



Empiricus Research • 01/10/2024

Empiricus 10 Ideias

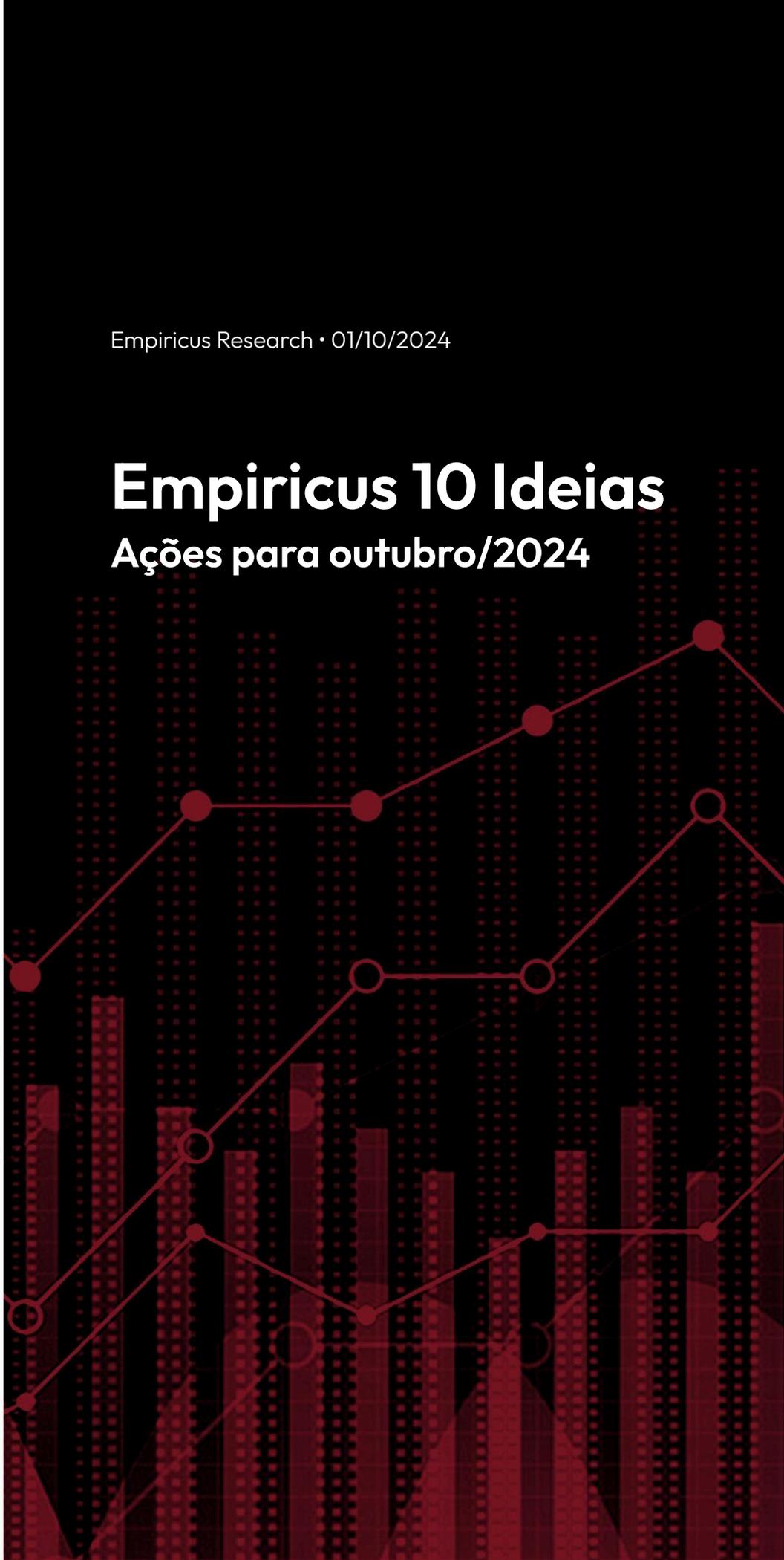
Ações para outubro/2024

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

Analista Responsável
Empiricus Research

Felipe Miranda, CNPI

Analista-Chefe
Empiricus Research



Sumário

O evento mais esperado do ano. O corte de juros nos EUA, uma das decisões mais aguardadas dos últimos anos, finalmente aconteceu. O Fed optou por um corte maior, de 0,50%, em função do mercado de trabalho fraco, e as bolsas globais reagiram positivamente. Entretanto, o Ibovespa caiu 3,1% em setembro, mesmo com a força da nossa economia e o estímulo chinês às ações de *commodities*. A inflação esperada segue subindo, e a política fiscal perdeu credibilidade, o que embutiu prêmio de risco na curva de juros futuros e penalizou as ações locais. Olhando à frente, podemos esperar mais descompressão vinda dos EUA, desde que os dados sigam sugerindo o pouso suave, sem recessão. No Brasil, o fiscal parece precificado, e uma diminuição do barulho sobre o tema pode gerar alívio. O *valuation* da bolsa é atrativo neste ponto: o Índice P/L 2025 do Ibovespa está em 9,5x, excluindo Petrobras e Vale; um desvio-padrão abaixo da média.

O que fazer? Reduzimos o peso de Direcional, que subiu 6,0% em setembro, para aumentar o de Eletrobras, que caiu 5,3%. O ciclo de alta da Selic segue comandando uma carteira composta por empresas de baixa alavancagem financeira. Finalmente, ainda restam dúvidas sobre a eficácia dos estímulos chineses para promover uma recuperação sustentável das ações de *commodities*; por isso, mantemos nosso foco nas empresas da economia doméstica, por ora.

Empiricus 10 Ideias - Outubro/2024						
Ticker	Empresa	Peso	Setor	Valor de Mercado (R\$ bilhões)	P/L 2024E	P/L 2025E
EQTL3	Equatorial	15%	Energia elétrica	41	14,9x	12,1x
ITUB4	Itaú Unibanco	15%	Financeiro	335	8,7x	8,0x
IGTI11	Iguatemi	15%	Shoppings	6,2	13,6x	12,0x
PRI03	Prio	15%	Óleo & gás	39	8,1x	5,8x
CSAN3	Cosan	10%	Infraestrutura	25	19,3x	9,7x
ELET6	Eletrobras	10%	Energia elétrica	92	13,1x	10,4x
DIRR3	Direcional	5%	Incorporação	5,3	8,9x	7,2x
RENT3	Localiza	5%	Locação de veículos	45	29,6x	12,1x
STOC31	StoneCo	5%	Financeiro	18	9,3x	7,8x
SBFG3	Grupo SBF	5%	Varejo de moda	4,0	11,2x	9,4x

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 performance de -3,7% em setembro/24, versus -3,1% do Ibovespa e -4,4% do Bovespa Small Caps.

Índice

Setembro/24: exterior favorável, doméstico nem tanto	3
Outubro/24: o que está no preço?	5
A bolsa em gráficos	7
Equatorial (EQTL3)	11
Itaú (ITUB4)	12
Iguatemi (IGTI11)	13
Prio (PRIO3)	14
Cosan (CSAN3)	15
Eletrobras (ELET6)	17
Direcional (DIRR3)	19
Localiza (RENT3)	20
Stone (STOC31)	22
Grupo SBF (SBFG3)	24

Setembro/24: exterior favorável, doméstico nem tanto

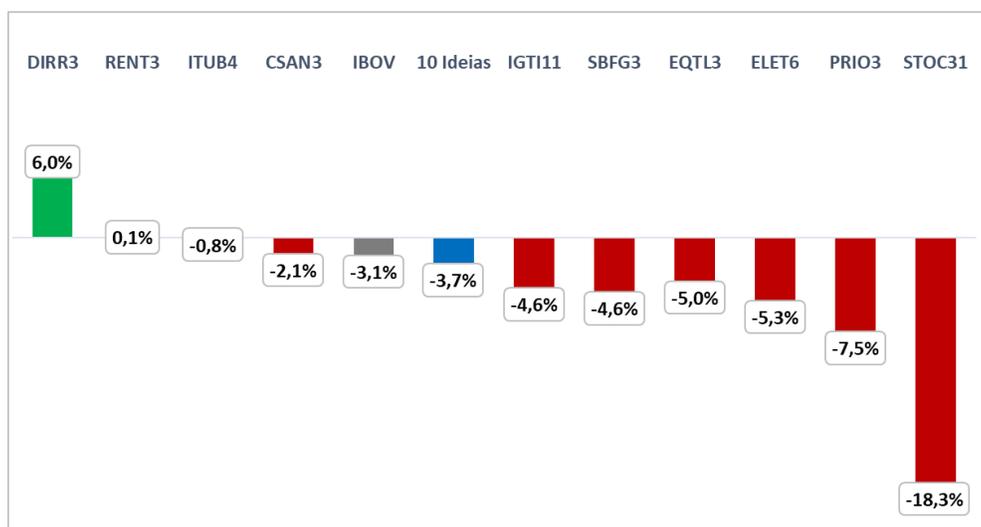
A desinflação segue acontecendo nos EUA, assim como o arrefecimento do mercado de trabalho, que passou a criar 1,0 vaga por desempregado. Isso significa que a oferta e a demanda de mão-de-obra estão em equilíbrio, de forma que qualquer deterioração na criação de postos poderia levar ao rápido aumento do desemprego. Com isso em mente, o Federal Reserve começou a flexibilização monetária com um corte mais forte, de 0,50%. A materialização do principal evento do ano impulsionou os ativos de risco globalmente, com as principais bolsas fechando o mês no azul, inclusive as emergentes.

Além do Fed, a China também trouxe ventos favoráveis para a bolsa brasileira, especialmente nos nomes ligados a *commodities* – com exceção das petroleiras. O governo chinês anunciou um pacote de estímulos ao setor imobiliário, incluindo redução de taxas hipotecárias, redução da entrada mínima para compra do segundo imóvel e diminuição dos depósitos compulsórios de bancos. Com isso, o minério de ferro, que chegou abaixo de US\$95/tonelada com dados de atividade fracos na China, voltou para cima dos US\$100/tonelada. Entretanto, o petróleo não acompanhou, já que a OPEP+ sinalizou aumentos de produção nos próximos meses.

Aqui no Brasil, a sensação é que uma "tempestade perfeita" atravessou nosso ambiente doméstico: diversos fatores contribuíram para o aumento insistente das expectativas de inflação, e o fiscal perdeu credibilidade. A seca tem afetado o preço das *commodities* agrícolas, que sobem no mês e já começam a influenciar a inflação projetada. Ademais, a escassez hídrica trouxe a necessidade de adotar a bandeira vermelha nível dois para a tarifa de energia elétrica, a maior desde abril/22. Na paralela, o Relatório de Receitas e Despesas do governo referente ao 4o bimestre mostrou um fiscal em plena expansão. O governo desbloqueou despesas anteriormente bloqueadas; promoveu um corte insuficiente para atingir a meta fiscal do ano; e mostrou que R\$ 41 bilhões em despesas extraordinárias (RS, seca, queimadas) estão transitando fora do cálculo da meta fiscal. Com tudo isso, nossa curva de juros abriu: o Tesouro IPCA+ 2035 está agora pagando um juro real de 6,4% ao ano, 0,2 p.p. a mais que no fechamento de agosto, enquanto a curva americana fechou.

A junção desses fatores com uma atividade econômica forte – o PIB do 2T24 cresceu 1,4%, bem acima do esperado – tornou clara a necessidade de se começar um ciclo de alta de juros no Brasil. A economia está crescendo acima do potencial, nas palavras do próprio Banco Central, o que impõe a necessidade de resfriamento. Assim, a autoridade aumentou a taxa básica de juros em 0,25 ponto percentual, para 10,75% ao ano.

Performance das ações em Setembro/24



Performance acumulada até Setembro/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%	-3,7%				-8,1%	9,7%
	Ibovespa	-4,8%	1,0%	-0,7%	-1,7%	-3,0%	1,5%	3,0%	6,5%	-3,1%				-1,8%	16,5%
	Small Cap	-6,6%	0,5%	2,2%	-7,8%	-3,4%	-0,4%	1,5%	4,5%	-4,4%				-13,7%	3,9%

O maior custo de capital pressionou nossa bolsa: o Ibovespa caiu 3,1%, e o Bovespa Small Caps, 4,4%. Por sua vez, o Empiricus 10 Ideias caiu 3,7%, puxado principalmente por Stone (-18,3%) e Prio (-7,5%), esta última acompanhando a queda de 8,9% do petróleo – a despeito do anúncio da aquisição do Campo Peregrino. Amortecendo a queda, Direcional subiu 6,0%.

Outubro/24: o que está no preço?

A perspectiva de continuidade dos cortes de juros nos EUA deve continuar favorecendo os ativos de risco ao redor do mundo, desde que não venha acompanhado de uma recessão. Nesse sentido, se os dados econômicos seguirem mostrando arrefecimento gradual da atividade e da inflação, o que permanece como cenário-base, teremos um vento de cauda desejável à nossa bolsa.

Quanto ao doméstico brasileiro, entendemos que o fiscal expansionista comanda prêmios maiores na nossa curva de juros, além de um ciclo de alta da Selic potencialmente maior que o previsto. A elevação de juros, antes vista como uma "compra" de credibilidade da nova gestão do BC, tem se tornado uma necessidade mais estrutural, diante das pressões inflacionárias e do fiscal estimulante para a economia. Tornou-se consenso a Selic terminal de 12,0%, com uma assimetria de riscos altista.

Entretanto, o que está no preço? Entendemos que o arrocho já está bem precificado, com o Ibovespa a 132 mil pontos, negociando a um múltiplo P/L 2025 de 9,5x, um desvio padrão abaixo da média histórica. Ademais, passada a discussão em torno do Relatório Bimestral de Receitas e Despesas, algum alívio pode nos esperar neste mês. Há sinais preocupantes em torno do fiscal, mas também há bastante ruído.

Empiricus 10 Ideias - Outubro/2024						
Ticker	Empresa	Peso	Setor	Valor de Mercado (R\$ bilhões)	P/L 2024E	P/L 2025E
EQTL3	Equatorial	15%	Energia elétrica	41	14,9x	12,1x
ITUB4	Itaú Unibanco	15%	Financeiro	335	8,7x	8,0x
IGTI11	Iguatemi	15%	Shoppings	6,2	13,6x	12,0x
PRI03	Prio	15%	Óleo & gás	39	8,1x	5,8x
CSAN3	Cosan	10%	Infraestrutura	25	19,3x	9,7x
ELET6	Eletrobras	10%	Energia elétrica	92	13,1x	10,4x
DIRR3	Direcional	5%	Incorporação	5,3	8,9x	7,2x
RENT3	Localiza	5%	Locação de veículos	45	29,6x	12,1x
STOC31	StoneCo	5%	Financeiro	18	9,3x	7,8x
SBFG3	Grupo SBF	5%	Varejo de moda	4,0	11,2x	9,4x

DIRR3	Direcional	-5%
ELET6	Eletrobras	+5%

Optamos por manter a carteira 85% focada em empresas da economia doméstica. Não está claro que o pacote de estímulos da China será capaz de reverter o enfraquecimento da demanda por *commodities*, especialmente as metálicas. Ademais, seguimos seletivos quanto à alavancagem financeira das empresas, diante do início do ciclo de alta da Selic.

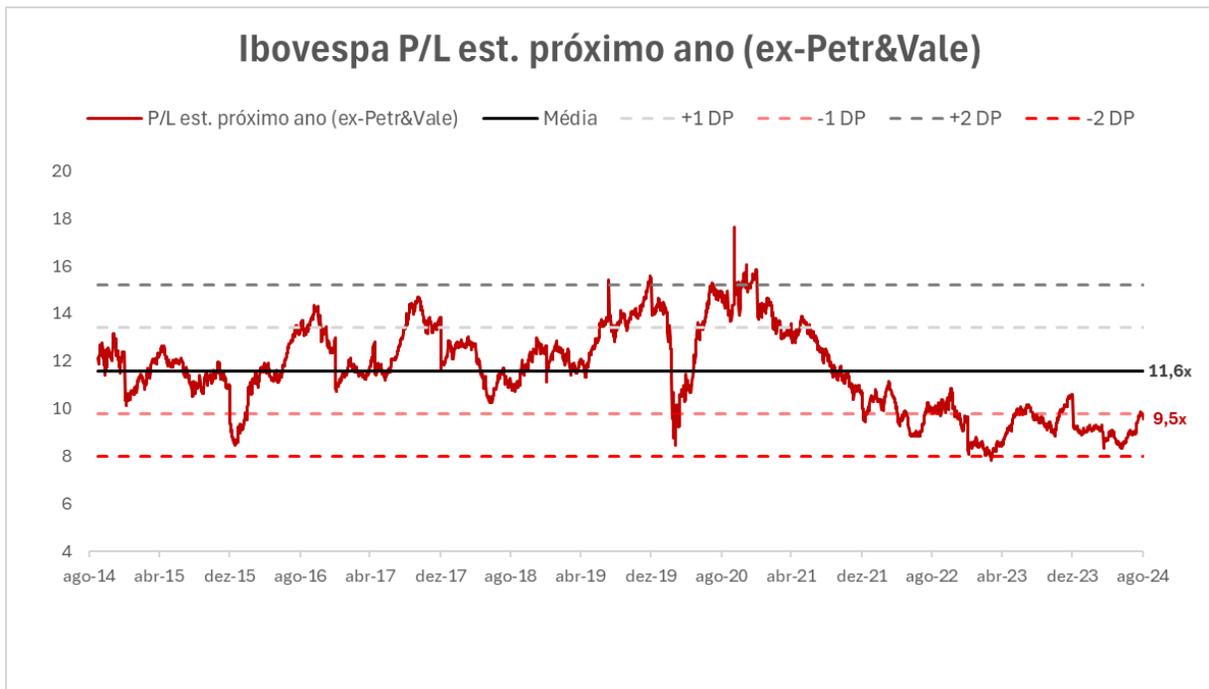
Aumentamos o peso da Eletrobras, de 5% para 10%, em função da sua queda de 5,3% no mês, o que vemos como injustificado, especialmente diante dos preços de energia mais altos. Para fazer espaço, reduzimos o peso de Direcional, de 10% para 5%, após alta de 6,0% em setembro e em função do seu caráter mais cíclico, mesmo que se deva seguir se beneficiando dos programas habitacionais do governo.

Equatorial, Itaú, Iguatemi e Prio seguem como as maiores posições da carteira, pela nossa convicção em seus momentos operacionais e na qualidade de suas execuções. Mantemos a Cosan, que pode se beneficiar do iminente IPO da Moove e está rodando a um desconto de holding superior a 30%. Finalmente, completam a Carteira 10 Ideias: Localiza, cujos piores resultados parecem ter ficado para trás; Grupo SBF, que segue em um crescente operacional; e Stone, que foi demasiadamente pressionada pelo medo da competição, na nossa visão.

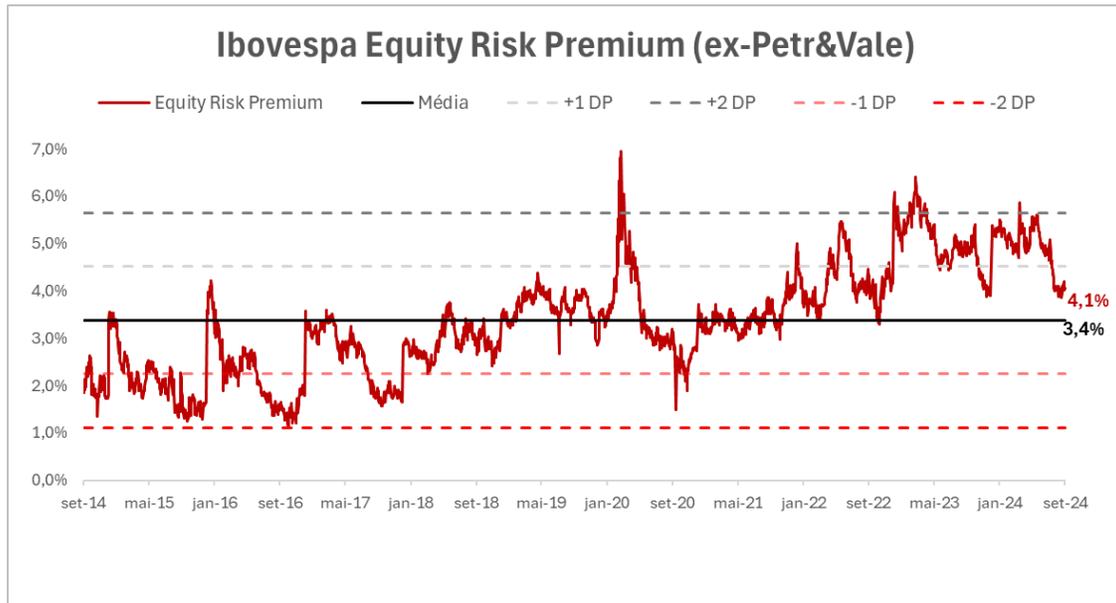
A bolsa em gráficos



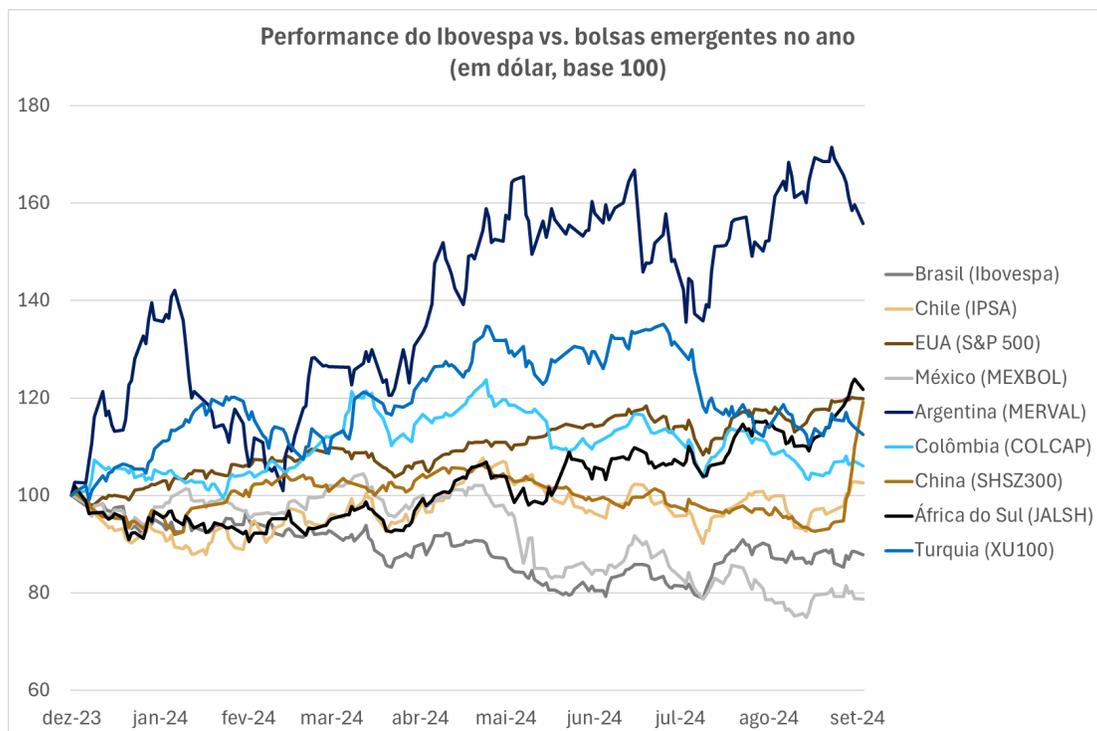
Fonte: Bloomberg. Considera preços de fechamento de 30-setembro-2024.



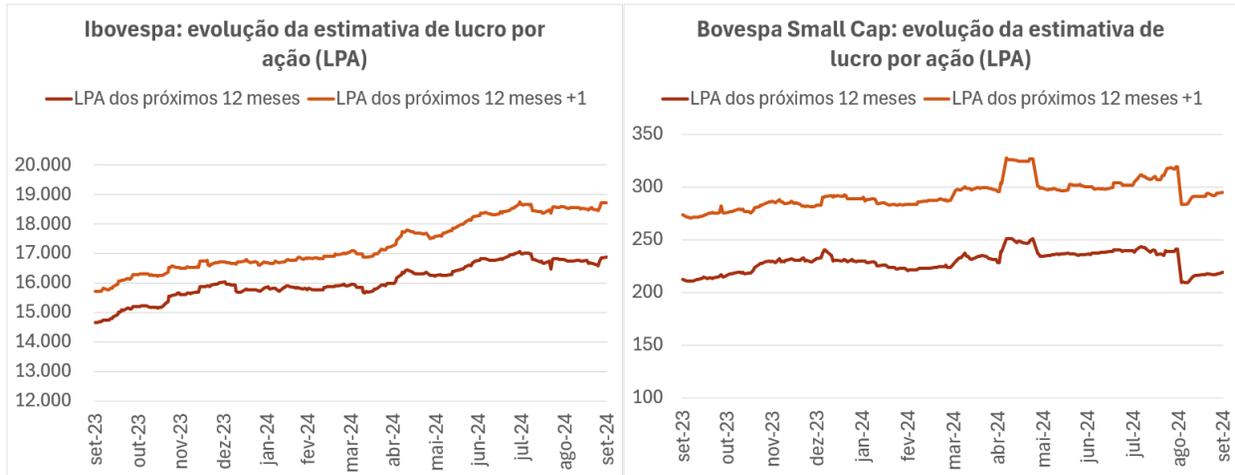
Fonte: Bloomberg. Considera preços de fechamento de 30-setembro-2024.



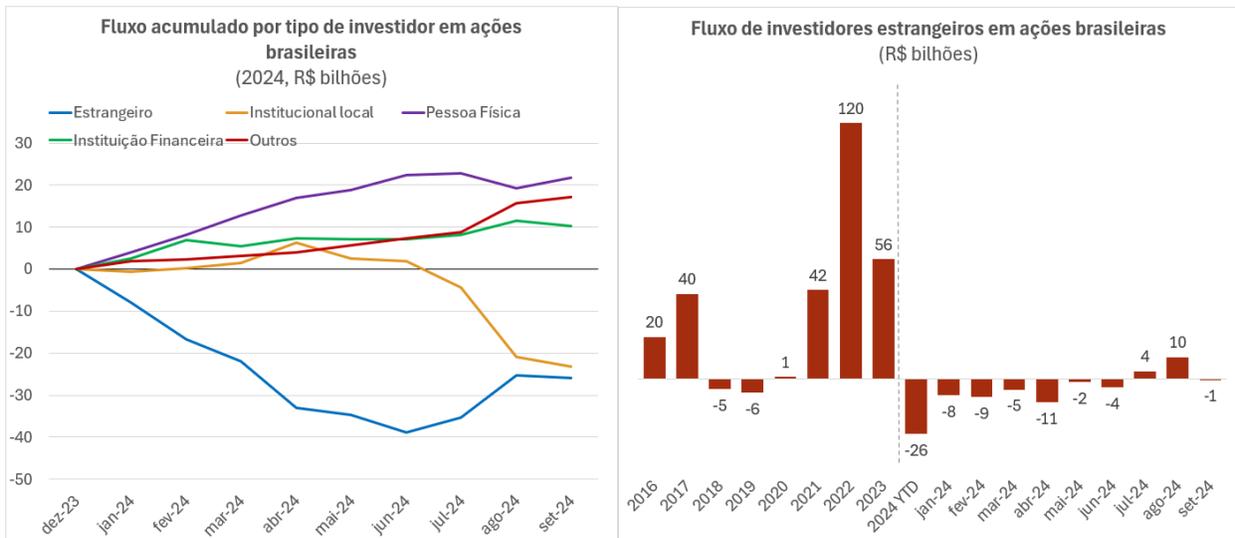
Fontes: Tesouro Nacional, Bloomberg, Empiricus Research. Considera o fechamento de 30-setembro-2024.



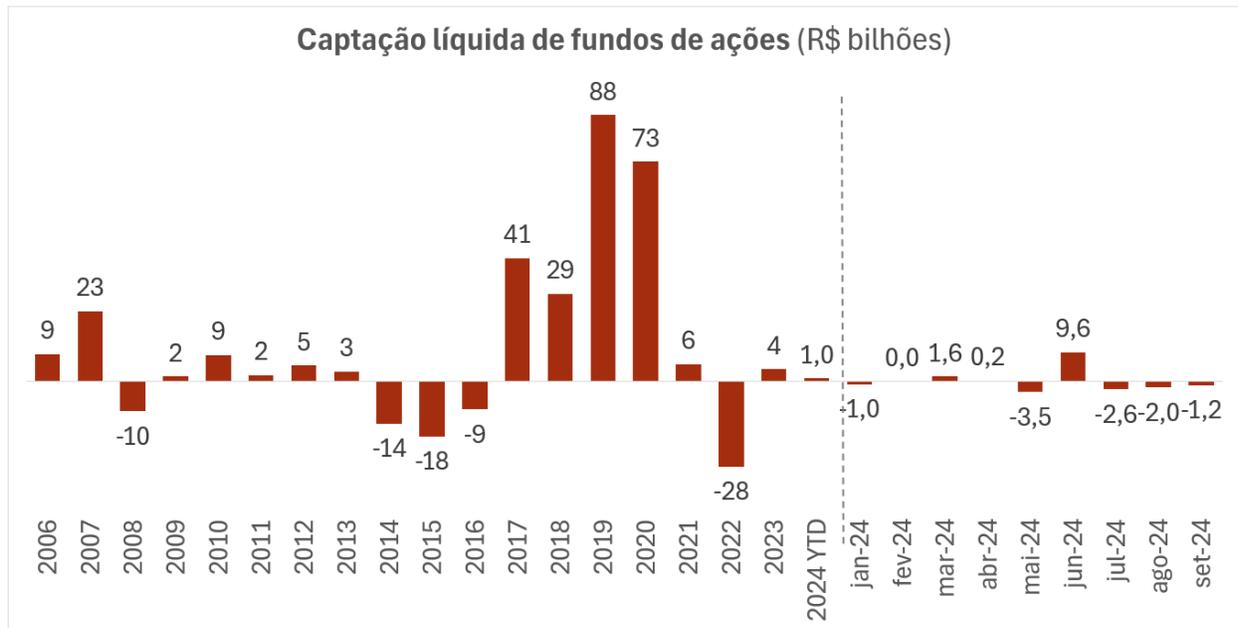
Fonte: Bloomberg. Considera preços de fechamento de 30-setembro-2024.



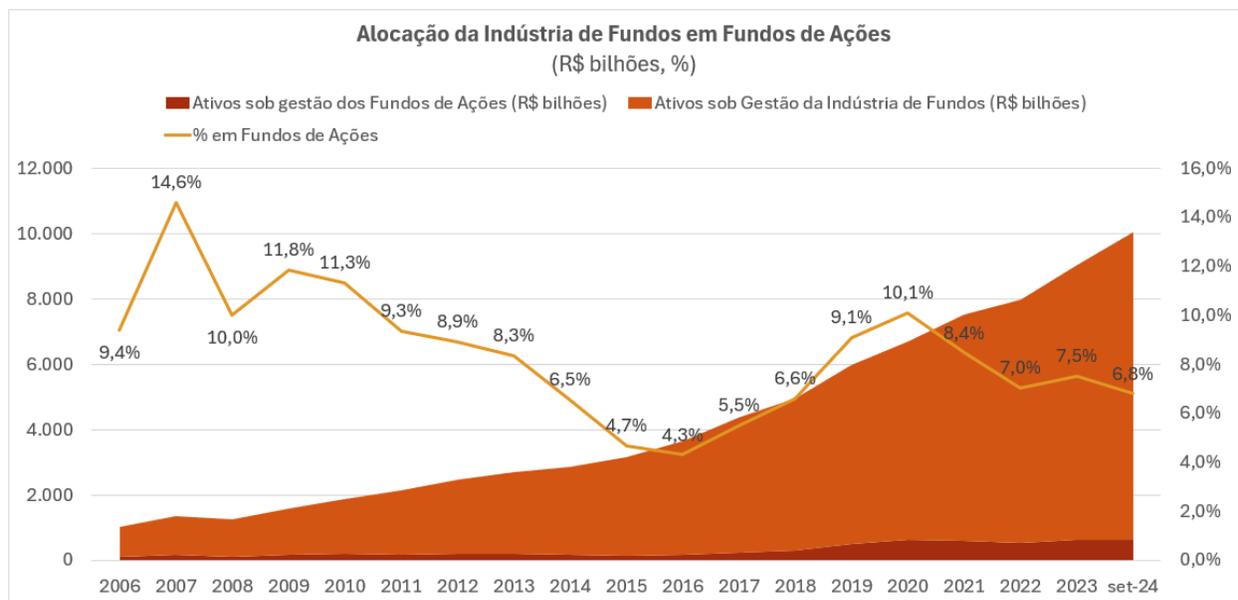
Fontes: Empiricus e Bloomberg. Considera preços de fechamento de 30-setembro-2024.



Fontes: B3, estimativas Empiricus Research. Dados até 25-setembro-2024.



Fontes: Anbima, estimativas Empiricus Research. Dados até 25-setembro-2024.



Fontes: Anbima, estimativas Empiricus Research. Dados até 25-setembro-2024.

Equatorial (EQTL3)

A EQTL conta com um *management* de qualidade, com histórico de execução comprovado em regiões difíceis de operar – e com maior potencial de crescimento de energia distribuída. 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 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\$ 38,2 bi
Liquidez média diária	R\$ 239,0 mi
Preço/ação	R\$ 32,66
P/L (25E)	12,0x
EV/Ebitda (25E)	6,9x
DY (25E)	2,3%
Performance (12M)	4,1%
Performance (2024)	-6,6%

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 é uma habilidade que a gestão atual provou ter nos últimos anos. Acreditamos que a companhia deve manter a boa execução nessa frente, que ganha ainda mais importância diante do ciclo de alta da Selic.

ii) Reação aos novos entrantes: o Itaú está reagindo bem à competição das fintechs. O foco passou a estar na retenção do cliente por meio de experiências melhores (plataforma de investimentos Íon, super app One). Com o tempo, isso deve ajudar o banco a aumentar sua receita por cliente, em última instância.

iii) Eficiência: a agenda de eficiência é um dos pilares da gestão atual, que busca crescimento com despesas controladas. Com isso, acreditamos que a rentabilidade do Itaú deve continuar sendo a maior dentre os bancos no futuro próximo.

iv) Dividendos: Após um período relevante de *payout* abaixo da média histórica, esperamos que o Itaú distribua 50-60% do seu lucro nos próximos 12 meses, o que confere importante carrego à posição.

Como fatores de risco, enxergamos: i) competição em crédito pelos novos entrantes, que podem praticar taxas agressivas; e iii) um aumento da inadimplência com o ciclo de alta da Selic.

	
Companhia	Itaú
Ticker	ITUB4
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 331,0 bi
Liquidez média diária	R\$ 699,0 mi
Preço/ação	R\$ 36,20
P/L (25E)	7,9x
DY (25E)	6,9%
Performance (12M)	42,2%
Performance (2024)	12,8%

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 quase 500 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 baixos** se comparados à média histórica e aos pares, em especial Multiplan (MULT3); **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) com a operação normalizada, há uma projeção de aumento consecutivo de dividendos ao longos dos próximos períodos.**

 IGUATEMI Empresa de Shopping Centers SA	
Companhia	Iguatemi
Ticker	IGTI11
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 6,3 bi
Liquidez média diária	R\$ 65,8 mi
Preço/ação	R\$ 21,12
P/L (25E)	12,0x
EV/Ebitda (25E)	7,9x
DY (25E)	4,0%
Performance (12M)	7,6%
Performance (2024)	-10,6%

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 autorize a exploração comercial de Wahoo nos próximos meses, o que pode adicionar cerca de 40 mil boe/d à produção.

(ii) Crescimento inorgânico. A companhia adquiriu uma fatia minoritária no Campo de Peregrino, o que deve fazer sua produção aumentar em mais 35 mil boe/d.

(iii) 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.

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) mais atrasos na licença do Campo de Wahoo; e (iii) mudanças regulatórias no setor.

	
Companhia	Prio
Ticker	PRIO3
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 38,7 bi
Liquidez média diária	R\$ 482,4 mi
Preço/ação	R\$ 43,38
P/L (25E)	5,9x
EV/Ebitda (25E)	3,6x
DY (25E)	7,5%
Performance (12M)	-7,6%
Performance (2024)	-5,8%

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:

	
Companhia	Cosan
Ticker	CSAN3
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 24,4 bi
Liquidez média diária	R\$ 103,0 mi
Preço/ação	R\$ 13,10
P/L (25E)	9,6x
EV/Ebitda (25E)	4,4x
DY (25E)	7,3%
Performance (12M)	-20,9%
Performance (2024)	-29,9%

i) Abertura do mercado de capitais. Um momento atual mais favorável para os ativos de risco pode abrir uma nova janela para IPOs. Nesse sentido, a Cosan anunciou o IPO da Moove, o que pode ajudar a reduzir o desconto de holding de CSAN3, uma vez precificado.

ii) Pico de investimentos ultrapassado. Com o topo do ciclo de investimentos da companhia ultrapassado, o processo de desalavancagem deve ganhar força nos próximos 12 meses, especialmente diante da possibilidade de venda da participação minoritária na Vale. Isso, aliado à relativa resiliência dos mercados em que suas subsidiárias operam, tende a produzir resultados sequencialmente melhores.

iii) Desconto de holding. Em termos de valuation, o "desconto de holding" parece excessivo em nossos cálculos, o que traz mais assimetria de preço para ação, que deveria ser negociada com um desconto mais baixo (entre 15% a 20%).

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.

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 de ter um braço de comercialização/trading que tem ganhado cada vez mais importância após a privatização.

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



Companhia	Intelbras
Ticker	ELET6
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 92,0 bi
Liquidez média diária	R\$ 47,8 mi
Preço/ação	R\$ 43,75
P/L (25E)	10,4x
EV/Ebitda (25E)	6,1x
DY (25E)	3,6%
Performance (12M)	13,3%
Performance (2024)	-2,7%

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.

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).

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

i) Forte momento operacional. Desde 2022, a companhia renova recordes em seus resultados trimestrais, emplacando um forte momento operacional. Acreditamos que essa performance deve continuar nos próximos trimestres sustentado pelos seus ganhos de eficiência operacionais e forte demanda do segmento de baixa renda, impulsionado pelos incentivos governamentais.

ii) Valuation. 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.

	
Companhia	Direcional
Ticker	DIRR3
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 5,2 bi
Liquidez média diária	R\$ 64,8 mi
Preço/ação	R\$ 30,23
P/L (25E)	7,1x
EV/Ebitda (25E)	5,6x
DY (25E)	6,7%
Performance (12M)	73,4%
Performance (2024)	45,0%

Localiza (RENT3)

A **Localiza** é a maior locadora de veículos da América Latina. O grupo possui como acionistas de referência a família Mattar, fundadora da companhia e os fundadores da Locamerica.

A tese de investimentos tem como principais pilares:

i) Líder em um setor sub-penetrado e pulverizado:

principalmente no segmento de locação de frotas corporativas, a penetração ainda é extremamente baixa em relação a outros países. Apenas 9% das empresas possuem frota terceirizada e 3% dessa frota são Localiza. Enxergamos uma relevante avenida de crescimento para a companhia, tanto em expansão de mercado como em ganho de market share.

ii) Oportunidades de expansão para novas categorias. A companhia tem expandido sua operação para novas frentes, como a locação de veículos pesados, carros por assinatura e internacionalização.

iii) Vantagens competitivas. 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 o capital investido (ROIC) superior ao custo da dívida e ao dos seus concorrentes.

iv) Valuation e recuperação de lucros. As ações da companhia sofrem forte queda no ano, puxada pela depreciação crescente da frota. Após um 2T24 de ajustes, acreditamos que a companhia entregará resultados sequencialmente melhores, o que



Companhia	Localiza
Ticker	RENT3
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 43,4 bi
Liquidez média diária	R\$ 316,6 mi
Preço/ação	R\$ 40,96
P/L (25E)	12,0x
EV/Ebitda (25E)	5,5x
DY (25E)	3,1%
Performance (12M)	-27,5%
Performance (2024)	33,7%

pode contribuir para destravar valor para as ações, que negociam em múltiplos historicamente bastante descontados.

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).

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, ainda racional, enxergamos espaço para a Stone aumentar seu TPV nesse segmento em ritmo acelerado. Sua vantagem é a 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 dos próximos anos, 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 o valuation está atrativo, precificando baixo crescimento de lucro para os próximos anos. Ademais, não descartamos o desinvestimento de ativos por parte da companhia, o que pode aumentar a rentabilidade da operação.

Os principais riscos do investimento são: (i) aumento da inadimplência de MPMEs; (ii) competição irracional entre adquirentes para capturar market share, especialmente após o fechamento de capital da Cielo; (iii) retorno das discussões acerca da limitação



Companhia	Stone
Ticker	STOC31
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 23,2 bi
Liquidez média diária	R\$ 81,0 mi
Preço/ação	R\$ 61,50
P/L (25E)	7,6x
EV/Ebitda (25E)	1,5x
DY (25E)	0,2%
Performance (12M)	13,9%
Performance (2024)	-31,7%

do parcelado sem juros, o que limitaria a antecipação de recebíveis, importante fonte de receita.

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.

Desde o 3T23, a companhia entrega resultados cada vez mais positivos e, mais recentemente, recuperou parte da confiança do mercado depois dos erros de gestão em 2022. Apesar de ser um dos destaques de valorização da bolsa nos últimos 12 meses, acreditamos que há mais por vir:

i) Horizonte de melhoria operacional: após focar em crescimento nos últimos anos, a companhia transferiu o seu foco para a recuperação da rentabilidade perdida. Após um 1S24 com uma forte evolução da rentabilidade e desalavancagem financeira, acreditamos que os próximos trimestres serão ainda mais positivos, consolidando o forte *earnings momentum* da companhia.

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 menos de 50 lojas físicas no país (como base comparativa, a Centauro tem mais de 200).

iii) Valuation: mesmo com a forte alta recente das ações, ainda vemos as ações da companhia negociando com um múltiplo P/L bastante atrativo em relação a sua média histórica e outras varejistas de moda.

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.

GRUPO SBF	
Companhia	Grupo SBF
Ticker	SBFG3
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 4,0 bi
Liquidez média diária	R\$ 31,2 mi
Preço/ação	R\$ 16,50
P/L (25E)	9,4x
EV/Ebitda (25E)	5,6x
DY (25E)	1,8%
Performance (12M)	145,5%
Performance (2024)	42,7%

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.