

Empiricus 10 Ideias

Ações para setembro/2024

**Larissa Quaresma, CFA, CNPI,
CGA**

Analista Responsável
Empiricus Research

Felipe Miranda, CNPI

Analista-Chefe
Empiricus Research



Sumário

Goldilocks (ou Cachinhos Dourados). O Ibovespa renovou sua máxima histórica, agora de 137 mil pontos, ajudado pelo ambiente externo. Os dados divulgados ao longo do mês reforçaram a tese de *Goldilocks* nos EUA: atividade nem quente demais a ponto de gerar re-inflação; nem fria demais a ponto de gerar recessão. Com isso, tornou-se um consenso a flexibilização monetária gradual a partir de setembro, um cenário benigno para bolsas emergentes, incluindo a brasileira, que recebeu R\$ 9 bilhões de estrangeiros em agosto. Enxergamos a nossa bolsa ainda barata, o que justifica nossa visão construtiva para as ações, especialmente diante dos seguintes gatilhos: 1) materialização do corte de juros nos EUA; 2) construção gradual da credibilidade da nova gestão do Banco Central, agora formalmente indicada; e 3) adequação do fiscal brasileiro, ainda que marginal.

O que fazer? Após a máxima histórica, estamos fazendo um ajuste tático para aumentar a defensividade da carteira, incluindo Eletrobras (ELET6) e retirando Intelbras (INTB3). Além disso, reduzimos o peso de Cosan (CSAN3) para aumentar o de Prio (PRIO3), aproveitando a desvalorização de 2,5% da petroleira em agosto. Estamos ainda mais restritivos em relação à alavancagem financeira, diante da provável alta da Selic em setembro. A carteira manterá predominância de ações ligadas à economia doméstica, que seguem baratas e capturam a queda de juros no exterior.

Empiricus 10 Ideias - Setembro/2024						
Ticker	Empresa	Peso	Setor	Valor de Mercado (R\$ bilhões)	P/L 2024E	P/L 2025E
EQTL3	Equatorial	15%	Energia elétrica	40,0	16,2x	11,3x
ITUB4	Itaú Unibanco	15%	Financeiro	336,1	8,7x	8,1x
IGTI11	Iguatemi	15%	Shoppings	6,5	13,5x	11,8x
PRIO3	Prio	15%	Óleo & gás	41,1	8,6x	5,9x
CSAN3	Cosan	10%	Infraestrutura	24,9	14,8x	9,1x
DIRR3	Direcional	10%	Incorporação	5,0	8,4x	6,9x
RENT3	Localiza	5%	Locação de veículos	44,2	22,8x	11,4x
ELET6	Eletrobras	5%	Energia elétrica	96,1	13,7x	10,9x
STOC31	StoneCo	5%	Financeiro	22,2	11,3x	9,3x
SBFG3	Grupo SBF	5%	Varejo de moda	4,2	12,0x	10,0x

Objetivo da Empiricus 10 Ideias. Por meio da Carteira 10 Ideias, compartilhamos uma seleção de 10 ações brasileiras que acreditamos ter o potencial de proteger o patrimônio investido e, ao mesmo tempo, gerar algum ganho de capital. O objetivo é gerar retornos superiores aos principais índices acionários locais, correndo um nível de risco adequado. É possível investir diretamente na Empiricus 10 Ideias pelo BTG Investimentos (Investir > Renda Variável > Carteiras recomendadas).

Performance do Empiricus 10 Ideias. A carteira teve uma alta de +3,7% em agosto/24, versus +6,5% do Ibovespa e +4,5% do Bovespa Small Caps.

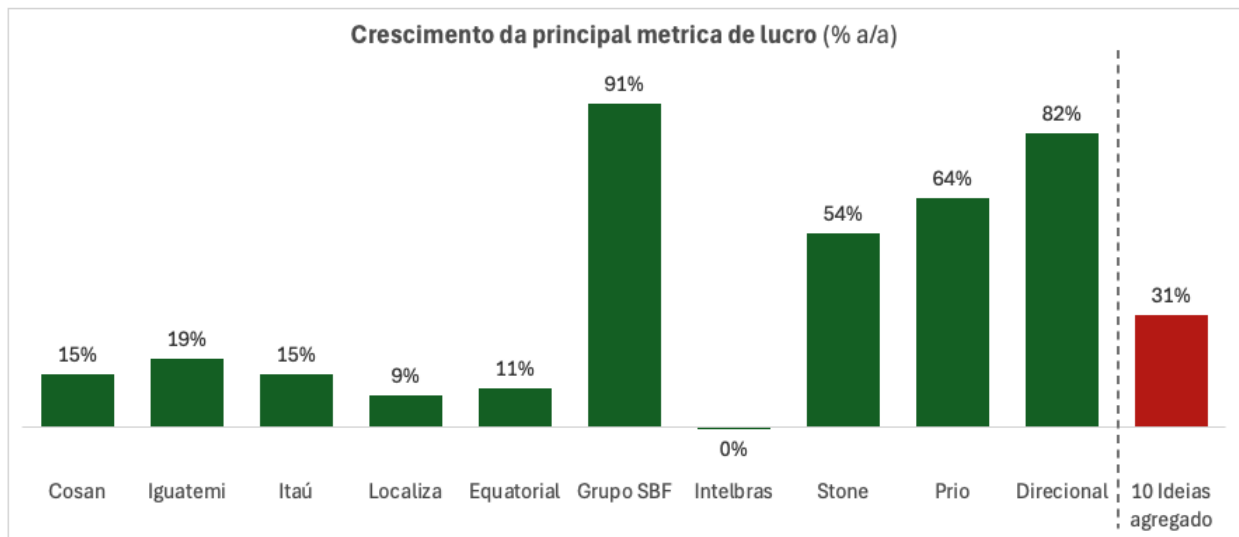
Agosto/24: Goldilocks

O termo "Goldilocks" é uma referência ao conto infantil "Cachinhos Dourados e os Três Ursos", em que a protagonista invade a casa dos ursos e experimenta três mingaus: o primeiro está muito quente; o segundo, frio; e o terceiro, na temperatura ideal. Na economia, o Goldilocks representa um crescimento robusto, mas não a ponto de tirar a inflação dos trilhos; sustentando a expansão de lucros corporativos, mas sem superaquecimento e inflação.

Esse é exatamente o panorama da economia americana, de acordo com os dados divulgados nas últimas semanas: a inflação está arrefecendo, enquanto a atividade segue forte. A curva de juros americana fechou, com a Treasury de 10 anos agora pagando 3,8% anuais, contra 4,0% no final de julho, empurrando o mundo para a tomada de risco. Em especial, novos temas que não a Inteligência Artificial ganharam atratividade, especialmente após o resultado das *big techs*, que decepcionaram em alguns casos. É aqui que entram os mercados emergentes.

O vento externo favorável neutralizou a contínua desancoragem das expectativas de inflação no Brasil, assim como a intensa discussão fiscal envolvendo o Orçamento 2025. No segundo mês de fluxo positivo, os estrangeiros ingressaram com R\$ 9 bilhões na B3 em agosto, diminuindo o saldo negativo do ano para R\$ 26 bilhões (mais detalhes nos gráficos ao final do relatório).

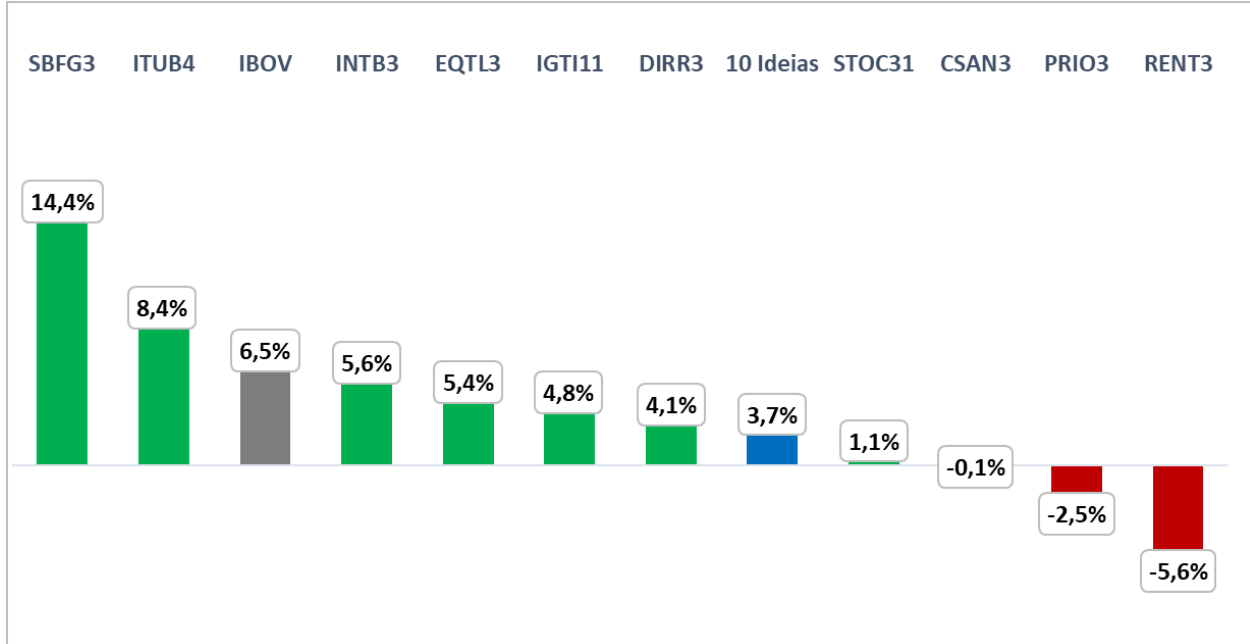
A temporada de resultados do 2T24, concentrada principalmente em agosto, também sustentou a alta das ações. Vimos crescimentos de lucro expressivos, especialmente em companhias ligadas à economia doméstica, já que a maior parte das *commodities* estava pressionada por preços baixos ao longo do trimestre. Entre as empresas do 10 Ideias, tivemos um crescimento médio de 31% do lucro na visão anual, com destaque para Grupo SBF e Direcional.



Fontes: companhias. | Nota: considera crescimento de EBITDA ajustado para Cosan e Equatorial; e crescimento de lucro líquido ajustado para as demais companhias.

O Empiricus 10 Ideias subiu 3,7%, puxada por Grupo SBF (+14,4%) e Itaú (+8,4%), que divulgaram bons resultados. Na ponta negativa, tivemos Localiza (-5,6%) e Prio (-2,5%), que, apesar do bom balanço, foi afetada pela queda de 2,4% do petróleo.

Performance das ações em Agosto/24



Performance acumulada até Agosto/2024

Ano	Carteira	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acum
2023	Empiricus 10 Ideias	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11,8%	6,8%	19,4%	19,4%
	Ibovespa	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	12,5%	5,4%	18,6%	18,6%
	Small Cap	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	12,5%	7,0%	20,4%	20,4%
2024	Empiricus 10 Ideias	-3,3%	-1,3%	1,7%	-9,4%	-4,1%	3,3%	5,5%	3,7%					-4,6%	13,9%
	Ibovespa	-4,8%	1,0%	-0,7%	-1,7%	-3,0%	1,5%	3,0%	6,5%					1,4%	20,2%
	Small Cap	-6,6%	0,5%	2,2%	-7,8%	-3,4%	-0,4%	1,5%	4,5%					-9,7%	8,7%

Setembro/24: flexibilização

Temos dito que o principal gatilho para alta mais vigorosa da bolsa brasileira é o corte de juros nos EUA, que foi praticamente cravado pelo presidente do Federal Reserve no Simpósio Anual de Jackson Hole. Jerome Powell disse que "chegou a hora de ajustar a política monetária" americana, e que vê mais riscos na fraqueza do mercado de trabalho do que na interrupção do processo de desinflação. Esse foi um recado claro

para o corte de juros já na reunião de setembro, restando a dúvida sobre a magnitude do movimento. Nesse sentido, o *payroll*, relatório do mercado de trabalho a ser divulgado já na primeira semana do mês, é um dado importante.

No mesmo dia da decisão nos EUA, teremos a do Brasil, que deve ser por um aumento na taxa Selic. Esse movimento vem por alguns motivos: 1) a alta persistente do dólar, o que tem pressionado a inflação no país; 2) a desancoragem das expectativas de inflação; e 3) a reafirmação da credibilidade da política monetária, que entra agora em uma nova gestão após a indicação formal de Gabriel Galípolo para a presidência do BC.

Enquanto uma alta de juros representa um aumento de custo de capital, entendemos que um ciclo de alta breve e pequeno não fará tanta diferença para as ações. Primeiro, porque a reafirmação da credibilidade do BC pode queimar prêmios na ponta longa da curva de juros. Segundo, porque a economia brasileira tem surpreendido para cima, suportando os lucros corporativos. Terceiro, porque meio ponto percentual a mais na Selic não deveria fazer grande efeito nos lucros. Aqui, entretanto, a diferença entre o remédio e o veneno está na dose; por isso, mantemos a preferência por empresas de balanço saudável, alta rentabilidade e que estejam em um bom momento operacional.

Empiricus 10 Ideias - Setembro/2024						
Ticker	Empresa	Peso	Setor	Valor de Mercado (R\$ bilhões)	P/L 2024E	P/L 2025E
EQTL3	Equatorial	15%	Energia elétrica	40,0	16,2x	11,3x
ITUB4	Itaú Unibanco	15%	Financeiro	336,1	8,7x	8,1x
IGTI11	Iguatemi	15%	Shoppings	6,5	13,5x	11,8x
PRI03	Prio	15%	Óleo & gás	41,1	8,6x	5,9x
CSAN3	Cosan	10%	Infraestrutura	24,9	14,8x	9,1x
DIRR3	Direcional	10%	Incorporação	5,0	8,4x	6,9x
RENT3	Localiza	5%	Locação de veículos	44,2	22,8x	11,4x
ELET6	Eletrobras	5%	Energia elétrica	96,1	13,7x	10,9x
STOC31	StoneCo	5%	Financeiro	22,2	11,3x	9,3x
SBFG3	Grupo SBF	5%	Varejo de moda	4,2	12,0x	10,0x

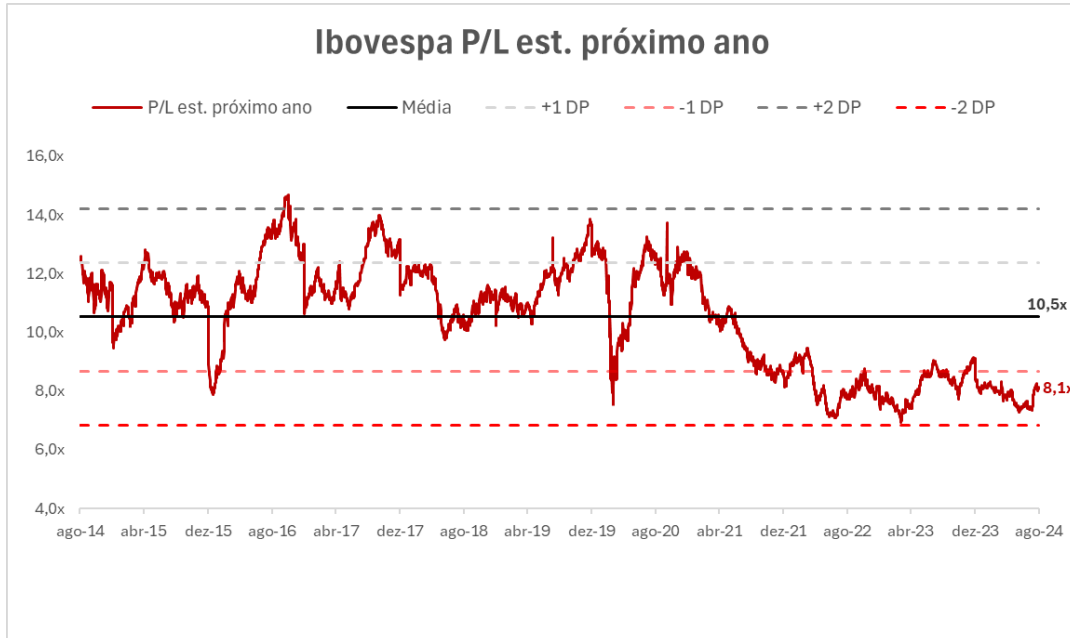
CSAN3	Cosan	-5%
INTB3	Intelbras	-5%
PRI03	Prio	+5%
ELET6	Eletrobras	+5%

Optamos por incluir Eletrobras, uma ação de perfil mais defensivo, após a máxima histórica do Ibovespa, retirando Intelbras para fazer espaço. Além da rotação setorial, o fundamento da elétrica justifica o movimento, em função do seu processo de turnaround que já começa a render frutos. Ademais, reduzimos o peso de Cosan (CSAN3) para aumentar o de Prio (PRIO3), novamente em um movimento de trazer mais defensividade para a carteira. Finalmente, destacamos que a Stone, que permanece na carteira, será incluída no índice MSCI Brazil a partir de setembro, o que pode trazer fluxo adicional à ação.

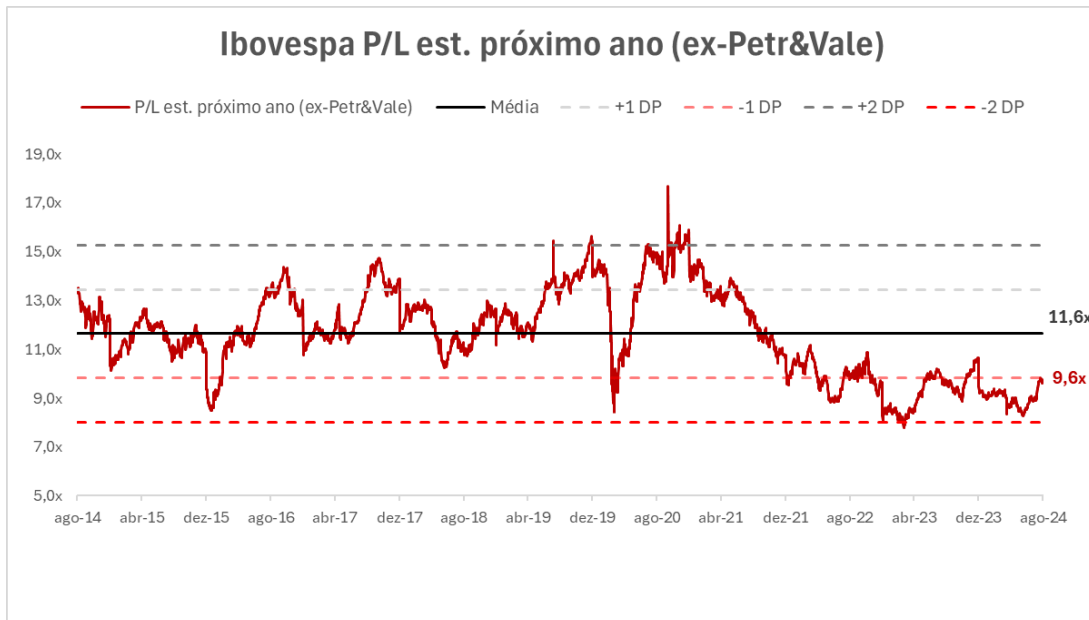
Ainda assim, mantemos uma exposição predominante em empresas ligadas à economia doméstica, por entendermos que os valuations estão bem atrativos. Ademais, essa categoria captura mais intensamente a descompressão dos juros futuros que está em curso e que pode se aprofundar com o iminente corte de juros nos EUA.

Em nossa visão, a bolsa brasileira segue barata: o índice preço/lucro estimado para 2025 está em 9,6x, um desvio padrão abaixo da média histórica de 11,6x (excluindo Petrobras e Vale) – veja nos gráficos abaixo. Em dólares, o Ibovespa ainda está 43% abaixo da máxima histórica, que foi em março de 2011. Portanto, vemos espaço para que a valorização continue, com a materialização dos seguintes gatilhos: 1) corte de juros nos EUA; 2) reforço da credibilidade do BC; e 3) ajustes fiscais adicionais após as eleições municipais de outubro.

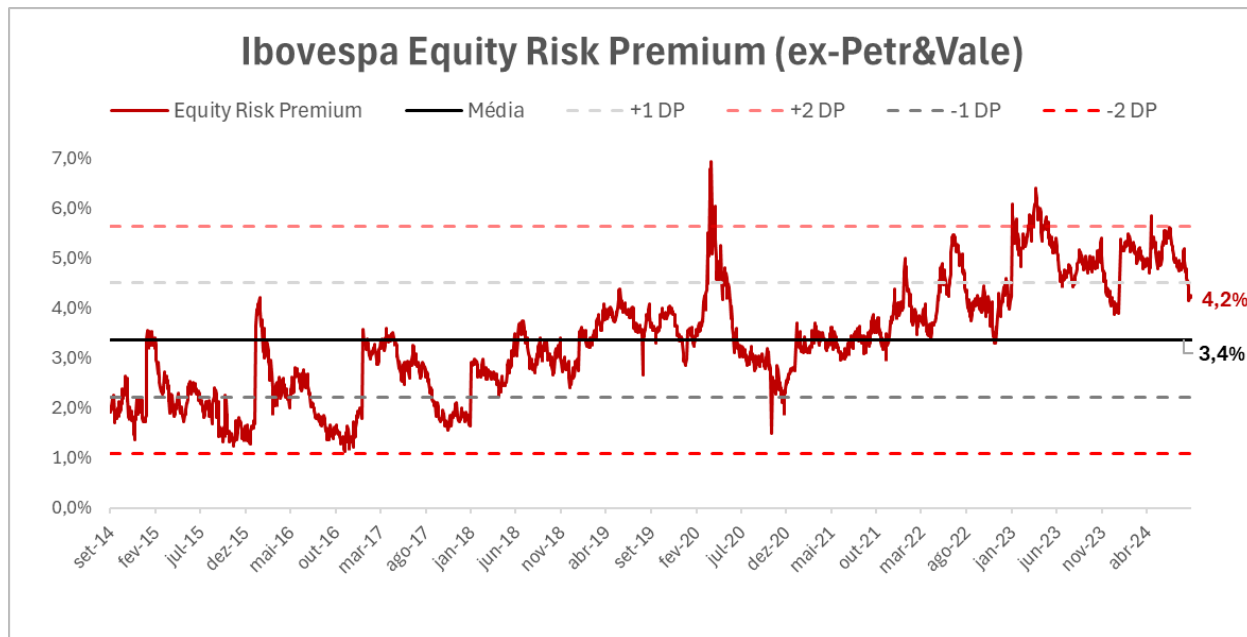
A bolsa em gráficos



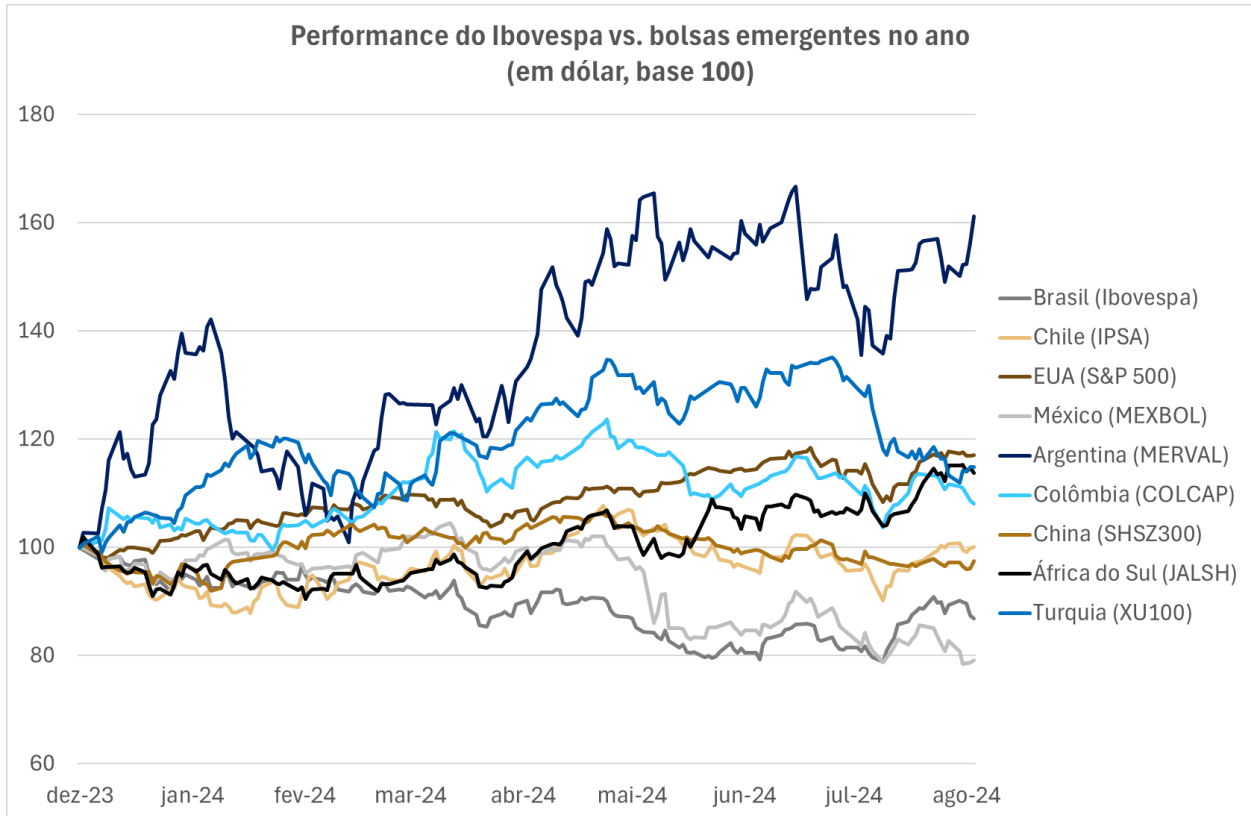
Fonte: Bloomberg. Considera preços de fechamento de 30-agosto-2024.



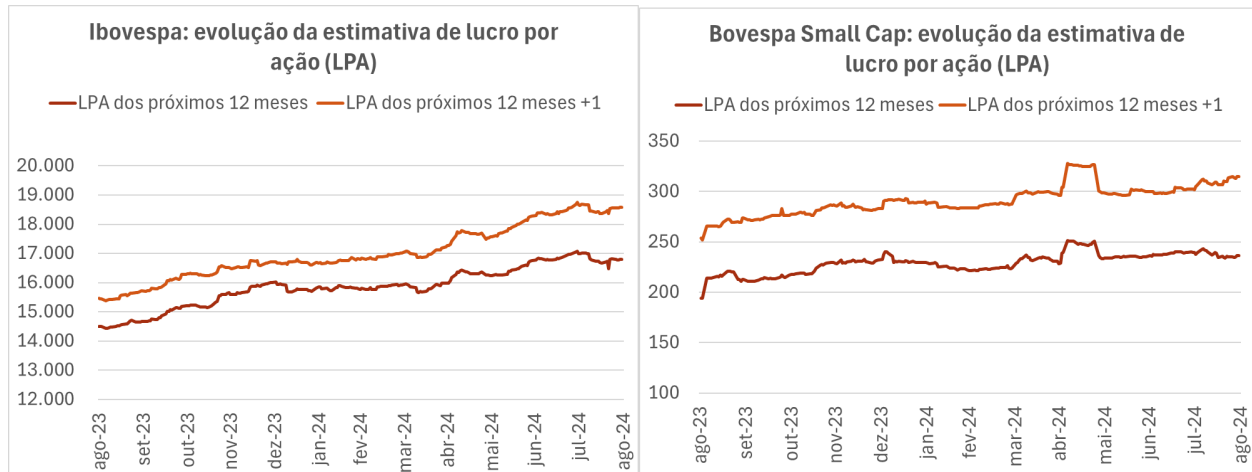
Fonte: Bloomberg. Considera preços de fechamento de 30-agosto-2024.



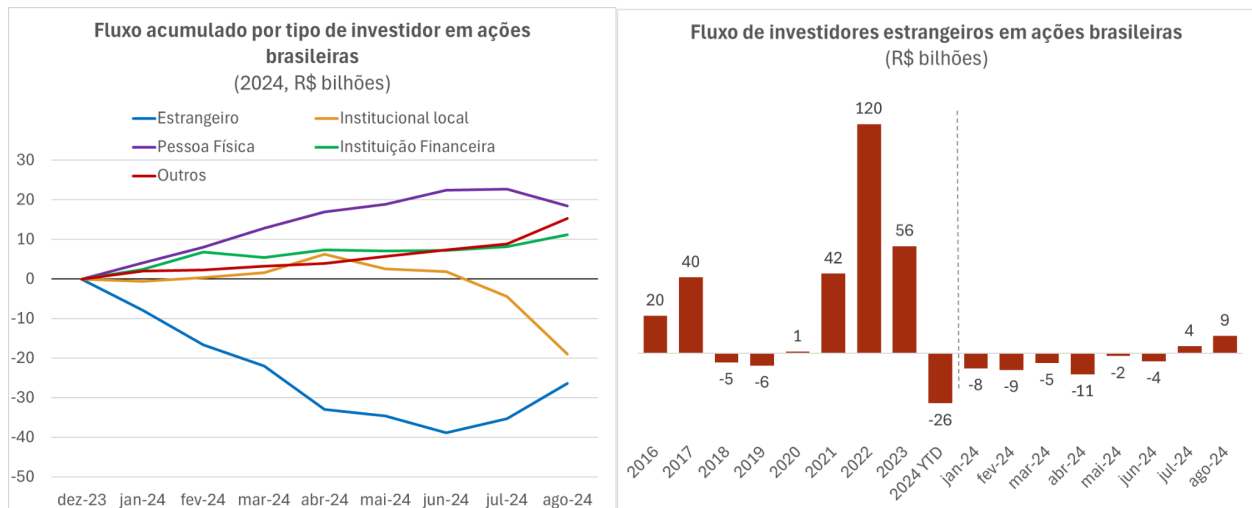
Fontes: Tesouro Nacional, Bloomberg, Empiricus Research. Considera o fechamento de 30-agosto-2024.



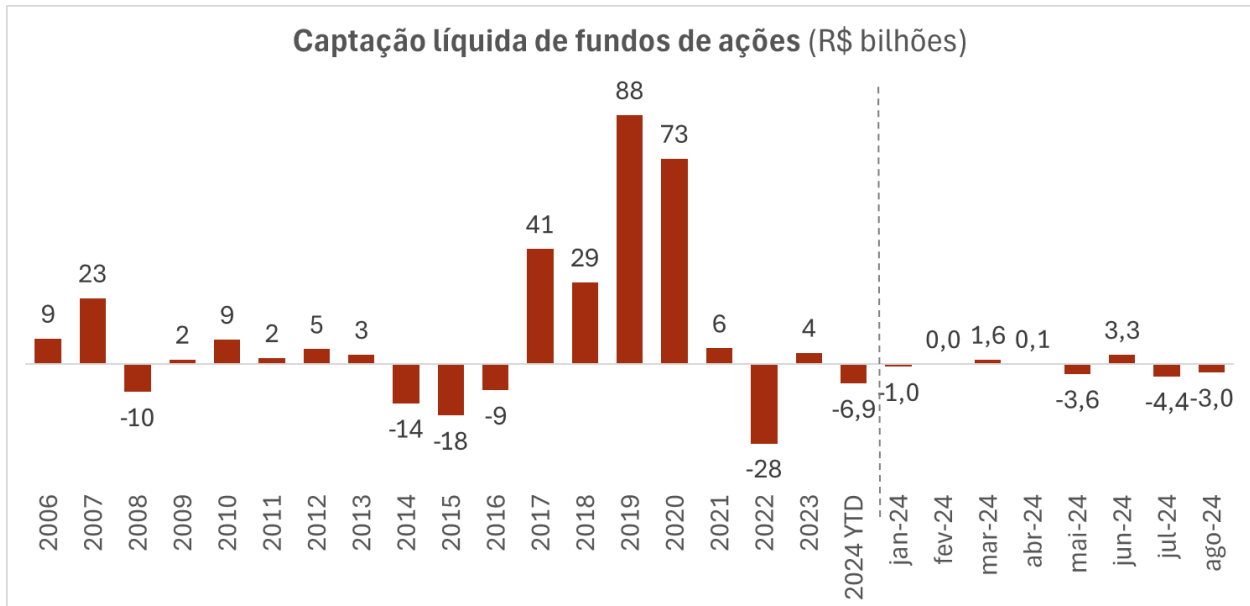
Fonte: Bloomberg. Considera preços de fechamento de 30-agosto-2024.



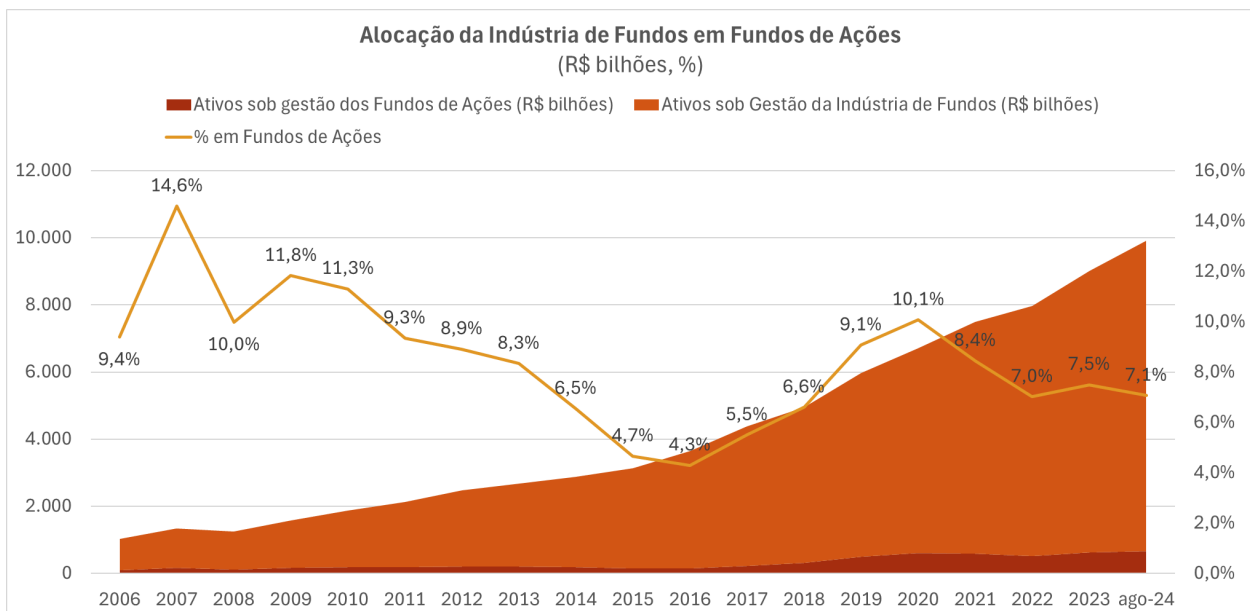
Fontes: Empiricus e Bloomberg. Considera preços de fechamento de 30-agosto-2024.



Fontes: B3, estimativas Empiricus Research. Dados até 29-agosto-2024.



Fontes: Anbima, estimativas Empiricus Research. Dados até 29-agosto-2024.



Fontes: Anbima, estimativas Empiricus Research. Dados até 29-agosto-2024.


Equatorial (EQTL3)

A EQTL conta com um management de extrema qualidade, histórico comprovado de execução em regiões extremamente difíceis de operar (e com maior potencial de crescimento de energia distribuída) e por atuar em segmentos de necessidade básica (distribuição de energia, transmissão de energia e saneamento), seus resultados são menos sensíveis em potencial cenário de desaceleração econômica mais forte – perfil defensivo.

Além da expectativa positiva para o turnaround das recentes concessões de distribuição de energia elétrica adquiridas, a Equatorial é acionista de referência da Sabesp, o principal ativo de saneamento da América Latina. Enxergamos um grande potencial de geração de valor para os acionistas através do ganho de eficiência e da universalização dos serviços.

Mesmo diante da enorme qualidade e histórico, as ações da Equatorial estão em um patamar atrativo de valuation: em termos de EV/Ebitda está abaixo da sua média dos últimos anos e negocia com uma TIR real atrativa – em nossa visão, um ótimo ponto de entrada.

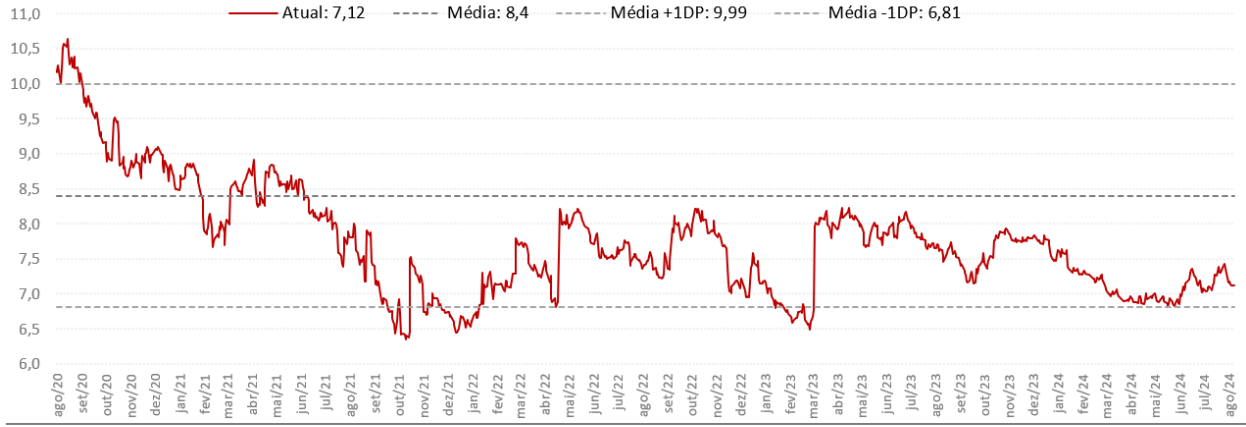
Entre os principais riscos temos: i) piora relevante das condições econômicas capazes de provocar uma retração no consumo de energia; ii) novas aquisições feitas por preços muito elevados e baixa taxa de retorno aos acionistas; iii) mudanças regulatórias no setor.



Companhia	Equatorial
Ticker	EQTL3
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 39,4 bi
Liquidez média diária	R\$ 259,2 mi
Preço/ação	R\$ 34,20
P/L (25E)	11,3x
EV/Ebitda (25E)	6,9x
DY (25E)	2,1%
Performance (12M)	8,2%
Performance (2024)	-2,2%

Análise Relativa: EQTL3

EV/EBITDA estimado pelo consenso para os próximos 12 meses



DP = Desvio Padrão

Fonte: Bloomberg

Itaú (ITUB4)

Fruto da fusão, em 2008, dos bancos Itaú e Unibanco, o Itaú Unibanco atua em mais de 18 países e é o maior banco privado da América Latina, com R\$ 1 trilhão em volume de empréstimos. Alguns pontos sustentam nossa preferência por ITUB4:

i) Performance superior em crédito: a capacidade de antecipar ciclos de crédito, aumentando ou diminuindo o risco da carteira conforme o cenário antevisto, é uma habilidade que a gestão atual provou ter nos últimos anos, quando atravessamos picos de inadimplência no Brasil e o Itaú manteve seus calotes abaixo dos pares. Acreditamos que a companhia deve manter a boa execução nessa frente, à medida que agora iniciamos um ciclo de queda de inadimplência no país.

ii) Reação aos novos entrantes: o Itaú adotou uma estratégia mais pró-ativa nas verticais de serviços, como investimentos e cartões, linhas muito atacadas por novos entrantes ao longo dos últimos anos. O foco passou a estar na retenção e satisfação do cliente, diminuindo a “sangria” em direção às fintechs. Acreditamos que, ao longo do tempo, isso pode se traduzir em crescimentos superiores nas receitas de serviços, o que, ainda, deve ser ajudado pelo ciclo de afrouxamento monetário atual, que tende a impulsionar o consumo de serviços.

iii) Eficiência: a agenda de eficiência é um dos pilares da gestão atual, que busca crescimento com despesas controladas. Isso ajuda na manutenção de uma boa rentabilidade, que no caso do Itaú deve continuar sendo a maior dentre os bancos no futuro próximo.



Companhia	Itaú
Ticker	ITUB4
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 335,6 bi
Liquidez média diária	R\$ 927,6 mi
Preço/ação	R\$ 36,70
P/L (25E)	8,0x
DY (25E)	6,9%
Performance (12M)	41,6%
Performance (2024)	13,4%

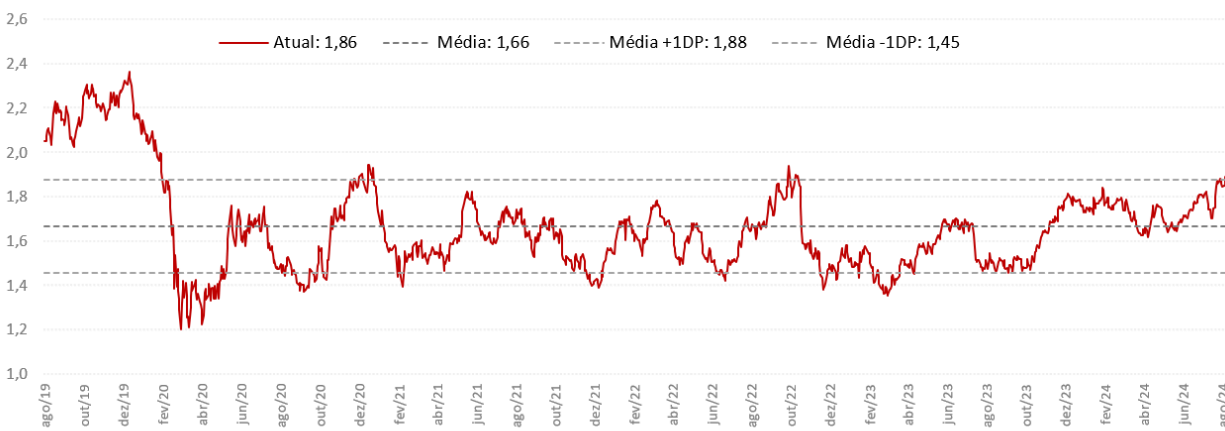
iv) Dividendos: completados cerca de 3 anos da nova gestão, o ciclo intenso de investimentos em tecnologia e produtos chegou ao fim. Após um período relevante de payout abaixo da média histórica, o Itaú aumentou a proporção do lucro que distribui aos acionistas. Isso confere um importante carrego para a posição.

Em termos de valuation, justificado pela sua qualidade e crescimento acima dos pares, Itaú (ITUB4) negocia com prêmio. Contudo, em relação a sua média histórica, ainda enxergamos o momento atual como um ponto de entrada interessante.

Como fatores de risco para a tese, enxergamos: i) a competição em crédito pelos novos entrantes, que podem praticar taxas agressivas, ameaçando a geração de lucro; e ii) o tabelamento de juros por parte do governo, o que pode machucar a rentabilidade do banco.

Análise Relativa: ITUB4

P/VPA dos últimos 12 meses



DP = Desvio Padrão

Fonte: Bloomberg


Iguatemi (IGTI11)

Constituída em 1979 a partir do Grupo Jereissati, a Iguatemi é uma das principais empresas full-service de shopping centers do país em área bruta locável (ABL). Seu portfólio é composto por 14 shoppings centers (todos sob administração da companhia) de altíssima qualidade, 2 outlets premium e 3 torres comerciais, que juntos totalizam mais de 489 mil metros quadrados de ABL própria. A rede de shoppings e outlets é a atividade principal da companhia, sendo esta responsável por cerca de 90% da receita líquida consolidada.

Os seus principais shoppings centers, Iguatemi São Paulo, JK Iguatemi, Pátio Higienópolis e Iguatemi Porto Alegre, estão entre os dez maiores aluguéis por metro quadrado do Brasil entre os concorrentes de capital aberto, sendo o Iguatemi São Paulo o mais elevado da América Latina.

Por se tratar de empreendimentos voltados para o público das classes A e B, o seu portfólio se mostra **mais resiliente que a média nacional**, uma vez que o consumo do seu cliente médio é menos afetado por deteriorações das condições econômicas, como a restrição do crédito observada pela elevação da taxa de juros no último ano.

Em suma, a tese de investimento em Iguatemi é composta por três fatores: **i) múltiplos exageradamente baixos** se comparados à média histórica; **ii) diante da forte correlação com os juros, qualquer arrefecimento da curva tende a gerar valor para o ativo no curto/médio prazo**; e **iii) por fim, apesar da boa performance da companhia no último ano, suas ações vêm sendo negociadas com desconto em relação ao seu principal par, a Multiplan (MULT3), o que acreditamos estar descorrelacionado com a qualidade do seu portfólio.**

 IGUATEMI Empresa de Shopping Centers SA	
Companhia	Iguatemi
Ticker	IGTI11
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 6,6 bi
Liquidez média diária	R\$ 61,3 mi
Preço/ação	R\$ 22,09
P/L (25E)	11,8x
EV/Ebitda (25E)	8,2x
DY (25E)	3,8%
Performance (12M)	7,8%
Performance (2024)	-6,5%

Prio (PRIO3)

Prio é a maior produtora independente de óleo do Brasil, operando exclusivamente no *upstream*, ou seja, sem atividades de refino.

A companhia produz cerca de 100 mil barris de óleo por dia, com um robusto nível de eficiência em custos e a maior parte dessa produção é exportada.

Nossa tese de investimentos se baseia nos seguintes pontos:


(i) **Perspectiva de crescimento orgânico.**

Expectativa de que o IBAMA ceda a licença para a Prio operar em escala comercial o Campo de Wahoo nos próximos meses. Uma vez operando em sua capacidade máxima, a companhia deve aumentar sua produção em 40%.

(ii) Alavancagem operacional. À medida em que a produção aumentar, os custos de extração são diluídos, melhorando a rentabilidade e, em última instância, a geração de caixa da companhia.

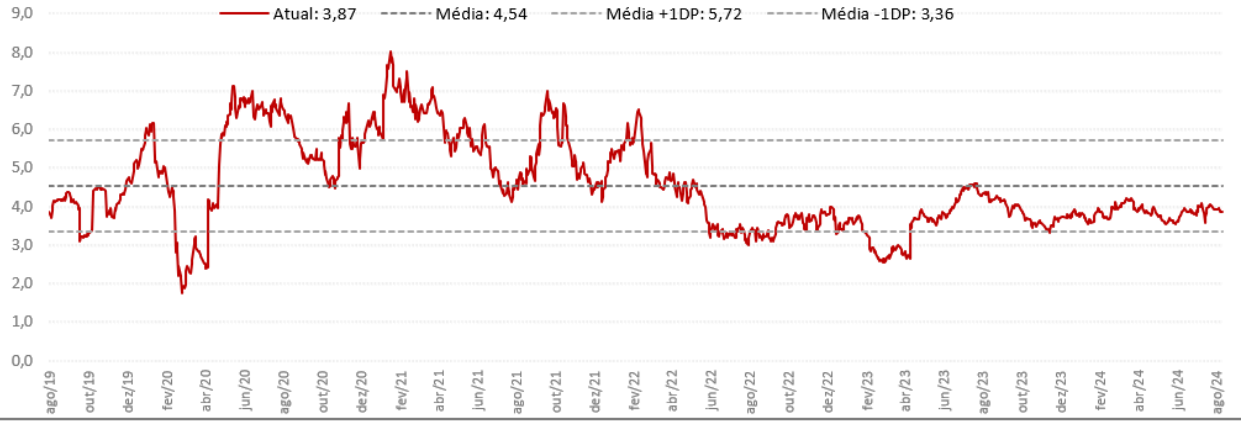
(iii) Potenciais aquisições, como opcionalidade. Apesar de não estar no nosso cenário base, não descartamos a realização de novas aquisições por parte da companhia, principalmente considerando que o seu balanço está saudável, com baixa alavancagem financeira.

Os principais riscos do investimento são: (i) a queda nos preços do petróleo, o que afetaria as receitas da companhia e poderia levar à desvalorização das ações; (ii) reprovação da licença ambiental para operar o Campo de Wahoo; e (iii) mudanças regulatórias no setor.

	
Companhia	Prio
Ticker	PRIO3
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 41,8 bi
Liquidez média diária	R\$ 433,4 mi
Preço/ação	R\$ 46,84
P/L (25E)	5,9x
EV/Ebitda (25E)	3,6x
DY (25E)	8,3%
Performance (12M)	2,4%
Performance (2024)	1,7%

Análise Relativa: PRIO3

EV/Ebitda estimado pelo consenso para os próximos 12 meses



DP = Desvio Padrão

Fonte: Bloomberg

Cosan (CSAN3)


Fundada em 1936 como uma usina de açúcar produzido a partir da cana, a Cosan é hoje um dos maiores conglomerados de infraestrutura e energia do Brasil. A companhia atua no refino e distribuição de combustíveis e açúcar, por meio da sua controlada Raízen (RAIZ4); na distribuição de lubrificantes, por meio da Moove; no transporte ferroviário de cargas, por meio da Rumo (RAIL3); na distribuição de gás, por meio da Compass; e, mais recentemente, na extração de materiais básicos, por meio de uma participação minoritária em Vale (VALE3).

Nossa tese de investimentos se baseia nos seguintes pilares:

i) Abertura do mercado de capitais. Um momento atual mais favorável para os ativos de risco pode abrir uma nova janela para IPOs. Neste caso, a Cosan tem candidatas no seu guarda-chuvas para ser listada e que destravaria valor para o conglomerado, como a Compass e a Moove.

ii) Pico de investimentos ultrapassado e demanda resiliente. Com o topo do ciclo de investimentos da companhia ultrapassado, o processo de desalavancagem deve ganhar força em 2024. Aliado a demanda resiliente e avenidas de crescimento das empresas do conglomerado, a Cosan deve entregar bons resultados ao longo do ano.

iii) Desconto de holding. Em termos de valuation, o "desconto de holding" nos parece excessivo em nossos cálculos, o que traz mais assimetria de preço para ação, que deveria ser negociada com um desconto mais razoável.



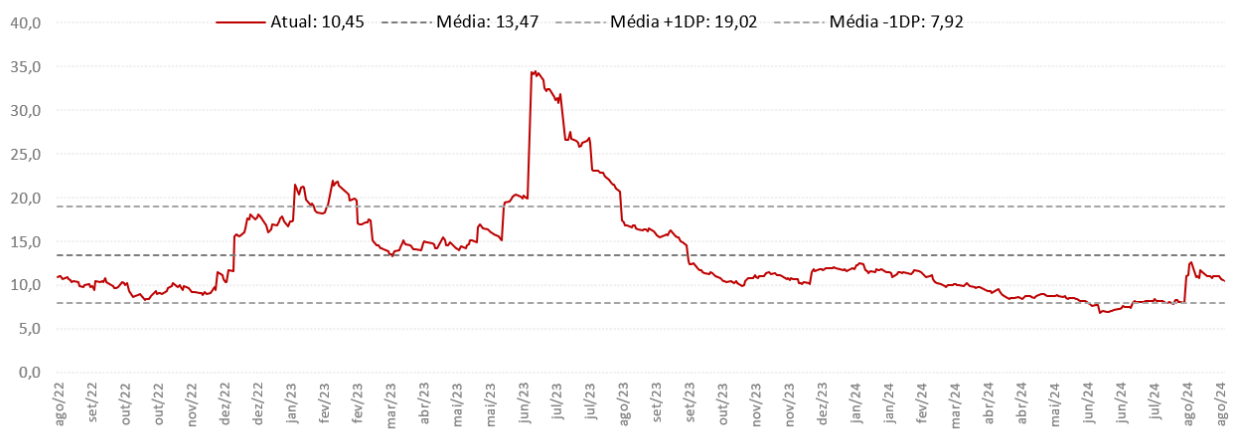
Companhia	Cosan
Ticker	CSAN3
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 25,3 bi
Liquidez média diária	R\$ 109,1 mi
Preço/ação	R\$ 13,37
P/L (24E)	11,0x
EV/Ebitda (24E)	5,1x
DY (24E)	6,7%
Performance (12M)	-30,6%
Performance (2024)	-28,5%

iv) Crescimento de longo prazo. Em um horizonte maior de tempo, a consolidação e ganho de escala comercial do etanol de segunda geração (E2G) deve gerar um crescimento relevante para a receita da Raízen nos próximos 10 anos. Além disso, a extensão da malha ferroviária da Rumo na região Norte deve aumentar sua capacidade de transporte, também gerando um crescimento de volume relevante nos próximos 10 anos.

Dentre os principais riscos, destacamos: i) preço do açúcar e do álcool, commodities importantes para a geração de caixa da Raízen; ii) precificação irracional dos combustíveis no mercado brasileiro, o que pode ameaçar as margens do negócio de distribuição da Raízen; iii) eventos climáticos desfavoráveis para a agricultura, com efeitos sobre os canaviais da Raízen e o transporte de cargas pela Rumo; e iv) execução das avenidas de crescimento nas diversas empresas do grupo.

Análise Relativa: CSAN3

P/L estimado pelo consenso para os próximos 12 meses




DP = Desvio Padrão

Fonte: Bloomberg

Direcional (DIRR3)

A Direcional (DIRR3) é uma construtora voltada para a baixa e média renda, que adota um modelo industrial de construção, com moldes preenchidos em concreto, sem desperdício e com baixo custo, o que a torna uma das construtoras mais eficientes e com as margens mais altas do setor. A companhia possui mais de doze anos de experiência atuando no segmento econômico, classificado no programa Minha Casa Minha Vida (MCMV).

Alguns números da incorporadora: a companhia renovou o seu ano recorde em 2023, após os grandes números de 2022. Foram R\$ 4 bilhões em vendas líquidas, alta de 33% em relação ao ano anterior e margem líquida operacional de 14% (+5 p.p).

	
Companhia	Direcional
Ticker	DIRR3
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 5,0 bi
Liquidez média diária	R\$ 43,4 mi
Preço/ação	R\$ 28,93
P/L (25E)	6,9x
EV/Ebitda (25E)	5,8x
DY (25E)	6,6%
Performance (12M)	52,3%
Performance (2024)	36,8%

Além de avaliarmos a companhia como a melhor executora do setor de incorporação, a sua sugestão na carteira também passa pelos seguintes fatores:

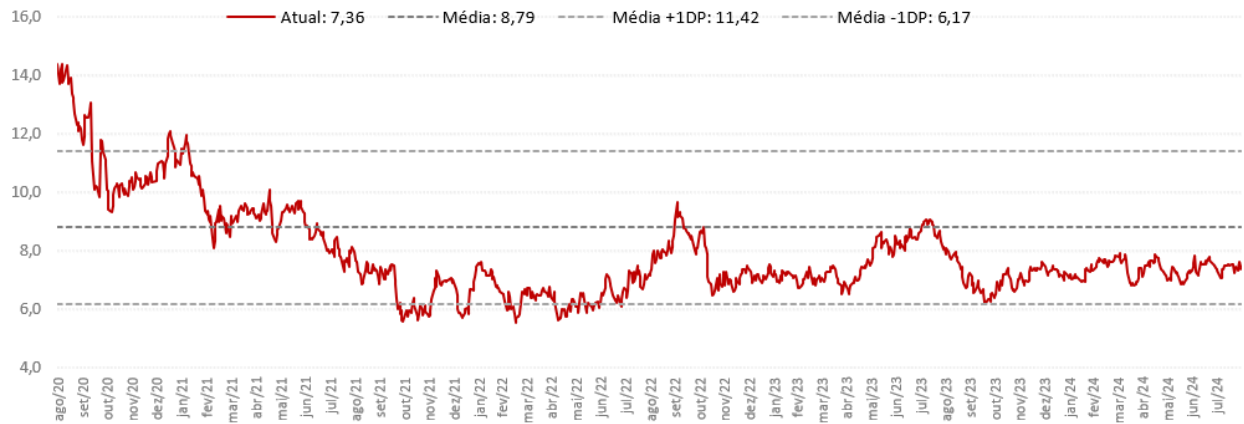
i) Dada sua forte atuação no segmento de baixa renda, DIRR3 captura bem as mudanças do programa Minha Casa Minha Vida (MCMV). O programa governamental aumentou o limite do subsídio para as faixas 1 e 2 do programa, além do aumento do teto do preço dos imóveis. Acreditamos que a Direcional é o melhor player do segmento de baixa renda.

ii) Valuation e call de queda de juros. Negociando a um múltiplo P/L atrativo para 2025 e, em nossa visão, em um ciclo de crescimento de lucro sustentável para os próximos trimestres, a companhia está com um desconto relevante em relação ao seu múltiplo histórico, um belo ponto de entrada. Além disso, em um cenário de maior compressão da curva de juros este mês, as ações do setor de construção civil estão entre as

principais beneficiadas, especialmente aquelas baratas e com alta qualidade, como a DIRR3.

Análise Relativa: DIRR3

P/L estimado pelo consenso para os próximos 12 meses



DP = Desvio Padrão

Fonte: Bloomberg


Eletrobras (ELET6)

A Eletrobras (ELET6) é a maior empresa de energia elétrica da América Latina, sendo a maior geradora e transmissora em território nacional. Além disso, a companhia tem o seu braço de comercialização/trading, que contou com 5,8 GW médios de energia vendida no mercado livre nos últimos 12 meses.

Os últimos 12 anos foram muito conturbados para a Eletrobras e seus acionistas. A Medida Provisória 579 (MP 579) de 2012, conhecida como o "11 de setembro do Setor Elétrico brasileiro", destruiu as finanças da empresa e levaram a Eletrobras a uma situação praticamente insustentável de endividamento — 6 vezes dívida líquida/Ebitda em 2016.

A situação começou a melhorar em 2016, com a chegada de Wilson Ferreira Júnior e a implementação da Lei das Estatais. Desde então, iniciou uma profunda limpeza na companhia até a sua privatização, em junho de 2022. A Eletrobras concluiu o seu processo de privatização com uma oferta de R\$ 33,7 bilhões, na qual a posição do Governo foi diluída de 69% para 42%. Além disso, foi criada uma regra que restringe o poder votante de cada acionista a no máximo 10%, o que limita o poder do Estado e, de fato, torna a Eletrobras uma companhia privada. A evolução até aqui é notável, mas os **resultados, lucros e dividendos devem aumentar ainda apoiados pelas diversas melhorias operacionais que teremos sem as amarras estatais.**

Além disso, um dos desafios enfrentados não só pela companhia, mas por todas as geradoras são os preços baixos de energia, por conta da atual sobreoferta no setor. Com uma grande parte do portfólio ainda descontratada, a **recuperação dos preços de energia** deveria ser um grande gatilho, e nos últimos meses temos visto



Companhia	Intelbras
Ticker	ELET6
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 97,6 bi
Liquidez média diária	R\$ 97,1 mi
Preço/ação	R\$ 46,14
P/L (25E)	11,0x
EV/Ebitda (25E)	6,3x
DY (25E)	3,4%
Performance (12M)	21,4%
Performance (2024)	2,6%

chuvas abaixo da média, e eventos climáticos que têm deixado o mercado um pouco mais otimista com relação aos preços de energia.

Além disso, é importante lembrar que há diversas outras frentes onde a companhia deve conseguir gerar valor para os acionistas, como **redução de despesas, venda de participações em outras empresas, gerenciamento da dívida, redução de compulsórios e novos investimentos em geração e transmissão de energia**. Outro ponto que pode ajudar é a resolução com a União que, mesmo após a concretização da privatização, voltou a questionar a limitação de votos.

Nos preços atuais, vemos a Eletrobras negociando a 6 vezes seu valor da firma sobre o Ebitda (EV/Ebitda) para 2025, a mais barata entre os seus pares mais próximos.

Análise Relativa: ELET6

EV/Ebitda estimado pelo consenso para os próximos 12 meses



DP = Desvio Padrão

Fonte: Bloomberg

Localiza (RENT3)


A **Localiza** é a maior locadora de veículos da América Latina em número de agências. Fundada em 1973, com uma pequena agência no centro de Belo Horizonte, Minas Gerais, a companhia iniciou suas atividades com seis fuscas usados e financiados. A primeira loja distante das terras mineiras foi inaugurada ainda na década de 70, quando a empresa iniciou um plano de expansão e abriu sua primeira filial em Vitória, no Espírito Santo. O grupo possui como acionistas de referência a família Mattar, fundadora da companhia e os fundadores da Locamerica.

O setor de locação de veículos ainda é muito pequeno e pulverizado no Brasil (subpenetrado).

Entre as empresas privadas, apenas 20% têm frotas terceirizadas, enquanto na Europa são de 55% a 60%. No todo, a penetração da terceirização de frotas em nosso país é de apenas 10%, contra mais de 30% na Espanha e 40% no Reino Unido, por exemplo.

Oportunidades de expansão para novas categorias. Além do setor de aluguel de veículos (RAC) e de gestão de frota, a companhia tem expandido sua operação para novas frentes. Recentemente, a Localiza lançou o Localiza Meoo, modelo de carro por assinatura de longo prazo para pessoas físicas e pequenas e médias empresas, o Zarp, solução desenvolvida pela empresa para os aplicativos de mobilidade e o Localiza+, plataforma para prestação de serviços a donos de carros particulares;

Por ser líder do mercado brasileiro, possuir um **balanço sólido** e os melhores ratings entre seus pares, a Localiza consegue captar recursos a um custo baixíssimo. No final do dia, essa captação mais barata faz com que a empresa entregue um retorno sobre capital investido (ROIC) muito superior ao custo da dívida e ao dos concorrentes.



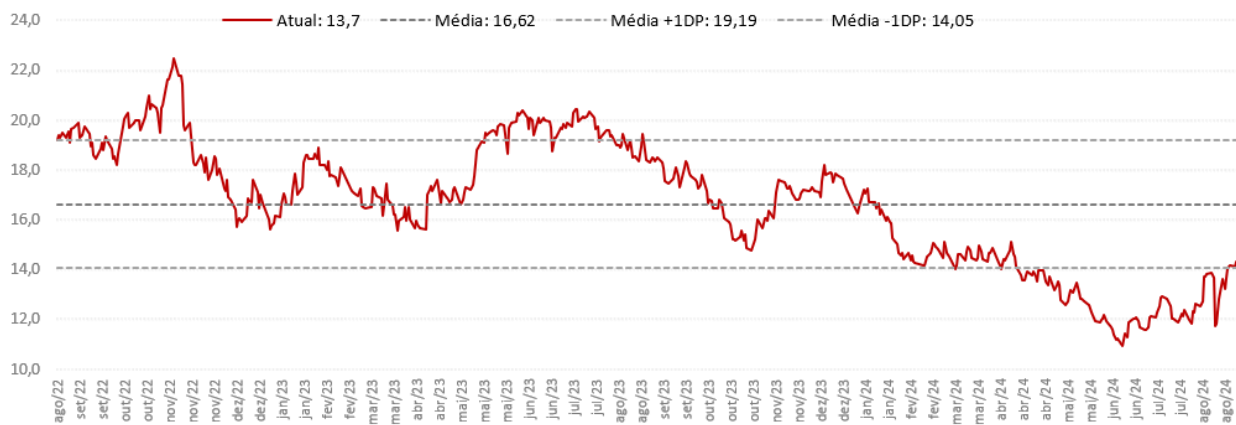
Companhia	Localiza
Ticker	RENT3
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 43,9 bi
Liquidez média diária	R\$ 680,7 mi
Preço/ação	R\$ 41,16
P/L (25E)	11,3x
EV/Ebitda (25E)	5,5x
DY (25E)	3,2%
Performance (12M)	-33,2%
Performance (2024)	-34,2%

No preço atual, apesar do prêmio frente aos pares (justificado dado o histórico e qualidade da companhia) vemos RENT3 negociando em um **patamar de preço sobre lucro (P/L) atrativo e bem inferior à sua média histórica.**

Os principais riscos são: i) piora duradoura no mercado de veículos; ii) eventuais dificuldades na integração e captura de sinergias com a Unidas; iii) mudanças regulatórias (reajuste da alíquota de IPVA pago pelas locadoras, por exemplo).

Análise Relativa: RENT3

P/L estimado pelo consenso para os próximos 12 meses



DP = Desvio Padrão

Fonte: Bloomberg

Stone (STOC31)

A StoneCo é uma adquirente independente, nascida em 2012 como uma alternativa à Rede e à Cielo com foco em pequenas e médias empresas (PMEs). Os serviços prestados atualmente, além do processamento de pagamentos, incluem software para gestão, viabilizado com a aquisição da Linx em 2021; linhas de crédito para Micro e PMEs; pagamento de boletos; PIX; e gestão de folha de pagamento (entre outros).


Nossa tese de investimentos se baseia nos seguintes pontos:

(i) Ganho de mercado em MPMEs. No ambiente competitivo atual, mais racional, enxergamos espaço para a Stone aumentar seu TPV nesse segmento em ritmo acelerado, através da sua solução completa de gestão financeira para as Micro, Pequenas e Médias Empresas e nível de serviço superior.

(ii) Novas alavancas de monetização. A companhia ainda tem pouca participação nas soluções de Banking e Crédito para MPMEs. Ao longo de 2024, a ideia é lançar linhas de crédito, como cheque especial e cartão de crédito corporativo, trazendo toda a vida financeira do pequeno / médio empreendedor para dentro da StoneCo, recolhendo "fees" ao longo do caminho.

(iii) Valuation atrativo. Acreditamos que, diante dos direcionadores de valor dos próximos anos, o guidance da companhia pode se provar conservador, assim como o crescimento implícito nos múltiplos atuais.

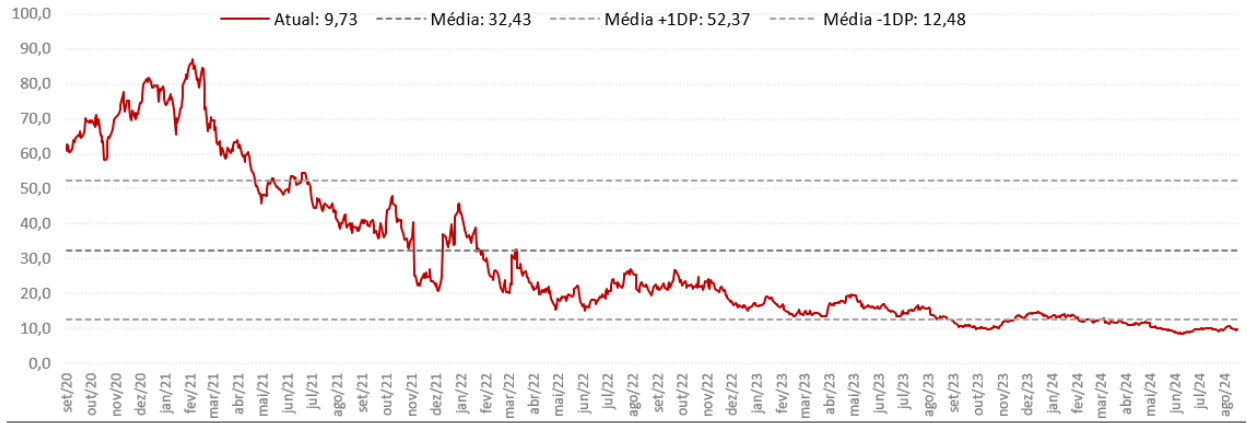
Os principais riscos do investimento são: (i) aumento na inadimplência das MPMEs; (ii) competição irracional entre adquirentes para capturar market share; (iii) retorno das discussões acerca da limitação do parcelado sem juros.



Companhia	Stone
Ticker	STOC31
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 23,2 bi
Liquidez média diária	R\$ 58,3 mi
Preço/ação	R\$ 75,25
P/L (25E)	9,1x
EV/Ebitda (25E)	3,7x
DY (25E)	0,2%
Performance (12M)	25,9%
Performance (2024)	-16,4%

Análise Relativa: STOC31

P/L estimado pelo consenso para os próximos 12 meses



DP = Desvio Padrão

Fonte: Bloomberg

Grupo SBF (SBFG3)

O Grupo SBF (SBFG3) é o maior player de varejo esportivo do país, com um faturamento líquido superior a R\$ 6 bilhões anuais através de sua operação na Centauro e na Fisia, marca representante e distribuidora exclusiva da Nike no Brasil.

Em função de erros operacionais ao longo de 2022 e o aumento da aversão a risco dos investidores, as ações da SBF sofreram um forte drawdown. Uma empresa que foi considerada premium pelos investidores, hoje é avaliada como um case de turnaround, o que nos parece exagerado pela qualidade de seus ativos e histórico de execução.

Além do ciclo de afrouxamento monetário e sequencial aumento do apetite por risco dos investidores, enxergamos os seguintes fatores como drivers para uma reprecificação da companhia:

i) Horizonte de melhoria operacional: após focar em crescimento nos últimos anos, a companhia transferiu seus esforços em 2023 para recuperação da rentabilidade perdida no período. Após endereçar os problemas de estoques e alavancagem no 4T, acreditamos que a SBF caminha para entregar um resultado acima do consenso em 2024.

ii) Crescimento com rentabilidade na Nike: existe um espaço significativo para expansão digital e física da operação da Nike no Brasil, que cresce de forma acelerada o seu GMV e conta com pouco mais de 40 lojas físicas (como base comparativa, a Centauro tem mais de 200). Em nossa visão, sustentada pelo seu forte poder de marca e território ainda pouco explorado, a Nike no Brasil (Fisia) deve seguir entregando resultados positivos ao longo dos próximos trimestres em meio a um cenário ainda turbulento para o varejo.

GRUPO SBF	
Companhia	Grupo SBF
Ticker	SBFG3
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 3,8 bi
Liquidez média diária	R\$ 28,1 mi
Preço/ação	R\$ 15,12
P/L (24E)	12,1x
EV/Ebitda (24E)	4,6x
DY (24E)	0,8%
Performance (12M)	16,2%
Performance (2024)	30,8%

iii) Valuation: as ações da companhia negociam com um múltiplo P/L bastante atrativo em relação a sua média histórica e outras varejistas. Ainda, sendo uma cíclica doméstica e em processo de desalavancagem financeira, deve se beneficiar fortemente do ciclo de queda de juros. Dessa forma, acreditamos que SBF3 encontra-se em um excelente ponto de entrada.

Os principais riscos da tese são: i) novos problemas de execução, especialmente os relacionados a logística e compra de estoques; ii) queda excessiva do volume de vendas em função da recomposição de preços na Fisia.

Análise Relativa: SBF3

P/L estimado pelo consenso para os próximos 12 meses



DP = Desvio Padrão

Fonte: Bloomberg

Um abraço e bons investimentos,
Larissa Quaresma, CFA, CNPI

Disclaimer

A Empiricus Research é uma Casa de Análise que produz e entrega publicações e relatórios periódicos, regularmente constituída e credenciada perante CVM e APIMEC. Todos os nossos profissionais cumprem as regras, diretrizes e procedimentos internos estabelecidos pela Comissão de Valores Mobiliários, em especial sua Resolução 20 e seu Ofício-Circular CVM/SIN 13/20, e pela APIMEC, bem como pelas Políticas Internas estabelecidas pelos Departamentos Jurídico e de Compliance da Empiricus. A responsabilidade pelos relatórios que contenham análises de valores mobiliários é atribuída a Rodolfo Cirne Amstalden, profissional certificado e credenciado perante a APIMEC. Nossas funções são desempenhadas com absoluta independência, e sempre comprometidas na busca por informações idôneas e fidedignas visando fomentar o debate e a educação financeira de nossos destinatários. O conteúdo da Empiricus Research não representa quaisquer ofertas de negociação de valores mobiliários e/ou outros instrumentos financeiros. Embora a Empiricus Research forneça sugestões pontuais de investimento, fundamentadas pela avaliação criteriosa de analistas certificados, não se pode antecipar o comportamento dos mercados com exatidão. Padrões, histórico e análise de retornos passados não garantem rentabilidade futura. Todo investimento financeiro, em maior ou menor grau, embute riscos, que podem ser mitigados, mas não eliminados. A Empiricus Research alerta para que nunca sejam alocados em renda variável aqueles recursos destinados às despesas imediatas ou de emergência, bem como valores que comprometam o patrimônio do assinante. Os destinatários dos relatórios devem, portanto, desenvolver as suas próprias avaliações.

A Empiricus Research faz parte do grupo Empiricus, pertencendo ao Grupo BTG Pactual, motivo pelo qual existe potencial conflito de interesses em suas manifestações sobre o Grupo. A união de forças para a criação do grupo Empiricus objetiva propiciar uma melhor experiência ao investidor pessoa física. Toda relação dentro do grupo é pautada na transparência e na independência, respeitando a completa segregação entre as atividades de análise de valores mobiliários e de administração de carteiras de valores mobiliários, visando à preservação da imparcialidade da Empiricus Research. Todo o material está protegido pela Lei de Direitos Autorais e é de uso exclusivo de seu destinatário, sendo vedada a sua reprodução ou distribuição, seja no todo ou em parte, sem prévia e expressa autorização da Empiricus Research, sob pena de sanções nas esferas cível e criminal.