%	Compra	R\$ 17,79	R\$ 33,80	90%	4,1x	2,3x	2,7x	1,7x	R\$ 5,2
Randoncorp	RAPT4	Bens de Capital	10%	Compra	R\$ 10,70	R\$ 11,00	3%	14,9x	7,6x	5,5x	4,6x	R\$ 3,3
Santos Brasil	STBP3	Transportes	10%	Compra	R\$ 10,08	R\$ 11,00	9%	17,0x	14,7x	7,6x	6,5x	R\$ 8,7
Vivara	VIVA3	Varejo	10%	Compra	R\$ 25,12	R\$ 28,00	11%	15,2x	14,7x	10,3x	9,3x	R\$ 5,9
Vulcabras	VULC3	Varejo	10%	Compra	R\$ 15,58	R\$ 19,00	22%	8,3x	6,8x	6,5x	5,5x	R\$ 3,8
Yduqs	YDUQ3	Educação	10%	Compra	R\$ 14,33	R\$ 23,50	64%	14,8x	7,8x	4,8x	4,3x	R\$ 4,2



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

	Desde o início	2023	mai/23	abr/23	mar/23	fev/23	jan/23	dez/22	nov/22	out/22	set/22	ago/22	jul/22	jun/22	2022
Top Small Caps XP	18,7%	10,5%	13,6%	1,8%	-5,8%	-6,2%	8,3%	2,7%	-14,3%	13,4%	1,0%	11,2%	7,8%	-14,3%	14,1%
Ibovespa	-7,2%	0,5%	5,7%	2,5%	-2,9%	-7,5%	3,4%	-2,4%	-3,1%	5,5%	0,5%	6,2%	4,7%	-11,5%	4,7%

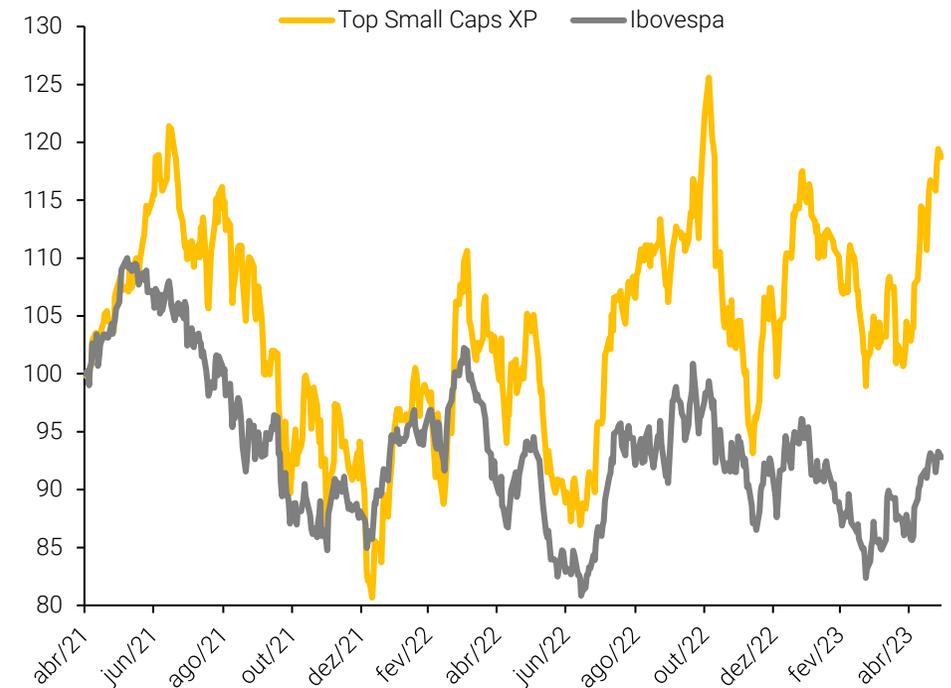
Figura 4: Desempenho de cada ativo

Companhia	Ticker	Setor	Peso	Data de entrada na carteira	Desempenho desde entrada	Desempenho no mês	Desempenho em 2023
Alupar	ALUP11	Utilidade Pública	10%	jul/22	23,0%	7,9%	13,0%
Bemobi	BMOB3	TMT	10%	jun/21	-37,4%	3,4%	0,6%
Cury	CURY3	Imobiliário	10%	nov/22	11,2%	10,2%	9,5%
Grupo Mateus	GMAT3	Varejo	10%	set/22	10,6%	28,9%	12,3%
Marcopolo	POMO4	Bens de Capital	10%	nov/22	66,1%	22,8%	60,2%
Orizon	ORVR3	Utilidade Pública	10%	fev/22	30,8%	6,9%	8,2%
PetroReconcavo	RECV3	Petróleo & Gás	10%	jan/23	-45,0%	-9,6%	-45,0%
Random	RAPT4	Bens de Capital	10%	mai/23	29,5%	29,5%	30,3%
Santos Brasil	STBP3	Transportes	10%	ago/22	67,7%	19,4%	29,8%
Vivara	VIVA3	Varejo	10%	abr/23	15,7%	17,9%	14,0%

Figura 5: Indicadores de desempenho desde o início da carteira

Indicador	Top Small Caps	Ibovespa
Sharpe	0,09	-0,53
Volatilidade	28,8%	20,4%
Beta	1,3	-

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





Nossa carteira Top Small Caps

Ações

O fim de um ciclo de capex intensivo

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 30,00

A Alupar superou o Ibovespa em maio refletindo os sólidos resultados do 1T23. Acreditamos que os resultados do 1T23 divulgados recentemente reforçaram a forte geração de caixa e resiliência da companhia. Mantemos nossa visão positiva para a Alupar com recomendação de Compra e preço-alvo de R\$ 30/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 2023 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.](#)

Superando os pares no setor de construtoras de baixa renda

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 17,00

As ações da Cury superaram o desempenho do Ibovespa em maio, refletindo (i) o pedido de vista no julgamento do STF sobre a taxa de remuneração do FGTS, aliviando momentaneamente a pressão sobre as ações do segmento de baixa renda; e (ii) resultados sólidos da Cury no 1T23. Destacamos que a empresa mantém um desempenho operacional robusto, acelerando lançamentos no primeiro semestre, o que sugere a manutenção de um forte momento de resultados no 2T23.

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.](#)

Oncoclínicas (ONCO3)

30 de maio de 2023

Estratégia | Carteira XP

Uma opção defensiva em meio a um cenário de volatilidade

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 9,30

Acreditamos que o desempenho da ONCO3, acima do Ibovespa, em maio, foi devido a (i) o acordo anunciado com a Unimed-Rio ([veja o relatório](#)), no qual a empresa adquiriu as participações restantes da CEON e HMM, endereçando uma grande preocupação do mercado devido à atual difícil situação financeira da Unimed-Rio, (ii) a criação de um depósito para garantir os pagamentos futuros da Unimed-Rio, e (iii) resultados sólidos do 1T23 ([veja o relatório](#)), com melhorias significativas tanto de receita quanto de margens.

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](#)).

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](#)).

Entregando eficiências operacionais. Trimestre após trimestre, a empresa superou as nossas estimativas, apresentando crescimento consistente e expandindo margens tanto por meio da integração de aquisições quanto pela otimização da estrutura administrativa. Embora a empresa tenha mostrado alguma deterioração no capital de giro em seu último resultado trimestral, esperamos uma reversão desse cenário ainda no 2T23 ([veja o relatório](#)).

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



Orizon (ORVR3)

30 de maio de 2023
Estratégia | Carteira XP

Onde outras cadeias de valor terminam, um mundo começa

Recomendação	Preço-alvo
<i>Restrito</i>	<i>Restrito</i>

Desempenho do último mês: Restrito por compliance

Descrição da empresa: Restrito por compliance

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



O efeito Lindy

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 33,80

Em maio, a PetroReconcavo apresentou desempenho fraco (-9,6%) em relação ao índice Ibovespa (+5,7%). Atribuímos o movimento a uma maior apreensão dos investidores em relação ao capex e à geração de caixa, desencadeada após a apresentação pela empresa do seu novo relatório de certificação de reservas, em março. Ainda, durante a última temporada de resultados, a empresa apresentou números um pouco abaixo do esperado, agravando as preocupações existentes. Apesar disso, valorizamos o forte histórico de execução da RECV e consideramos a empresa bem posicionada para o processo de consolidação que esperamos que ocorra nos próximos meses e anos no cenário brasileiro de O&G.

A PetroRecôncavo é um dos primeiros players do Brasil a entrar no mercado Jr O&G. Gostamos da tese de investimentos da PetroReconcavo principalmente devido ao seu longo histórico de redensolvimento de campos onshore maduros (cluster Remanso desde 2000) e modelo integrado, garantindo mão de obra e equipamentos para operar com baixos custos de extração.

Tese de investimento: O efeito Lindy propõe que quanto mais algo sobrevive ao teste do tempo, maior a probabilidade de ter uma expectativa de vida mais longa. Vemos a PetroReconcavo como um exemplo disso, uma vez que a empresa tem um longo histórico de operação de ativos onshore maduros no Brasil. Outra característica importante da estratégia da empresa é a integração de muitas de suas principais operações.

Valuation: Nosso modelo FCFF rende um preço-alvo YE2023 de R\$ 33,80/ação. Ainda atualizaremos nosso TP (que não considera o potencial Bahia Terra) para incorporar a aquisição de ativos da Maha (positivo) e este novo relatório de certificação (neutro para positivo). Por ora, ainda vemos a RECV sendo negociada em níveis atrativos de *valuation* (3,0x EV/EBITDA 2023), especialmente considerando o recente momento negativo para o desempenho da ação, que, em nossa opinião, nos deu uma margem de segurança para possíveis efeitos negativos. Além disso, acreditamos que a empresa está bem posicionada para o processo de consolidação que esperamos que ocorra nos próximos meses e anos no cenário brasileiro de O&G, após o término do processo de desinvestimento da Petrobras.

[Clique aqui para saber mais sobre a nossa tese para RECV3.](#)

Diversificação garantindo resiliência em tempos desafiadores

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 11,00

Em maio, a Randoncorp teve performance superior ao índice Ibovespa, em nossa visão refletindo resultados resilientes no 1T23 – notamos um forte desempenho da Frasle e de implementos rodoviários nos mercados externos mais do que compensando um ambiente desafiador para a divisão de Auto Peças no Brasil, com margens consolidadas acima do *guidance* da empresa para 2023. Olhando para frente, apesar de uma perspectiva desfavorável para a produção nacional de veículos pesados devido à implementação do Euro VI, mantemos a nossa visão positiva para a Randoncorp, pois acreditamos que a empresa conseguirá se beneficiar de seu modelo de negócio diversificado e mais do que compensar os efeitos acima mencionados através de desempenhos sólidos dos mercados externos (especialmente nos EUA, fortalecidos pela aquisição da Hercules), e Frasle Mobility.

Randoncorp colhe frutos de uma diversificação de receita. Apesar de uma perspectiva desfavorável para a produção de veículos pesados no Brasil este ano devido à implementação do Euro VI, observamos uma combinação de efeitos favoráveis compensando-a: (i) forte demanda do setor do agronegócio (seguindo as previsões recordes de safra); (ii) maior representatividade dos mercados externos (especialmente USMCA, reforçada pela aquisição da Hercules e pelo mercado de implementos rodoviários desequilibrado em termos de oferta/demanda nos EUA); e (iii) aumento das vendas para o mercado de reposição (tanto para veículos leves quanto pesados).

Guidance para 2023 que dá um tom positivo. O *guidance* recentemente anunciado pela Randoncorp para 2023 (R\$ 11,3 bilhões e margem EBITDA de ~14,5%) superou as expectativas do consenso e, a nosso ver, indica um tom positivo para 2023 (números melhorando A/A apesar de um cenário de mercado menos favorável) – veja nosso comentário completo sobre o *guidance* [aqui](#).

Inovação como vantagem competitiva a longo prazo. Vemos com bons olhos as iniciativas inovadoras da Randoncorp e vemos a empresa bem posicionada para acompanhar as tendências de sustentabilidade estrutural (como por exemplo com produtos como Randoncorp Solar e Hybrid R, que contribuem para reduzir o consumo de combustível dos caminhões). Além disso, vemos a Addiante (*joint venture* de aluguel de caminhões da Randoncorp com Gerdau Next) como uma opcionalidade promissora.

O que o nosso tracker mensal do setor automotivo indica para a Randoncorp em abril? Notamos que as vendas domésticas de implementos rodoviários desaceleraram para 6,2 mil unidades em Abr'23 (-6% A/A, mas +12% vs. Abr'19), após uma atividade de vendas negativa para caminhões, deteriorando-se sequencialmente desde a implementação da legislação de emissões Euro 6. Destacamos positivamente a receita mensal de R\$ 880 milhões (+5% A/A) da Randoncorp, possivelmente favorecida pelos mercados externos e pelo desempenho resiliente da Frasle. Ao todo, as vendas acumuladas da Randoncorp em 2023 até agora representam 31% do seu valor médio de *guidance*.

Valuation descontado, a nosso ver. Vemos a Randoncorp negociando em um nível de valuation atrativo, com EV/EBITDA para 2023 de 5,4x (abaixo de sua média histórica de 5,7x).

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

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

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 11,00

Em maio, a Santos Brasil superou o Ibovespa. O resultado do 1T23 foi fraco, conforme o esperado, principalmente por causa dos fracos volumes do trimestre. Olhando para o futuro, nossa visão positiva sobre o nome continua apoiada por: (i) expectativas de resultados positivos para 2023, com melhora do EBITDA sustentada por (a) um ponto de vista de preço mais forte após renegociação positiva do contrato da Maersk, e (b) recuperação de volumes nos próximos trimestres; (ii) um saldo positivo de oferta/demanda nos próximos anos (utilização do Porto de Santos ~90% em 2024E permitindo que o desempenho operacional se beneficie continuamente dos aumentos de preços (25% EBITDA CAGR '22-25E); e (iii) avaliação atraente (EV/EBITDA de 7,8x em 2023 vs. média histórica de ~12x).

Em nosso tracker mensal dos Operadores Portuários de Abr'23, destacamos: (i) os volumes totais da Santos Brasil caíram 9% A/A em Abr'23, impulsionados principalmente pelo Tecon Santos (-9% A/A), um fraco desempenho operacional devido a contínua desaceleração da demanda global por bens de consumo; (ii) terminal TEV apresentou resultados operacionais fracos, com 18k veículos movimentados (-31% A/A) implicando 94% de utilização da capacidade LTM; e (iii) utilização da capacidade do Porto de Santos ainda elevada em Mar'23 (83% LTM vs 80% em 2022 e 84% em 2021).

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 do consenso. Vemos a Santos Brasil negociando a 7,8x EV/EBITDA 2023 (vs. um nível histórico de ~12x) e prevemos uma TIR nominal de ~17%).

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

Um diamante bruto

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 28,00

Em maio, as ações da Vivara tiveram um desempenho acima do Ibovespa. Isso pode ser potencialmente explicado pelos fortes resultados que a companhia apresentou no 1T23, além de terem compartilhado boas perspectivas para frente, com o 2T23 sendo sazonalmente forte para as vendas da companhia. Mantemos nossa recomendação de Compra e preço-alvo de R\$28,00/ação.

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 o seu 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, vemos 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.](#)

Encontrando o par de sapatos certo

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 19,00

Em maio, as ações da VULC3 superaram Ibovespa, possivelmente explicado por mais um resultado sólido divulgado no primeiro trimestre, com um EBITDA acima das nossas expectativas em 7,6%. Estamos otimistas em relação à empresa, pois: (i) acreditamos que ainda há muito espaço para o crescimento da penetração de calçados esportivos; (ii) vemos a VULC3 bem posicionada para capturar essa tendência, devido ao seu portfólio icônico de marcas com diferentes posicionamentos de preço e propostas de valor; (iii) sua pesquisa e desenvolvimento (P&D) e menor tempo de lançamento são diferenciais importantes em relação aos concorrentes; (iv) existem riscos de alta devido a potenciais novos acordos de licenciamento; e (v) consideramos que ela está sendo negociada a um *valuation* atrativo, com múltiplo de 6,8x para 2024.

Tendências estruturais no esporte impulsionando o crescimento. Esperamos que os brasileiros adotem cada vez mais hábitos saudáveis, como a prática de esportes, para melhorar a saúde física e mental, uma vez que apenas 26% dos brasileiros praticam algum tipo de esporte, em comparação com mais de 50% nos Estados Unidos e Reino Unido, e 37% na China. Vemos a Vulcabras bem posicionada para capturar essa tendência, graças ao seu diversificado portfólio de marcas e ampla variedade de produtos, com tecnologias de ponta a preços competitivos em relação às multinacionais. Além disso, a empresa oferece opções de calçados de entrada (com Olympikus oferecendo produtos com o menor preço, por volta de R\$230), o que a torna uma escolha interessante, especialmente levando em consideração o poder de compra limitado dos brasileiros.

Aumento na penetração de calçados esportivos. Embora o Brasil seja o quinto maior produtor de calçados do mundo, a demanda doméstica ainda está atrás dos concorrentes internacionais, com um consumo de 3,1 pares per capita (em comparação com 5,1 nos Estados Unidos e 3,3 na China), com uma forte concentração no uso de chinelos (cerca de 50%). Estimamos que o consumo per capita de calçados esportivos esteja em cerca de 0,45 par atualmente, em comparação com 4 a 5 pares em países desenvolvidos. Embora vejamos desafios macroeconômicos para diminuir essa diferença, acreditamos que ela possa ser reduzida gradualmente, com nossa projeção sendo de alcançar 0,75x no longo prazo.

Capacidade de P&D e menor tempo de lançamento como diferenciais-chave. A VULC3 conta com um robusto centro de P&D onde desenvolve novos produtos e compostos, sendo que a Olympikus recentemente lançou o "Corre Grafeno", o primeiro tênis de corrida com placa de grafeno do mundo, e a Vulcabras é a única empresa capaz de produzir os tênis com tecnologia UA HOVR da Under Armor fora da Ásia. Além disso, seu tempo de lançamento muito mais curto (desenvolvimento do SKU até a entrega) de 4 a 6 meses, em comparação com os principais players globais (de 12 a 18 meses), também é uma vantagem competitiva, permitindo que ela se adapte rapidamente às últimas tendências dos consumidores, além de manter os estoques dos varejistas em níveis reduzidos.

[Clique aqui para saber mais sobre a nossa tese para VULC3.](#)

Voltando a ser a nossa preferida do setor

Recomendação	Preço-alvo
Compra	R\$ 23,50

Acreditamos que o desempenho da YDUQ3 acima do Ibovespa em maio, foi devido a (i) fortes resultados do 1T23 da empresa ([veja o relatório](#)), com melhorias em várias linhas do resultado, dando uma boa e melhor visão sobre o que esperar dos resultados para 2023, e (ii) resultados do 1T23 acima das expectativas das empresas de ensino superior de modo geral, o que pode indicar um cenário mais favorável futuramente.

Ensino digital acelerando o crescimento e melhorando a lucratividade. A Yduqs atingiu 2,4k polos de ensino digital no 1T23 (partindo de 1k no 1T20), o que a gestão considera um número próximo do ideal para garantir os planos futuros de crescimento. A expansão dos centros mais recentes permitirá que a empresa aumente sua base de alunos de educação digital sem a necessidade de expansão física, e iniciativas como recompensar os melhores parceiros devem resultar em expansão de margem no futuro. Estimamos que a base de alunos de educação digital aumente 82% e a margem EBITDA aumente 9 p.p. de 2022 a 2027.

Iniciativas de eficiência compensando a desaceleração. O crescimento no segmento de educação presencial ainda é desafiador para toda a indústria, e a Yduqs parece não ser imune às mesmas pressões. No entanto, a empresa renovou a sua presença nesse segmento, reduzindo significativamente os custos e despesas, o que deve preservar a lucratividade dessa vertical apesar do crescimento lento.

Segmento premium continuando a ganhar relevância. Tanto as escolas de medicina quanto o IBMEC continuam apresentando um desempenho excepcional, com crescimento da base de alunos e aumentos dos preços impulsionando a receita. Não projetamos melhorias relevantes na margem do segmento Premium, embora notemos que ele já apresenta alta lucratividade e, portanto, deverá ajudar a empresa com expansão de margem nos próximos anos à medida que ganha maior relevância no negócio.

[Clique aqui para saber mais sobre a nossa tese para YDUQ3.](#)

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.

