

# Empiricus 10 Ideias

## Ações para dezembro/2024

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

Analista Responsável  
Empiricus Research

**Felipe Miranda, CNPI**

Analista-Chefe  
Empiricus Research



## Sumário

**Temos a ponte para 2026, mas atravesse com cuidado.** O tão aguardado ajuste fiscal veio na direção correta, pois possibilita o cumprimento do arcabouço fiscal nos próximos dois anos. Entretanto, o pacote foi insuficiente para garantir a sustentabilidade das contas públicas, de forma que uma nova revisão fiscal pode ser necessária em 2026. O que vemos, entretanto, é um mercado sobrevalorado: o Ibovespa está em 126 mil pontos, com retorno esperado de 4,6% a.a. acima do juro real de 10 anos. Este pode representar um bom ponto de entrada para os investidores com tolerância à volatilidade e horizonte de longo prazo. Contudo, é preciso prosseguir com cautela: tudo indica que o fiscal continuará estimulando a economia, o que, somado à inflação acima da meta, significa que os juros devem ficar cada vez maiores, especialmente em um ambiente de dólar forte. Por isso, reforçamos a estratégia de defensividade, aumentando o peso em setores defensivos e priorizando empresas resilientes ao macro.

**O que fazer?** Re-introduzimos BR Partners, que havia deixado o portfólio em março, com peso de 5%. Para liberar espaço, retiramos Grupo SBF, com ganho de 78%, contra +11% do Ibovespa no mesmo período. Com isso, a carteira fica com 25% de peso no setor financeiro e mais 25% no setor elétrico, somando 50% em setores não-cíclicos. Ademais, seguimos com 15% de exposição ao dólar, com Prio. Completando o portfólio, ficamos com 35% em ações sensíveis a juros, mantendo exposição a uma eventual recuperação.

Empiricus 10 Ideias - Dezembro/2024						
Ticker	Empresa	Peso	Setor	Valor de Mercado (R\$ bilhões)	P/L 2024E	P/L 2025E
EQTL3	Equatorial	15%	Energia elétrica	40	14,7x	11,7x
ITUB4	Itaú Unibanco	15%	Financeiro	299	7,6x	6,9x
IGTI11	Iguatemi	15%	Shoppings	5,9	11,9x	10,4x
PRI03	Prio	15%	Óleo & gás	36	9,6x	6,3x
CSAN3	Cosan	10%	Infraestrutura	19	10,3x	7,6x
ELET6	Eletrobras	10%	Energia elétrica	80	11,8x	8,4x
DIRR3	Direcional	5%	Incorporação	4,9	8,0x	6,4x
RENT3	Localiza	5%	Locação de veículos	41	22,7x	10,6x
PSSA3	Porto	5%	Financeiro	24	9,3x	8,4x
BRBI11	BR Partners	5%	Financeiro	1,6	8,2x	7,1x

**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 -7,2%, contra -3,1% do Ibovespa e -4,5% do Bovespa Small Caps em novembro/2024.

## Índice

<a href="#">O excepcionalismo americano</a>	3
<a href="#">Temos a ponte para 2026, mas atravesse com cuidado</a>	3
<a href="#">10 Ideias para dezembro/24: ainda mais defensividade</a>	5
<a href="#">Performance do 10 Ideias em novembro/24</a>	6
<a href="#">Equatorial (EQTL3)</a>	7
<a href="#">Itaú (ITUB4)</a>	8
<a href="#">Iguatemi (IGTI11)</a>	9
<a href="#">Prio (PRIO3)</a>	10
<a href="#">Cosan (CSAN3)</a>	11
<a href="#">Eletrobras (ELET6)</a>	12
<a href="#">Direcional (DIRR3)</a>	13
<a href="#">Localiza (RENT3)</a>	14
<a href="#">Porto (PSSA3)</a>	15
<a href="#">BR Partners (BRBI11)</a>	16
<a href="#">A bolsa em gráficos</a>	17

## O excepcionalismo americano

Donald Trump começa a formar a sua equipe econômica, com uma orientação mais moderada que o sugerido no discurso de campanha. Dentre os nomes já indicados, destaca-se Scott Bessent para Secretário do Tesouro, um veterano de Wall Street sabidamente preocupado com a escalada da dívida pública americana. Para o seu mandato, cunhou a “Regra 3-3-3”: redução do **déficit fiscal para 3% do PIB** (hoje em torno de 6%), **crescimento econômico de 3%** ao ano (em linha com os +2,7% do 3T24), e **expansão da produção de petróleo em 3 milhões de barris** por dia. Essa orientação econômica modera o risco de re-inflação, já que presume um fiscal menos estimulante e procura manter baixos os preços do petróleo por meio da oferta maior.

A ideia é manter o bom crescimento econômico, mas com baixa inflação, ao contrário da Zona do Euro, que está em estagnação, e da China, que desacelera. Com isso, ganha força a tese do “excepcionalismo americano”: o mundo desacelera, mas os Estados Unidos, não. Assim, atrai-se mais capital para os ativos de risco americanos.

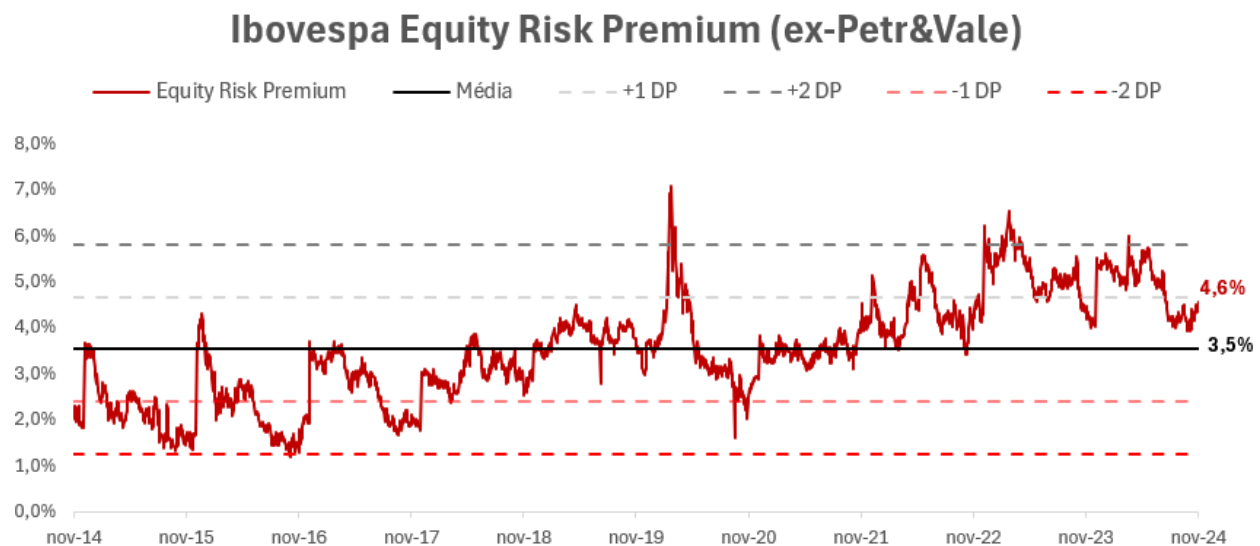
Ainda assim, é razoável esperar cautela do Federal Reserve. As mudanças na política econômica têm execução e consequências ainda a serem observadas. Ademais, o processo desinflacionário acontece de forma irregular, o que demanda precaução nos cortes de juros. Por fim, a economia segue forte, o que tira a necessidade de estímulo monetário. Após o corte de 0,25% em novembro, portanto, é provável que a flexibilização esteja nos finalmentes: é possível observarmos uma pausa na decisão de dezembro, ou o último corte do ciclo atual.

## Temos a ponte para 2026, mas atravesse com cuidado

O tão aguardado ajuste nas despesas públicas veio na direção correta, mas abaixo do esperado. O conjunto de medidas, que deve tramitar no Congresso Nacional ainda neste ano, reduz o crescimento de diversas despesas obrigatórias, incluindo o salário mínimo, e torna mais rígidas as regras de acesso a benefícios sociais. A consequente economia prevista pelo governo seria de R\$ 70 bilhões em 2025 e 2026, ou algo entre R\$ 40 bilhões e R\$ 50 bilhões nas nossas estimativas.

Vale ressaltar que as medidas não visam um corte de gastos, mas, sim, controlar o crescimento das despesas para viabilizar o cumprimento do arcabouço fiscal. Com as novas regras, é possível atingir a meta de 2025, de déficit primário zero, mas a execução precisa ser rigorosa, especialmente na revisão dos benefícios sociais. Assim, vemos o pacote como uma ponte para 2026: ele traz um mínimo de controle para que as contas públicas sigam a regra fiscal nos próximos dois anos, quando será necessário um novo (e mais profundo) debate da estrutura fiscal.

Nesse sentido, enxergamos a reação do mercado como desproporcional: o dólar extrapolou R\$ 6,00, o juro futuro de 10 anos está acima de 13%, e o Ibovespa, nos 124 mil pontos. O prêmio de risco para se investir em ações está em 4,6% ao ano, o que pode ser considerado um bom ponto de entrada, desde que o investidor tenha tolerância à volatilidade e um horizonte de longo prazo. Quando a incerteza é alta, o retorno esperado também tende a ser.



Fonte: Bloomberg, Empiricus Research. Considera preços de 29-nov-24

É um fato que a inflação alta, para além do pacote fiscal tímido, também contribui para o estresse nos mercados. O IPCA-15 de outubro ficou em 4,77% na visão anual, acima do teto da meta de 4,50% e da expectativa. Além disso, as projeções de inflação seguem se distanciando da meta. Esse conjunto de fatores tem levado parte do mercado a projetar uma Selic terminal acima de 14,0% ao ano, o que ainda nos parece improvável. Isso

significaria um juro real entre 9% e 10% ao ano, considerando a inflação atual, o que se equipara somente à Rússia atualmente.

Ainda assim, é provável que o Banco Central acelere o aperto monetário a partir da decisão de dezembro, que pode elevar a Selic em 0,75%, para 12,0% ao ano. Com isso, reforçamos nossa preferência por empresas pouco alavancadas, de setores mais defensivos e com motores de crescimento e rentabilidade menos dependentes das variáveis macroeconômicas.

## 10 Ideias para dezembro/24: ainda mais defensividade

Re-introduzimos BR Partners na carteira 10 Ideias, com peso de 5%. Para liberar espaço, retiramos o Grupo SBF. O objetivo é aumentar a defensividade do portfólio, que passa a ter 25% de alocação no setor financeiro.

Empiricus 10 Ideias - Dezembro/2024						
Ticker	Empresa	Peso	Setor	Valor de Mercado (R\$ bilhões)	P/L 2024E	P/L 2025E
EQTL3	Equatorial	15%	Energia elétrica	40	14,7x	11,7x
ITUB4	Itaú Unibanco	15%	Financeiro	299	7,6x	6,9x
IGTI11	Iguatemi	15%	Shoppings	5,9	11,9x	10,4x
PRI03	Prio	15%	Óleo & gás	36	9,6x	6,3x
CSAN3	Cosan	10%	Infraestrutura	19	10,3x	7,6x
ELET6	Eletrobras	10%	Energia elétrica	80	11,8x	8,4x
DIRR3	Direcional	5%	Incorporação	4,9	8,0x	6,4x
RENT3	Localiza	5%	Locação de veículos	41	22,7x	10,6x
PSSA3	Porto	5%	Financeiro	24	9,3x	8,4x
BRBI11	BR Partners	5%	Financeiro	1,6	8,2x	7,1x

<b>SBFG3</b>	<b>Grupo SBF</b>	<b>-5%</b>
<b>BRBI11</b>	<b>BR Partners</b>	<b>+5%</b>

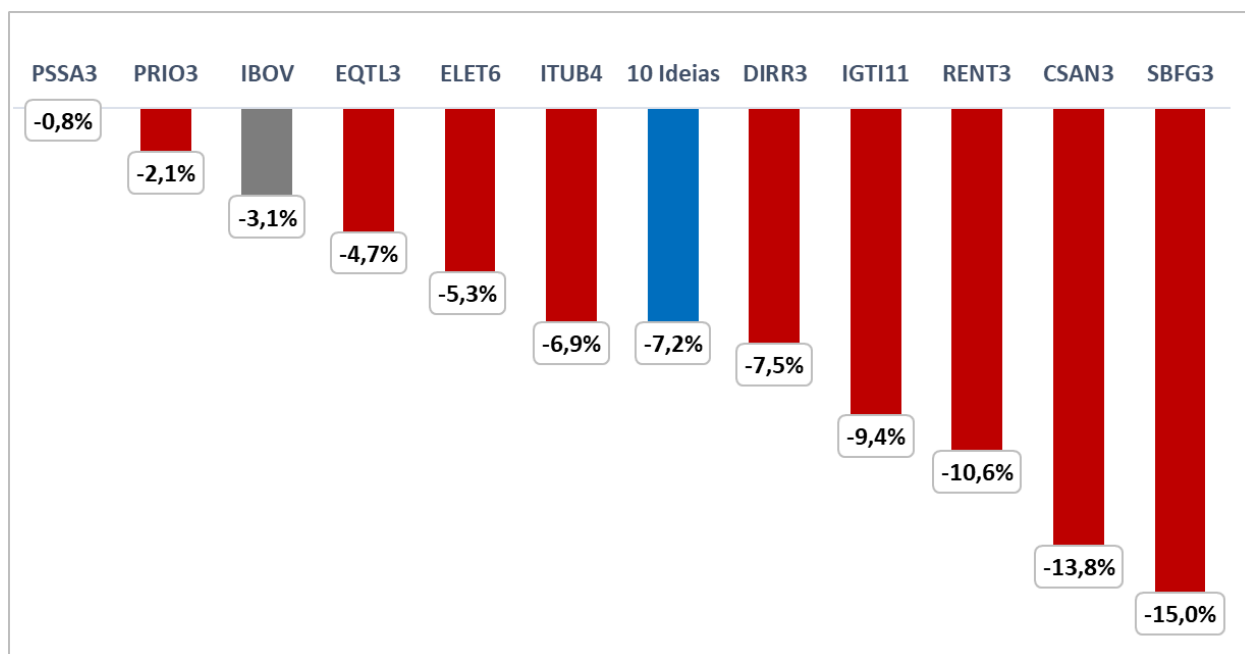
Mesmo sendo uma *small cap*, o BR Partners tem uma operação extremamente resiliente: a companhia tem entregue crescimento com alta rentabilidade nos últimos anos, um período desafiador para o mercado de capitais. A ação negocia a um múltiplo P/L 2025 de 7,1x, o que parece bem atrativo diante do seu ROE na casa de 25%. Finalmente, a

companhia anunciou um dividendo extraordinário equivalente a um yield de 5%, o que ainda não foi completamente precificado na nossa visão.

## Performance do 10 Ideias em Novembro/24

Em outubro/24, a carteira 10 Ideias caiu 7,2%, contra -3,1% do Ibovespa e -4,5% do Bovespa Small Caps.

### Performance das ações em Novembro/24



### Performance acumulada até Novembro/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%	-2,8%	-7,2%		-17,1%	-1,1%
	Ibovespa	-4,8%	1,0%	-0,7%	-1,7%	-3,0%	1,5%	3,0%	6,5%	-3,1%	-1,6%	-3,1%		-6,3%	11,1%
	Small Cap	-6,6%	0,5%	2,2%	-7,8%	-3,4%	-0,4%	1,5%	4,5%	-4,4%	-1,4%	-4,5%		-18,7%	-2,1%


## 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 de melhoria nos resultados das concessões de distribuição elétrica em processo de turnaround**, 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.

**Potenciais riscos:** 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\$ 40,1 bi
Liquidez média diária	R\$ 285,7 mi
Preço/ação	R\$ 30,61
P/L (25E)	11,8x
EV/Ebitda (25E)	7,5x
DY (25E)	2,2%
Performance (12M)	-8,4%
Performance (2024)	-12,4%



## 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.

**Potenciais riscos:** 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\$ 296,9 bi
Liquidez média diária	R\$ 850,4 mi
Preço/ação	R\$ 32,60
P/L (25E)	7,5x
DY (25E)	9,3%
Performance (12M)	12,3%
Performance (2024)	1,9%

## 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 4 torres comerciais, que juntos totalizam quase 500 mil metros quadrados de ABL própria.

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.

 <b>IGUATEMI</b> Empresa de Shopping Centers SA	
Companhia	<b>Iguatemi</b>
Ticker	<b>IGTI11</b>
Recomendação	<b>Compra</b>
Valor de mercado	<b>R\$ 5,9 bi</b>
Liquidez média diária	<b>R\$ 53,6 mi</b>
Preço/ação	<b>R\$ 19,15</b>
P/L (25E)	<b>10,5x</b>
EV/Ebitda (25E)	<b>7,0x</b>
DY (25E)	<b>4,4%</b>
Performance (12M)	<b>-12,7%</b>
Performance (2024)	<b>-19,0%</b>

Os principais pilares da tese de investimento são:

**i) Portfólio de ativos resilientes.** 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.

**ii) Valuation atrativo.** Os múltiplos da companhia apresentam desconto relevante se comparados à média histórica e aos pares, em especial Multiplan (MULT3);

**iii) Opcionalidades.** A geração de valor com M&A e a projeção de aumento consecutivo de dividendos ao longo dos próximos períodos.

**Potenciais riscos:** i) aumento excessivo da alavancagem financeira com novos M&As, em ambiente de juros elevados.

## 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.

**Potenciais riscos:** 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\$ 35,5 bi
Liquidez média diária	R\$ 328,7 mi
Preço/ação	R\$ 40,14
P/L (25E)	6,2x
EV/Ebitda (25E)	3,2x
DY (25E)	7,2%
Performance (12M)	-12,4%
Performance (2024)	-12,8%

## 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. No seu portfólio estão grandes empresas, como a Raízen, Rumo, Compass, Moove e a Vale. Nossa tese de investimentos se baseia nos seguintes pilares:

**i) Pico de investimentos ultrapassado.** A desalavancagem financeira deve ganhar força nos próximos 12 meses, com expectativa de melhores resultados da subsidiárias e, como opcionalidade, potenciais vendas de ativos.

**ii) Desconto de holding.** O "desconto de holding" parece excessivo em nossos cálculos (em torno de 30%), o que traz mais assimetria de preço para ação, que deveria ser negociada com um desconto menor (entre 15% a 20%).

**iii) Melhorias após reestruturação da governança.** O novo CEO da Raízen, com destacada experiência à frente da Compass, assume a operação com a missão de revisar o plano de investimentos da companhia e retomar a geração de caixa. Se bem sucedida, a melhora operacional da Raízen será determinante para a desalavancagem financeira da Cosan, um dos principais gatilhos da tese.

**Potenciais riscos:** 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, impactando Raízen e Rumo; iv) dificuldades na execução da desalavancagem financeira.



Companhia	Cosan
Ticker	CSAN3
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 18,8 bi
Liquidez média diária	R\$ 159,1 mi
Preço/ação	R\$ 10,19
P/L (25E)	7,7x
EV/Ebitda (25E)	4,2x
DY (25E)	7,8%
Performance (12M)	-39,7%
Performance (2024)	-45,5%

## 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.


Entre os principais gatilhos para a tese de investimentos, encontramos:

**i) Continuidade nas melhorias operacionais.** Sem as amarras estatais, acreditamos que os lucros e dividendos ainda devem aumentar apoiados pelas diversas oportunidades de melhorias operacionais, como a redução de despesas, otimização do portfólio, gerenciamento da dívida, redução de compulsórios e novos investimentos em geração e transmissão de energia.

**ii) Resolução com a União.** Mesmo após a concretização da privatização, a União voltou a questionar a limitação no poder de voto. O processo de conciliação entre as partes está em curso e uma solução sem ônus relevante para a Eletrobras poderia atrair mais investidores.

**iii) Venda de energia.** Uma grande parte do portfólio de energia ainda está descontratada e a recuperação dos preços deveria ser um gatilho importante. 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.

**Principais riscos:** i) novos adiamentos na conciliação com a união e/ou uma resolução negativa para os acionistas da companhia; ii) dificuldade na venda de ativos deficitários e venda de energia a preços atrativos.



Companhia	Eletrobras
Ticker	ELET6
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 79,8 bi
Liquidez média diária	R\$ 67,4 mi
Preço/ação	R\$ 40,21
P/L (25E)	8,4x
EV/Ebitda (25E)	5,1x
DY (25E)	4,2%
Performance (12M)	-8,9%
Performance (2024)	-13,2%

## 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.

**Potenciais riscos:** i) redução dos subsídios governamentais ao MCMV; ii) aperto monetário mais intenso; iii) inflação de matéria prima, especialmente o aço.

	
Companhia	Direcional
Ticker	DIRR3
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 4,8 bi
Liquidez média diária	R\$ 62,7 mi
Preço/ação	R\$ 28,95
P/L (25E)	6,6x
EV/Ebitda (25E)	5,4x
DY (25E)	8,9%
Performance (12M)	62,0%
Performance (2024)	38,8%

## 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. Entre os principais gatilhos, enxergamos:

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

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) 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.

### iii) Valuation e recuperação da rentabilidade.

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

**Principais riscos:** 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).



Companhia	Localiza
Ticker	RENT3
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 40,7 bi
Liquidez média diária	R\$ 514,4 mi
Preço/ação	R\$ 37,58
P/L (25E)	10,9x
EV/Ebitda (25E)	5,1x
DY (25E)	3,4%
Performance (12M)	-34,3%
Performance (2024)	-39,2%

## Porto (PSSA3)

Líder no segmento de seguro auto com 27% de participação de mercado, a Porto é uma tese que une um longo e ótimo histórico de execução com múltiplos interessantes.

Além da Porto Seguro, vertical que engloba auto, vida e patrimonial, a Porto conta com outras três divisões: Porto Saúde, Porto Bank e Porto Serviços.

Enquanto sua principal linha de negócio já atingiu um patamar de maturidade e sustenta uma excelente rentabilidade, as demais verticais se tornaram as principais avenidas de crescimento. Nossa tese de investimentos se baseia, principalmente, nos seguintes pilares:

Porto	
Companhia	Porto
Ticker	PSSA3
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 24,2 bi
Liquidez média diária	R\$ 72,3 mi
Preço/ação	R\$ 37,84
P/L (25E)	8,4x
DY (25E)	5,7%
Performance (12M)	43,9%
Performance (2024)	36,3%

### **i) Bom ritmo de crescimento, com maior retorno**

**marginal.** A Porto Saúde e a Porto Bank, além de apresentarem um ROE maior que a Porto Seguro (auto, vida e patrimonial), estão em ritmo de crescimento mais acelerado.

Em Saúde, a baixa participação de mercado da companhia, sinistralidade controlada, robusta rede de corretores e proposta de valor diferenciada possibilitam um crescimento relevante da base de beneficiários nos próximos anos.

No Porto Bank, a joia da coroa são os consórcios, que crescem em ritmo acelerado. Além disso, outras iniciativas como o lançamento de contas digitais PF e PJ estão sendo implementadas.

**ii) Valuation atrativo e bom carregamento.** A Porto negocia por apenas 9x lucros esperados para 2025, um dividend yield superior a 6% e com chances de surpreender positivamente o mercado.

**Potenciais riscos:** i) aumento da sinistralidade na Porto Saúde, dado o crescimento projetado; ii) novos desastres naturais, como ocorrido no RS.



## BR Partners (BRB11)

Fundado em 2009, o BR Partners começou como uma boutique de M&A e reestruturação. Dois anos após o IPO, expandiu para Mercado de Capitais, Treasury Sales & Structuring e private equity. Desde então, a receita do banco cresceu significativamente e o ROE segue acima de 18%, mesmo com desafios no mercado de capitais.

Olhando à frente, o investimento em BR Partners se baseia nos seguintes pontos:


**i) Partnership alinhado.** Controlado por 27 sócios executivos com 76% do voto e 55% do capital. A estrutura meritocrática reforça a reputação e o alinhamento com os acionistas.

**ii) Contínuo investimento em novos serviços dando sustentação ao crescimento.** A entrada do BR Partners no segmento de Wealth Management deve capturar sinergias importantes com as demais áreas e continuar contribuindo para a expansão dos lucros.

**iii) Modelo de negócios estruturalmente leve, comandando alta rentabilidade.** Afora a remuneração de pessoal, a companhia não tem uma estrutura de custos pesada nem grande necessidade de alocação de capital no negócio. Isso torna a rentabilidade estruturalmente alta, sustentando crescimentos de lucro à medida que as novas verticais crescem. A companhia mira em um ROE sustentável de 25%.

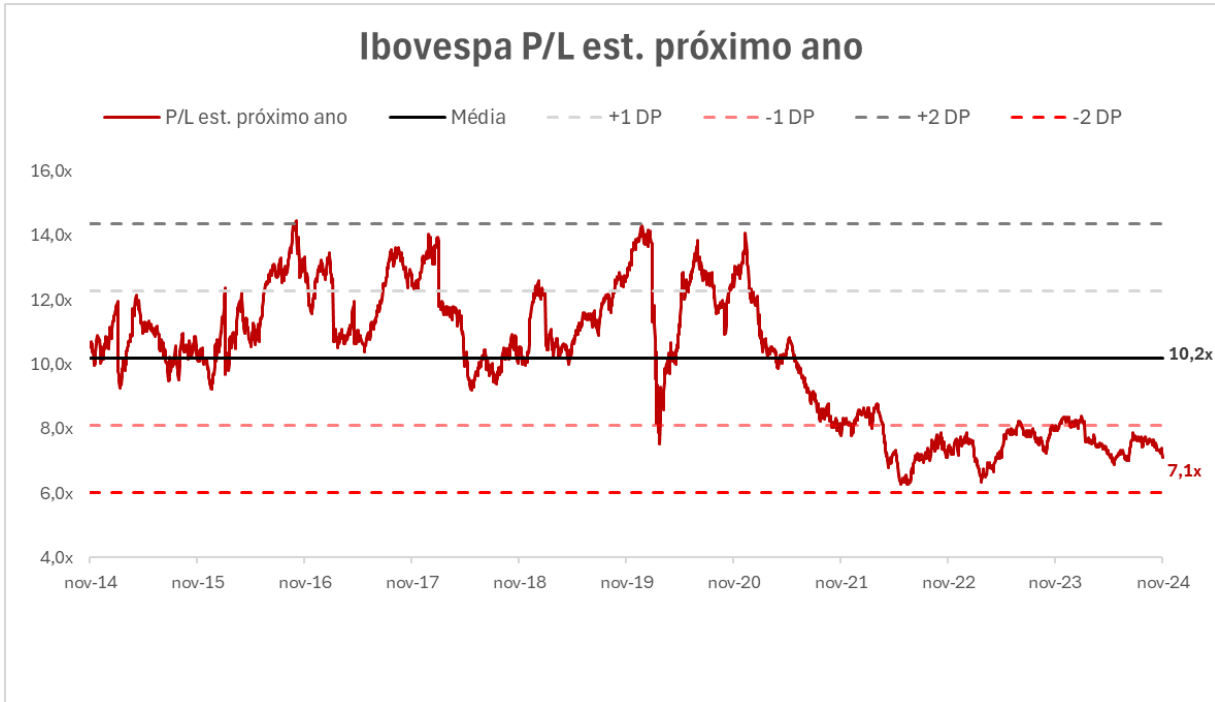
**iv) Valuation atrativo.** BRB11 negocia a múltiplos de Preço/Valor Patrimonial e Preço/Lucro atrativos dada a rentabilidade corrente e expectativas futuras.

**Potenciais riscos:** (i) Desaceleração mais significativa do mercado de capitais; (ii) eventual desgaste ou esgotamento do partnership ao longo do tempo, o que poderia tirar a vantagem competitiva de governança corporativa superior.

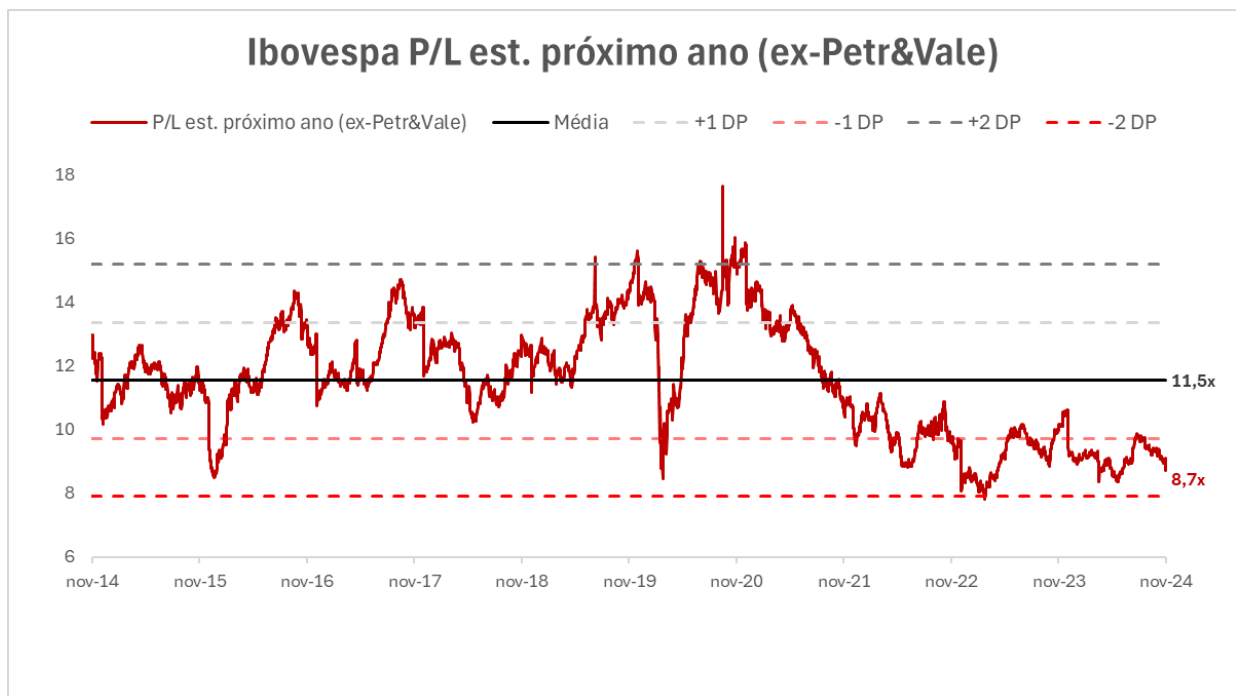


Companhia	BR Partners
Ticker	BRB11
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 1,6 bi
Liquidez média diária	R\$ 5,8 mi
Preço/ação	R\$ 15,19
P/L (25E)	7,2x
P/VP (25E)	3,0x
DY (25E)	8,8%
Performance (12M)	22,3%
Performance (2024)	7,6%

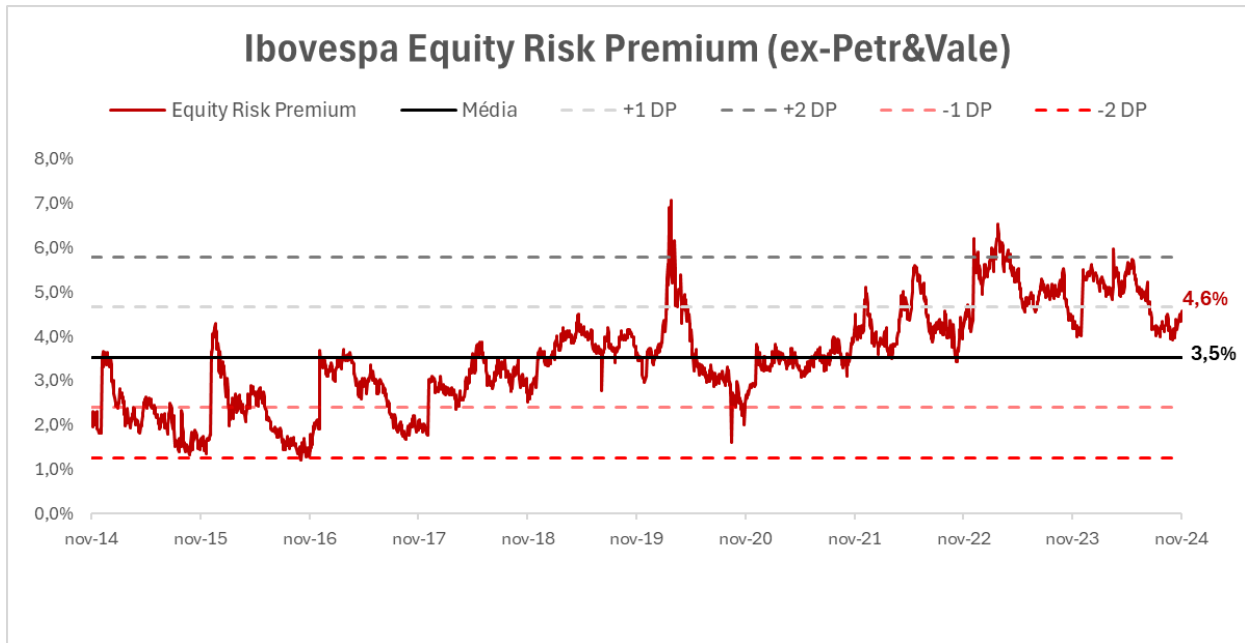
## A bolsa em gráficos



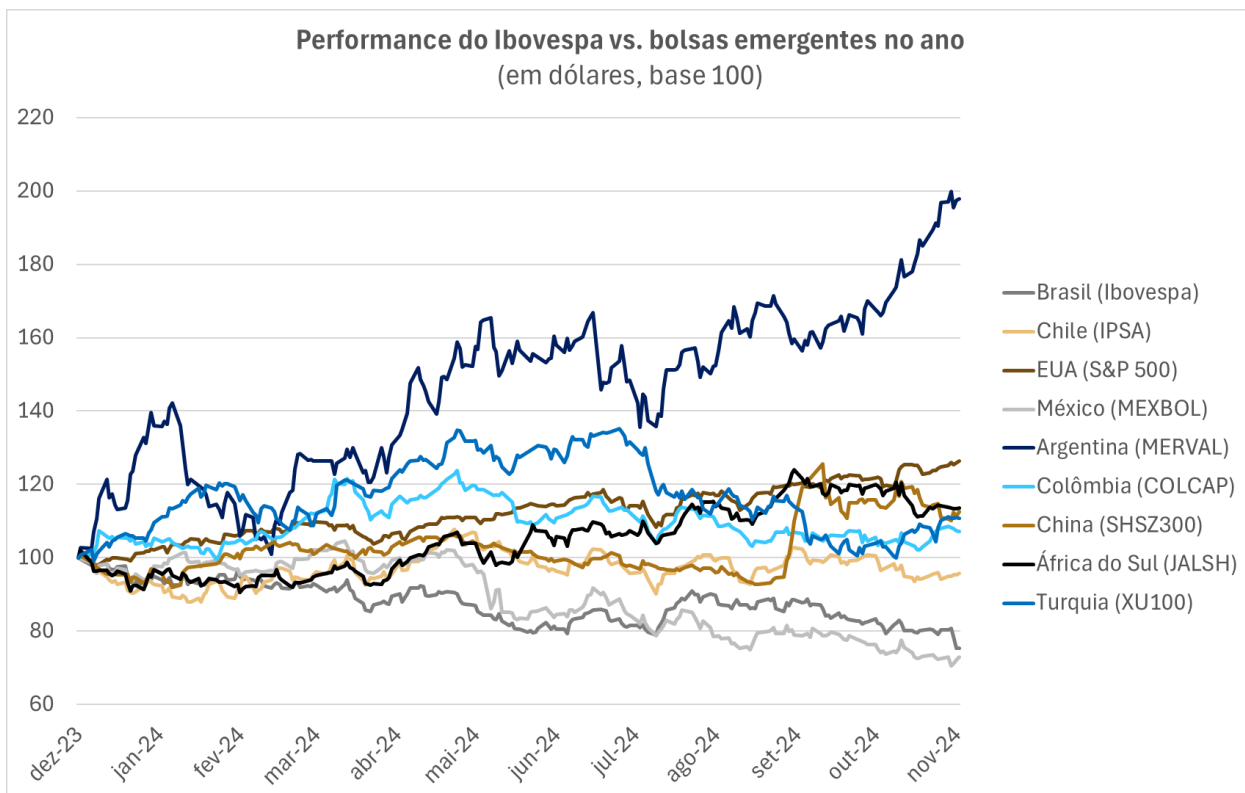
Fonte: Bloomberg. Considera preços de fechamento de 29-novembro-2024.



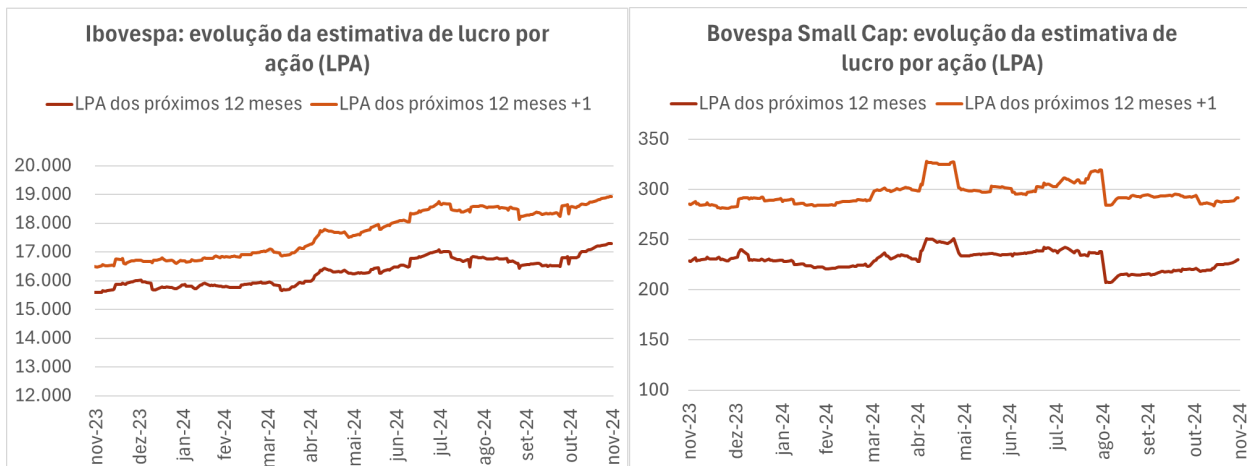
Fonte: Bloomberg. Considera preços de fechamento de 29-novembro-2024.



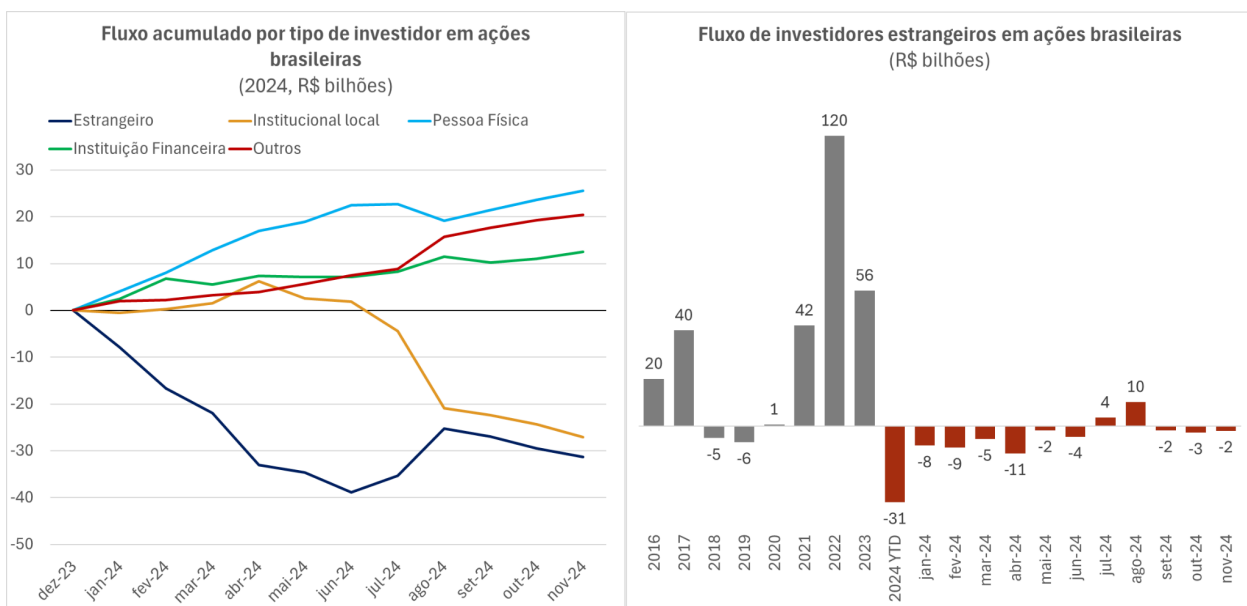
Fonte: Tesouro Nacional e Bloomberg. Considera preços de fechamento de 29-novembro-2024.



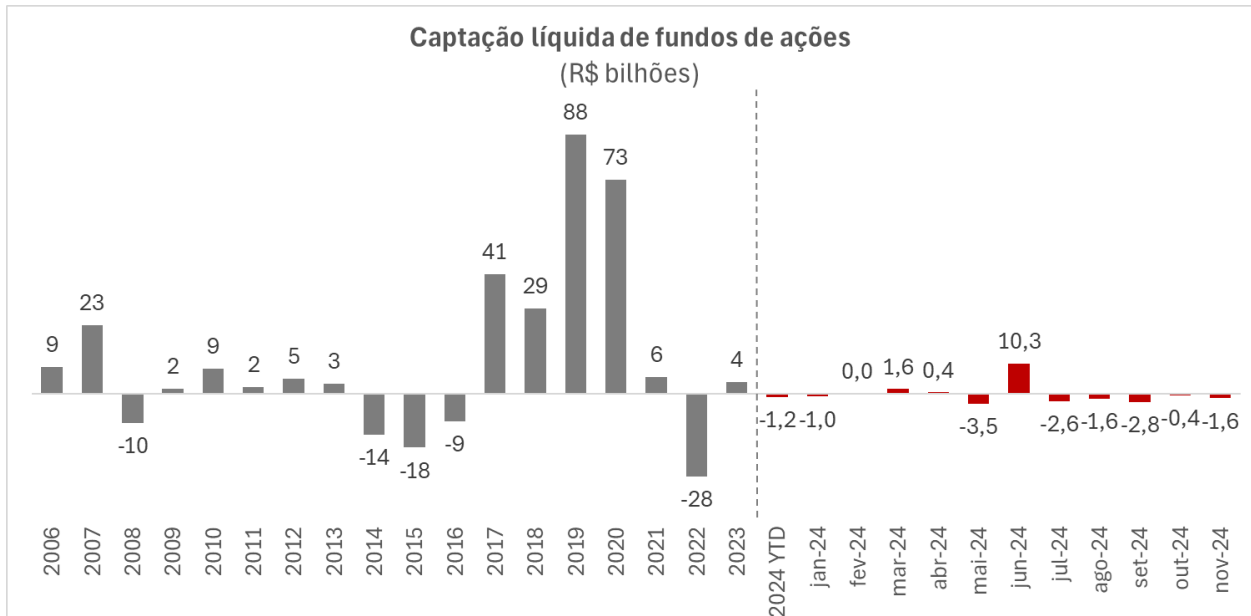
Fonte: Bloomberg. Considera preços de fechamento de 29-novembro-2024.



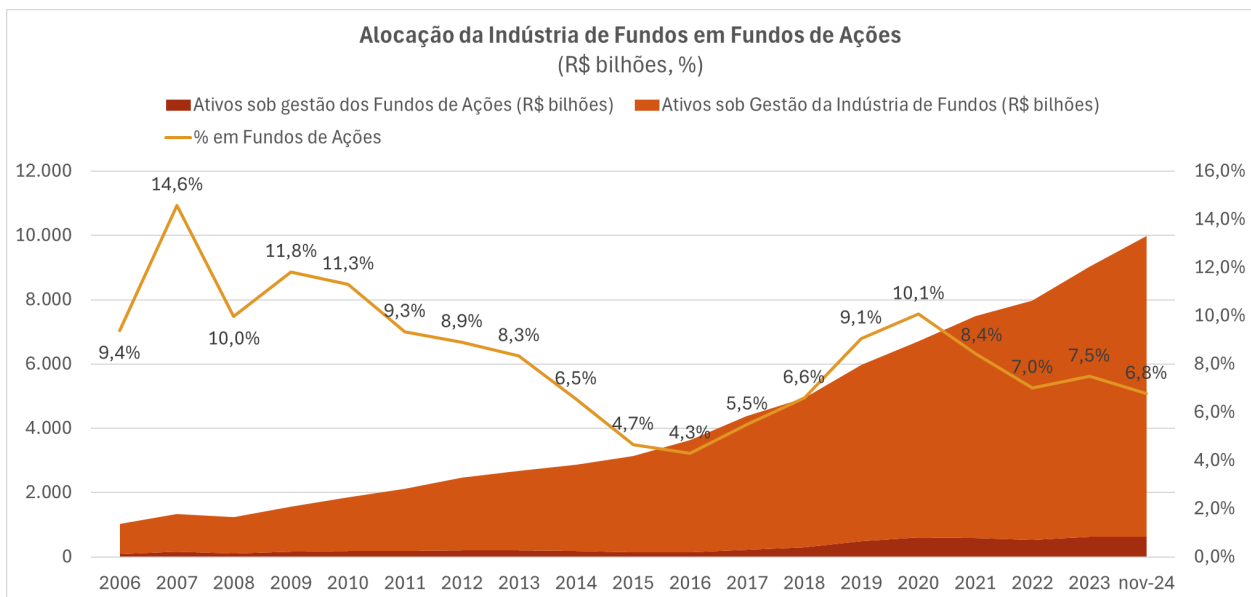
Fontes: Empiricus e Bloomberg. Considera preços de fechamento de 29-novembro-2024.



Fontes: B3, estimativas Empiricus Research. Dados até 28-novembro-2024.



Fontes: Anbima, estimativas Empiricus Research. Dados até 28-novembro-2024.



Fontes: Anbima, estimativas Empiricus Research. Dados até 28-novembro-2024.

## 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.