

3º Trimestre de 2024

Relatório Trimestral

Equitas Selection



1. Comentário do Gestor

Prezados Investidores,

Após um segundo trimestre bastante desafiador, o terceiro trimestre de 2024 apresentou uma recuperação moderada dos ativos de risco no Brasil. O Ibovespa subiu +6,4%, o Índice de Small Caps teve alta de 1,6%, e o EWZ (índice da bolsa brasileira em dólares) valorizou-se +7,9% no período. O Equitas Selection FIC FIA registrou alta de 3,0% no trimestre, e desde o início do fundo, sua performance acumulada é de +315,2%, em comparação com os 112,4% do Ibovespa¹.

Desempenho Global e Impactos nos EUA

Os mercados internacionais continuaram a apresentar um bom desempenho em 2024, com destaque para os EUA, onde o S&P 500 e o Nasdaq subiram 5,9% e 2,1%, respectivamente no trimestre. O setor de tecnologia, que tem sido o principal motor da bolsa americana, mostrou maior volatilidade no trimestre. Apesar de resultados robustos e previsões otimistas de empresas como Meta e Oracle, os investidores começaram a demonstrar cautela em relação às ações de tecnologia, devido aos altos múltiplos (Preço/Lucro) atingidos. Pequenas frustrações nos resultados ou tendências podem gerar quedas significativas, levando a uma rotação de portfólios em direção a ações de setores mais tradicionais, como consumo básico (Coca-Cola, McDonald's, Colgate), manufatura, financeiro e infraestrutura¹.

O principal evento do trimestre foi o aguardado início do ciclo de afrouxamento monetário nos EUA, com o Federal Reserve cortando as taxas em 50bps em setembro. Espera-se mais cortes até o final do ano, totalizando uma redução de 200bps até o final de 2025. Esses movimentos são favoráveis para mercados emergentes, especialmente o Brasil. Além disso, os dados econômicos dos EUA permanecem amplamente positivos, com a inflação e a atividade econômica surpreendendo de forma positiva. Há poucas evidências de uma recessão iminente, com a maioria dos indicadores apontando para um pouso suave, o que continua impulsionando o apetite por risco em ativos globais.

No final do trimestre, a China adotou uma postura mais agressiva em termos de estímulos econômicos, com o Banco Central da China (PBOC) anunciando medidas para estabilizar o crescimento econômico e o mercado imobiliário, incluindo cortes nas taxas de juros e exigências de entrada para compradores de imóveis.

Cenário no Brasil

O mercado acionário brasileiro acompanhou o desempenho positivo dos EUA, revertendo parte das perdas do segundo trimestre. Contudo, a deterioração da percepção de risco fiscal no Brasil no final do período impactou negativamente os ativos locais, especialmente as empresas mais expostas à economia doméstica. O índice Small Cap caiu -4,7% em setembro, enquanto o aumento da aversão ao risco elevou as taxas reais de longo prazo, com a NTN-B 2035 fechando setembro com uma taxa de 6,41%, contra 6,16% em agosto¹.

As preocupações sobre o cumprimento das regras fiscais para 2025 e 2026 aumentaram após o governo apresentar ao Congresso um orçamento excessivamente dependente de receitas incertas, sem mudanças estruturais nas despesas. A diferença entre as taxas reais de longo prazo do Brasil e dos EUA subiu para 4,8%, refletindo o aumento do risco local.

Do ponto de vista fundamental, a temporada de resultados do segundo trimestre de 2024, divulgada em agosto, trouxe boas notícias. As empresas listadas apresentaram crescimento de 5,3% na receita, 15,5% no EBITDA e 1,2% no lucro líquido, em comparação ao mesmo período de 2023. Empresas mais focadas no mercado doméstico tiveram ainda melhores resultados, com aumento de 6,1% na receita, 17,6% no EBITDA e impressionantes 30% no lucro líquido².

Entre as empresas do nosso portfólio, os resultados foram ainda mais expressivos, com crescimento de 29,4% na receita, 21,8% no EBITDA e 42,9% no lucro líquido no portfólio do Equitas Selection, e 41,3%, 33,6% e 37,2%, respectivamente, no portfólio do Equitas High Convictions³.

Performance comparison 1Q24 and 1H24	1H24 versus 1H23			2Q24 versus 2Q23		
	% YoY Net Revenue	% YoY EBITDA	% YoY Net Income	% YoY Net Revenue	% YoY EBITDA	% YoY Net Income
Brazil (Consolidated)	3,6%	6,0%	(18,1%)	9,8%	14,6%	(23,5%)
Brazil Ex Vale and Petro	5,3%	15,5%	1,2%	10,3%	21,0%	(1,5%)
Domestic Economy	6,1%	17,6%	30,0%	9,6%	18,4%	26,9%
High Convictions Portfolio	38,8%	42,5%	150,1%	41,3%	33,6%	37,2%
Selection Portfolio (ex Petro and Suzano)	27,8%	33,6%	77,1%	29,4%	21,8%	42,9%

*Excluímos Petrobras e Suzano da amostra, pois ambas tiveram resultados distorcidos por provisões e marcação a mercado de dívidas em moeda estrangeira.

Empresas como 3Tentos, VTEX e Orizon se destacaram com perspectivas otimistas para o segundo semestre de 2024, enquanto a Mater Dei ficou abaixo das expectativas.

Estratégias e Perspectivas

Apesar das incertezas macroeconômicas, acreditamos que o ciclo de afrouxamento monetário nos EUA e as melhores perspectivas para a China possam atrair investidores estrangeiros para o Brasil. As ações brasileiras estão sendo negociadas a múltiplos (P/L) atrativos, 1 desvio padrão abaixo da média histórica, e os resultados recentes apresentam crescimento robusto. Mantemos nossa confiança nas empresas de nosso portfólio e projetamos uma taxa interna de retorno superior a 30% ao ano para os próximos três anos.

Agradecemos pela confiança em nossa gestão e reiteramos nosso compromisso com a transparência, e a maximização e proteção dos retornos dos nossos investidores.

Atenciosamente,

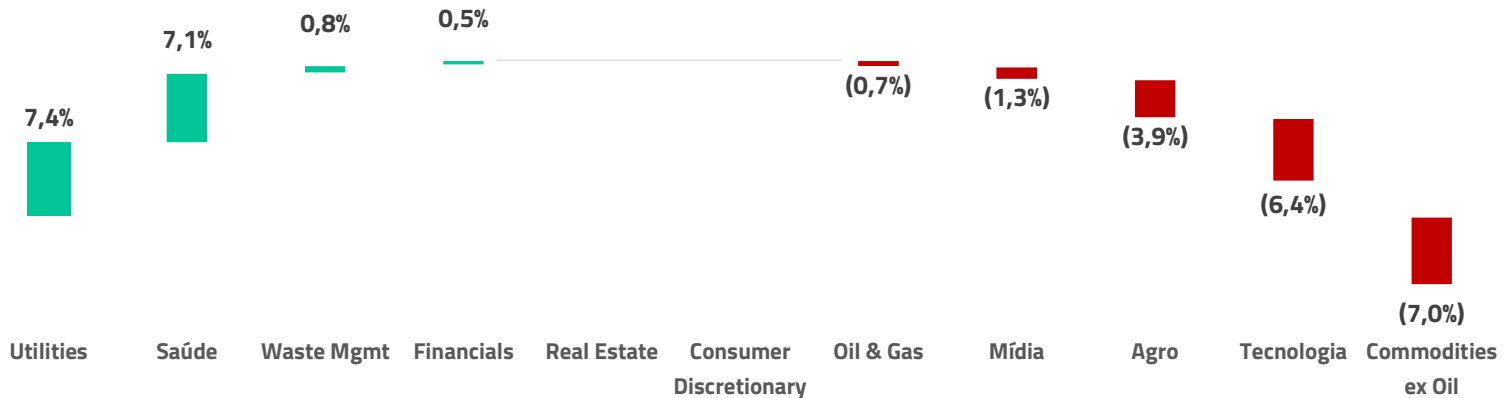
Time de Investimentos 

2. Alterações no Portfólio

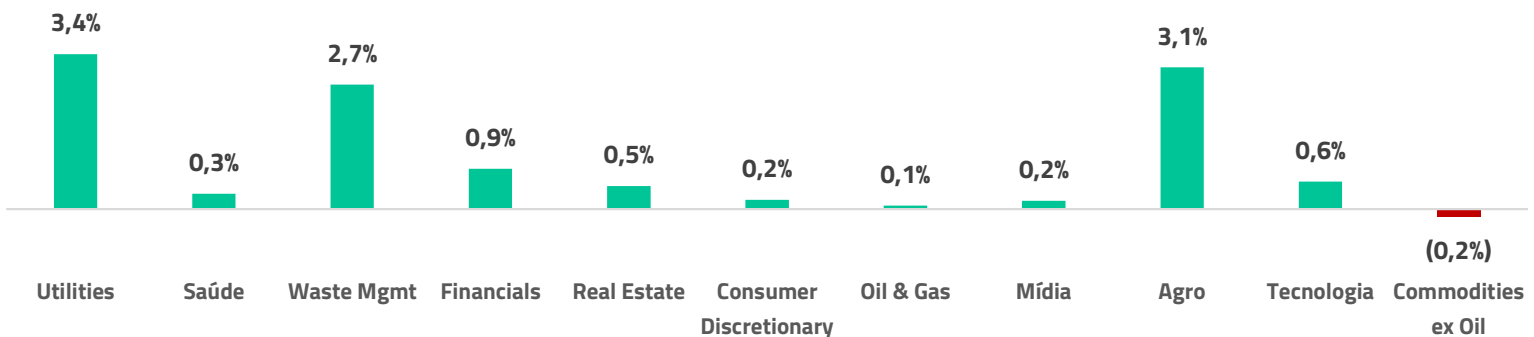
As principais alterações setoriais na alocação do Equitas Selection no terceiro trimestre de 2024 foram os incrementos de: (i) 7,4% em *Utilities*; e (ii) 7,1% em Saúde, e as reduções de: (i) 7,0% em *Commodities ex Oil*; e (ii) 6,4%, em Tecnologia.

As movimentações realizadas no portfólio são apresentadas abaixo, abertas de forma sumarizada por setor.

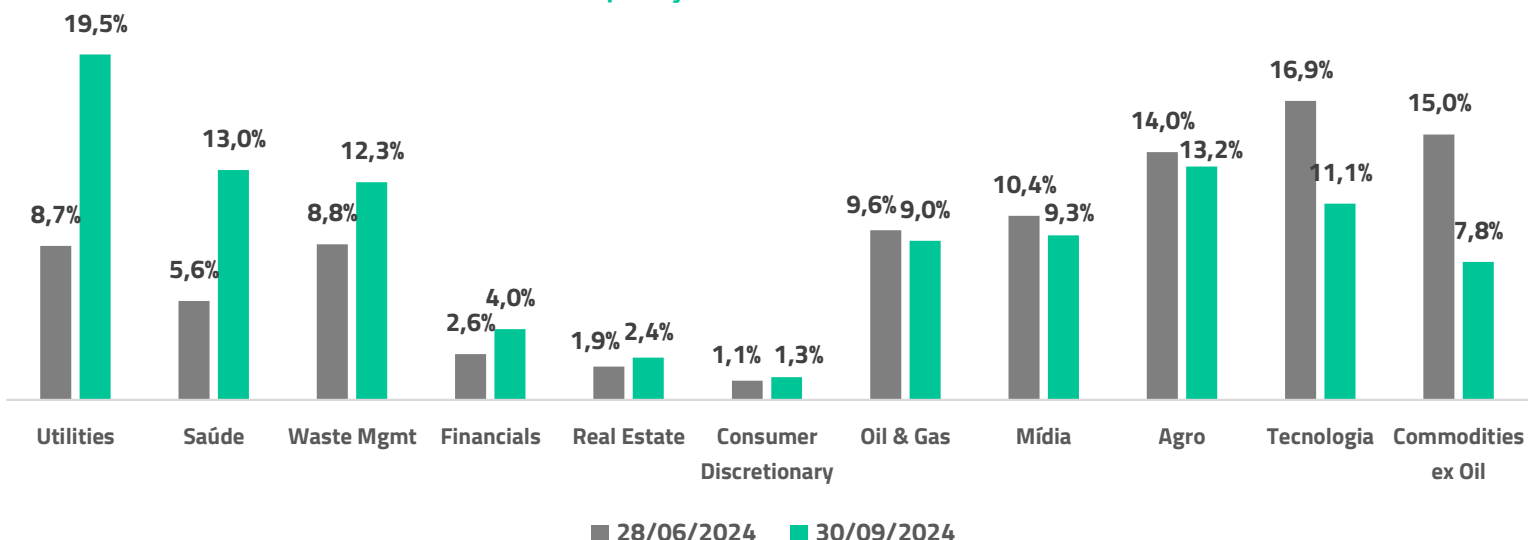
Movimentações Ativas no Portfólio



Variações Passivas Setoriais no Portfólio



Composição do Portfólio



3. Atualizações das Principais Empresas do Portfolio

A seguir, destaques no trimestre das principais posições do portfólio ordenadas pela performance de cada uma no período, em R\$.

Orizon (ORVR3)

+23,73% no 3Q24



Durante o terceiro trimestre de 2024, alguns updates relevantes no caso de Orizon podem ser destacados:

- ❑ O primeiro deles foi o anúncio de [contrato de venda de biometano pela Orizon no aterro de Itapevi/SP](#) para a Edge (subsidiária da Compas) a partir do segundo semestre de 2026 no montante de [25 mil m³/dia por 10 anos](#) com preço mínimo fixo corrigido por inflação e com adicional variável de acordo com atingimento de algumas métricas estabelecidas em contrato. Esse é o terceiro aterro com contrato de offtaker firmado pela Orizon na sua estratégia de crescimento em biometano.
- ❑ No mesmo tema, em setembro, a empresa firmou um [acordo com a Estre Ambiental](#) nos aterros de Guatapar (região metropolitana de Ribeirão Preto/SP) e Curitiba/PR com o objetivo de [comprar biogás \(a preços de mercado\) e purificá-lo em biometano](#), para comercializao própria (100% Orizon). O contrato prevê a [produo total de 170 mil m³/dia a partir de 2027](#), e amplia a atuao da produo de biometano para aterros além dos seus próprios.
- ❑ Em outro tema relevante para a tese de Orizon, em agosto, a companhia divulgou o [primeiro contrato de venda de créditos de carbono](#) dentro das novas certificadoras (GS e Verra). O comprador  uma empresa europeia, e deve adquirir até [1.1 milhão de ton CO2eq](#), que estimamos equivaler a uma receita de ~7 milhões de USD. Esse  um marco importante já que a companhia vinha há mais de dois anos sem monetizar os créditos que originava e passa agora a contar com uma fonte de receita adicional.
- ❑ Também em agosto, a companhia divulgou a [aquisio de 51% em mais um aterro por R\\$ 10,5 milhões](#). Situado em Rodolfo Fernandes/RN, está em fase inicial de operao e possui [potencial de receber até 600 toneladas](#) dia de resíduos sólidos com vida útil de 20 anos.
- ❑ Por fim, em setembro a Orizon realizou a [aquisio de duas usinas termelétricas da ASJA](#) (avaliadas em um Enterprise value de R\$ 156,6 milhões), como parte da estratégia de recuperar o biogás que fornecia para as plantas nos aterros de Jaboatão dos Guararapes e João Pessoa e que agora poderão ser comercializados em biometano.

Passando para o resultado da Orizon do 2T24, divulgado em agosto, notamos importantes avanços, com uma melhora de [receita \(+10% vs. 2T23\)](#) e melhora forte de [EBITDA \(+17% vs. 2T23\)](#). O ROIC disparou, saindo de 5% para 24%, com o processo de ramp-up dos ativos, renovao de contratos antigos e evoluo operacional. A evoluo operacional também reforça a tese: no 2T24 o volume de biogás produzido ficou em 62.6 kNm³/h (+13% vs. 2T23), e tem crescido sequencialmente ao longo dos trimestres, em virtude de uma escolha da empresa de selecionar o resíduo recebido para um mix mais orgânico, com maior potencial de produo de biogás. [Enxergamos a companhia negociando a 7,3x EV/EBITDA 2025 com uma TIR de 3 anos de 30% a.a.](#)

Desde o início de 2024, voltamos a ser acionistas de Sabesp. As ações acumulam uma alta de 20,58% no 3T24 e 22% no ano, mas uma retração de -9,5% desde o pico das ações em 20 de agosto de 2024.

A [privatização da Sabesp foi concluída em 23 de julho de 2024](#), movimentando um total de R\$14,7 bilhões. Segundo dados da B3, esta foi a [maior operação de ações no Brasil desde a privatização da Eletrobras, em junho de 2022](#), que movimentou R\$ 34 bilhões. Foi também a terceira maior oferta pública de ações do mundo em 2024. A oferta também atingiu a maior demanda institucional da história no Brasil, um total de R\$187 bilhões, com 53% das ordens vindo de investidores estrangeiros. Com a conclusão da oferta, a base de acionistas da Sabesp ficou da seguinte forma: (i) 15% das ações estão detidas pelo investidor de referência, a Equatorial Energia (EQTL3), (ii) 18% das ações permanecem com o Governo do Estado de São Paulo e (iii) 67% das ações são detidas pelo mercado.

Ao longo da última semana de setembro e primeira semana de outubro, foram eleitos a nova diretoria e o novo Conselho de Administração da companhia. [O novo CEO da Sabesp será Carlos Piani](#), anteriormente presidente do Conselho de Administração da Equatorial Energia e membro do Conselho de Administração da Vibra Energia. Adicionalmente, o executivo foi chefe global da equipe de iniciativas estratégicas e fusões e aquisições e presidente da divisão canadense da Kraft Heinz (2019) e Presidente da Kraft Heinz Canada (2015 – 2018). Foi co-responsável pela área de Private Equity da Vinci Partners (2010-2015), atuou como Presidente e Diretor Financeiro da Equatorial Energia e suas subsidiárias (2004-2010) e analista de fusões e aquisições e sócio da área de Investimentos Proprietários Ilíquidos do Banco Pactual (1998-2004).

Continuamos otimistas com nossa tese de investimentos em Sabesp, e acreditamos que a queda recente das ações desde o pico reflete principalmente a variação da taxa de juros de longo prazo no período, e nenhum fator específico relacionado à companhia. A título de exemplo, a elevação de 81 pontos-base nas taxas de juros de longo prazo desde 20 de agosto deveria justificar uma queda de cerca de 12% das ações em função do duration elevado dos fluxos de caixa da Sabesp.

O primeiro pilar de nossa tese de investimentos em Sabesp se refere às [diversas oportunidades de reduções de custos](#), tendo em vista que a companhia apresenta custos gerenciáveis (pessoal, materiais e serviços) em patamares [35% superiores a pares privados no setor](#). Para contextualizar, a convergência dos custos da companhia para patamares em linha com empresas privadas geraria um fluxo de caixa adicional de R\$2 bilhões ao ano.

Em segundo lugar, após a privatização, a companhia deve entrar em uma [jornada de investimentos sem precedentes até 2029 para universalizar a cobertura de água e esgoto, de cerca de R\\$70 bilhões de reais](#). Com isso, o resultado da companhia baseado na remuneração da sua base de ativos também deverá dobrar no mesmo período, fazendo com que a Sabesp seja uma das maiores empresas do setor de utilities até o final da década.

Os meses de setembro e outubro são críticos para a safra de soja, configurando o início de plantio. Por conta das recentes secas, principalmente na região Centro-Oeste, o plantio está levemente atrasado (em 2.6% da área, contra 5.2% e 8.9% nos dois anos anteriores), e o atraso passa a ser mais perigoso se mantido durante o mês de outubro. A janela para plantio, até agora, não é preocupante, e a baixa umidade não prejudicaria a semeadura futura, com o plantio avançando mais fortemente na segunda quinzena de outubro. Até o momento as expectativas para a [safra 2024/2025 permanecem positivas com incremento de área de 3,0% atingindo 166 Mton de soja no Brasil](#) (versus 147,4 Mton na última safra).

Olhando para o resultado da 3tenos 2T24 reportado em agosto, notamos um expressivo crescimento de resultado, com [receita alcançando R\\$2.8 bilhões](#) (vs R\$ 1.8 bilhões em no 2T23, ou **+59% YoY**), [EBITDA ajustado](#) (incluindo contratos de hedge) [alcançando R\\$75.7 milhões](#) (vs R\$55.7 milhões no 2T23, ou **+36% YoY**) e [lucro líquido ajustado aproximadamente estável, em R\\$56 milhões](#) (vs R\$ 58 milhões no 2T23, ou **-4% YoY**). Além disso, o [ROIC reportado melhorou de 19% para 24% do 2T23 para 2T24](#), com a margem EBITDA ajustada aproximadamente estável, em 2.7% (vs 3.2%), e margem líquida ajustada caindo levemente de 3.3% para 2.0%.

Do lado operacional, o grande destaque foi na Indústria, com crescimento forte de receita de +96.1% YoY, e de lucro bruto ajustado de +285.1%. Este forte crescimento veio por conta do início de operação da planta de Vera - MT, que trouxe volumes expressivos para a companhia. Ainda assim, o crescimento em comparação trimestral foi uma surpresa positiva em um período sazonalmente fraco, e compensou um resultado marginalmente mais fraco no segmento de insumos agrícolas. Em relação à venda de insumos, a receita 30% menor no 2T24 em relação ao 2T23 foi ocasionada, principalmente, por uma safra de inverno (trigo) no RS pior e atrasada, e penalizou o resultado consolidado. Acreditamos, todavia, que parte relevante da receita típica do 2º trimestre pode ter sido postergada para o 3º trimestre, uma vez que houve atraso no plantio por conta das fortes chuvas no estado.

Vale ressaltar que o resultado do 2T24 foi bem recebido pelo time da Dry's e pelo mercado, em virtude de uma piora conjuntural (em insumos), mas uma melhora estrutural (na indústria), ocasionando uma apreciação da ação em ~9% no dia após divulgação de resultados. [Enxergamos a companhia negociando a um múltiplo de ~10,5 x P/E 2025 com uma TIR de 3 anos de 39% a.a.](#)

Equatorial (EQTL3)

+6,55% no 3Q24



Logo no início no 3T24, nos tornamos acionistas da Equatorial Energia. As ações acumulam uma alta de 6,5% no trimestre, mas queda de -7,02% no ano. O fator que nos motivou a realizar o investimento foi a participação da companhia no processo de [privatização da Sabesp como acionista de referência](#). A Equatorial adquiriu uma participação de 15% no capital as Sabesp a um preço de R\$67/ação. Para referência, enxergamos uma taxa de retorno real de pelo menos 15% para a transação, e uma [adição de valor às ações EQTL3 de pelo menos R\\$4/ação](#).

A aquisição foi financiada por uma combinação de (i) venda da SPE7 de transmissão por um valor de R\$1,190 bilhão (incluindo R\$350 milhões de dívida), (ii) aumento de capital privado de ações de até R\$2,5 bilhões e (iii) um empréstimo-ponte de 18 meses de R\$5,6 bilhões.

Consideramos a Equatorial Energia [uma das melhores alocadoras de capital do setor de utilities](#), e a recente transação da Sabesp reforça essa visão. Nossa tese de investimentos da Equatorial é amparada nos seguintes pontos

- I. Historicamente, a Equatorial Energia obteve [taxas de retorno reais de mais de 15% em suas iniciativas de M&A](#) nos setores de distribuição de energia e no desenvolvimento de projetos de transmissão. Tais retornos históricos foram resultado de uma combinação de disciplina na alocação de capital e capacidade de execução de melhorias operacionais, redução de custos e execução de investimentos em suas concessões. Acreditamos que a Equatorial deve agora entrar em uma nova rota de crescimento no setor de saneamento após a aquisição de participação na Sabesp, com cerca de R\$538 bilhões de reais de estimativas de investimentos necessários para a universalização dos serviços de Saneamento até 2033, prazo ditado pelo marco do Saneamento (segundo estimativas do Instituto Trata Brasil);
- II. Na ausência de iniciativas de crescimento inorgânico (M&As e privatizações), notamos que a companhia tem um [crescimento contratado relacionado à expansão de sua base de ativos regulatória \(RAB\) das concessões de distribuição de energia de cerca de 11% ao ano em termos nominais até 2030](#). Destacamos em particular os esforços de expansão da infraestrutura em concessões em turnaround como a Celg-D, distribuidora de Goiás, para a qual estimamos uma expansão da base de ativos de 14% ao ano até 2030.

Hapvida (HAPV3)

+4,44% no 3Q24



A Hapvida integra o portfólio da Drýs Capital desde o final de 2023, quando começamos a observar os primeiros sinais de que as iniciativas de controle de custos e reajustes de preço realmente impactariam positivamente a rentabilidade da companhia. Passados alguns trimestres de resultados expressivos, elevamos a relevância de HAPV no portfólio durante o terceiro trimestre de 2024.

No resultado reportado do 2Q24, a empresa entregou seu [quarto trimestre consecutivo de melhorias no índice de sinistralidade](#) ("MLR"), principal KPI acompanhado na indústria. Seu [MLR foi de 70,5% no 2Q24, versus 73,9% no 2Q23](#), que combinado ao crescimento de receita de 4,5% YoY, levou a HAPV a apresentar EBITDA recorde para segundos tris, de R\$ 958 (+58% YoY) e lucro líquido ajustado de R\$ 490 milhões (+121%).

A melhoria significativa do índice de sinistralidade é resultado de (i) [crescimento de 9% YoY nos tickets médios](#) de saúde, já no segundo ciclo de reajustes; (ii) [aumento da verticalização da rede](#), com 81,8% das consultas já realizadas com time próprio (75,8% no 2Q23) e 78,7% das diárias de internações realizadas em hospitais da HAPV (77,9% no 2Q23); e (iii) trabalho de [implementação de protocolos e revisão de rede credenciada](#) em regiões como São Paulo, Minas Gerais e Rio de Janeiro.

Durante o processo descrito acima, a HAPV teve uma elevação considerável de seu churn, tendo perdido mais de 170 mil vidas nos últimos 12 meses, sendo 13 mil vidas no 2Q24. Porém, em dados mensais publicados pela ANS (Agência Nacional da Saúde), observamos que a [HAPV passou a ter ganho líquido de vidas](#), sendo [+22 mil vidas no mês de julho e +50 mil vidas no mês de agosto](#). A retomada no crescimento de vidas surpreendeu o mercado e foi na contramão do discurso do management da empresa, que indicava a possível volta do crescimento para a partir do 4Q24 ou 1Q25.

Nossa expectativa é que a empresa continue em uma dinâmica de melhoria de rentabilidade nos próximos anos, agora também com retomada no crescimento da receita antes do esperado. [Enxergamos HAPV negociando a múltiplos na mínima histórica, próximo a 12x P/E 2025 e estimamos TIR de 3 anos na ordem de 25% a.a., majoritariamente impulsionada por expansão de lucros nos próximos anos.](#)

VTEX (VTEX)

+0,14% no 3Q24



[Os resultados do 2T24 da VTEX foram sólidos, superando as expectativas do consenso em termos de crescimento de receita, margens e aumento do guidance para o ano, reforçando nossa visão otimista sobre o case de VTEX.](#) A empresa destacou seu foco em "crescimento sustentável", isto é, em crescer de forma rentável.

A receita do trimestre atingiu US\$ 57 milhões, um crescimento de 22% em termos FX neutral, acima do topo do guidance de aproximadamente 20%. Esse desempenho foi impulsionado por um bom momentum de vendas e novos contratos, com o crescimento de clientes existentes consistentemente superando o mercado de e-commerce, apesar dos desafios macroeconômicos na Argentina.

[Outro ponto positivo foi a surpreendente melhoria nas margens da companhia.](#) A margem bruta consolidada atingiu 74%, superando o consenso de 72%, resultado do monitoramento contínuo dos investimentos em nuvem e da migração para soluções mais eficientes de microserviços. A margem EBIT também surpreendeu positivamente, alcançando 3% contra uma expectativa de -3%, impulsionada pela margem bruta e pela alavancagem operacional, principalmente em P&D. Além disso, no acumulado do primeiro semestre de 2024, a empresa gerou US\$ 5 milhões de FCF, uma melhoria significativa em comparação à queima de US\$ 8 milhões registrada no mesmo período de 2023.

[Diante desse cenário, a empresa aumentou seu guidance de crescimento de receita para o ano](#), passando de 16 a 20% para 18 a 20% FX neutral, refletindo o desempenho forte de clientes existentes e o bom momentum de novos contratos.

Além disso, a empresa aumentou seu guidance de margem EBIT para o ano, saindo de high single digit para high single digit / low teens, em função da surpresa positiva nas margens, que deve continuar melhorando nos próximos trimestres.

Neste trimestre, o JPMorgan, UBS e BTG revisaram positivamente seus "price target" para a VTEX. As ações acumularam uma alta de 0,1% no segundo trimestre de 2024, e uma alta de 61% nos últimos 12 meses. Nos níveis de preço atuais, vemos a empresa negociando a aproximadamente 3,8x sales para 2025. Estimamos alcançar uma TIR de 28% ao ano nos próximos 3 anos.

Petrobras (PETR4)

-2,68% no 3Q24



As ações da Petrobras acumulam queda de -2,68% no 2T24 e +9,7% no acumulado do ano.

O 3T2024 foi um trimestre com poucos ruídos para as ações da Petrobras. Os resultados do 2T2024 divulgados em agosto vieram em linha com nossas estimativas, mas consideramos que a companhia apresentou um fraco desempenho no período em função de uma produção de petróleo menor do que o trimestre anterior (2,16 milhões de barris ao dia, queda de -3,6% em relação aos 2,23% no 1Q2024). A performance mais fraca da produção de petróleo reflete fatores que não causam preocupação, no caso paradas para manutenção que são parte da realidade do negócio.

Os preços de petróleo apresentaram uma forte contração no 3T2024, com o Brent se desvalorizando -15,6% no período para US\$71,70/barril em função de preocupações com o crescimento da China e perspectivas de elevação da produção de petróleo pela OPEP+ com a redução gradual de cortes voluntários pelo grupo a partir de dezembro de 2024.

Nesse contexto de maior fraqueza da commodity, consideramos positivo que a Petrobras tem mantido os preços de combustíveis estáveis, tendo o último movimento sido um aumento de 7,6% da gasolina em julho de 2024. Com isso, desde o mês de setembro a companhia vem mantendo preços acima da paridade de importação para gasolina e diesel, e portanto elevando nossa confiança na governança da política de preços da companhia e diminuindo preocupações com pressões políticas que a companhia eventualmente enfrente nesse sentido.

Nossa tese de investimentos da Petrobras está ancorada nos seguintes pontos.

- I. Crescimento de produção de petróleo e gás e 4.5% ao ano entre 2024-2030 quando comparado a uma média de 2.5% para as majors americanas e europeias;
- II. Exposição aos campos do pré-sal, que estão entre os mais competitivos do mundo em termos de custo variável de extração (US\$5-6/barril) e breakeven de US\$25-35/barril;
- III. Valuation muito atrativo e descontado em comparação as maiores globais. A Petrobras negocia a um múltiplo P/E 3,6x 2024-25, um desconto de -48% à média das majors americanas (Chevron, Exxon, Conocophillips) e -29% em relação às maiores europeias (Shell, BP, TotalEnergies e ENI).

Com base nesses pontos, e enxergando um dos maiores potenciais de retorno com baixa correlação com o restante do portfólio, acreditamos que nosso investimento apresenta uma elevada margem de segurança, ainda que noticiários do meio político causem volatilidade no curto prazo.

Mater Dei (MATD3)

-3,96% no 3Q24



Após 2 ciclos de reajustes de preços significativos passados pelas operadoras de saúde a seus clientes, o resultado consolidado do setor já indica que uma volta para patamares próximos ao pré-pandemia, com uma sinistralidade de 84,2% no 2Q24, 340 bps inferior a 2Q23 e em linha com o observado nos anos de 2018 e 2019. A recuperação das operadoras já começa a refletir marginalmente nos resultados dos prestadores de serviços hospitalares de maior porte, como Rede D'or, mas no caso de Mater Dei ainda há fatores micro que nos impediram de observar melhorias consistentes de resultado.

Apesar da entrega de bons resultados no 1Q24 (crescimento de receita bruta de 13% YoY e margem EBITDA de 23,9%) a divulgação do 2Q24 decepcionou o mercado por conta de um fator pontual ocorrido na região metropolitana de Belo Horizonte. [Os segundos trimestres normalmente são marcados por alta frequência de pacientes com síndromes respiratórias](#) (asma, pneumonia, bronquite, etc) ocorridas nos meses de inverno, tendo sazonalidade extremamente positiva para as redes hospitalares. No entanto, [em 2024 a região metropolitana de BH teve um inverno quente e com poucos dias de chuva \(chegou a completar 150 dias sem chuva em Setembro\)](#), o que afetou negativamente os resultados da MATD no trimestre.

Devido principalmente ao mencionado acima, a receita bruta do 2Q24 cresceu apenas 7% YoY e flat QoQ, em um trimestre que costuma ser bastante superior ao 1º trimestre do ano. Por conta da desalavancagem operacional do negócio, a margem EBITDA foi de 20,6%, 490 bps inferior ao 2Q23 e 340 bps inferior ao 1Q24. É importante notar que o desempenho fraco foi principalmente influenciado pelo resultado da Controladora (BH e Salvador), sendo que as Controladas (M&As) apresentaram crescimento de receita de 2,5% QoQ e ganho de margem de 280 bps QoQ, movimento normal devido à sazonalidade do setor.

Acreditamos que o ocorrido no 2Q24 foi pontual e observaremos resultados positivos nos próximos 2 trimestres do ano. Abaixo principais informações que nos levam a ter essa visão e alguns updates do case:

- ❑ No call de resultados do 2Q24, o CEO da MATD reforçou o caráter não recorrente que afetou negativamente o resultado do 2Q24, dizendo que em julho já enxergaram melhorias muito expressivas. [Em julho/2024, o volume cirúrgico consolidado da rede foi 15% superior ao mês de junho, com destaque para Salvador, que cresceu 39% e BH 13%](#);
- ❑ A empresa deu mais detalhes sobre o [plano de eficiência da cadeia de suprimentos](#), iniciado no ano passado. O management espera que os resultados desse projeto afetem positivamente a margem EBITDA nos próximos 12 meses, neutralizando o impacto negativo do piso da enfermagem;
- ❑ [Novas negociações em Uberlândia](#): Como já mencionado no nosso último update, reajustes de high-double-digit na tabela de preços com a Unimed local foram passados nos 2 hospitais de Uberlândia, o que deve contribuir para um melhor resultado consolidado a partir do 3Q24;
- ❑ Venda da participação no [Hospital Porto Dias](#): A transação anunciada em maio de 2024 teve sua [conclusão no dia 17/09/2024](#), data na qual a MATD recebeu R\$ 400 milhões em moeda corrente nacional e 27,27 milhões de ações de emissão da própria companhia. A transação é positiva para a rede, por reduzir sua alavancagem de 1,8x EBITDA para próximo de 1,4x, além de melhorar a qualidade do seu ciclo de caixa;
- ❑ [Inauguração Hospital de Nova Lima](#): A inauguração do hospital de 117 leitos foi realizada no dia 22/08/2024, já com cerca de 70 leitos operacionais. Acompanharemos a evolução do projeto, que adiciona uma unidade premium da MATD em uma das regiões com maior renda per capita do país.

Entendemos que o mercado penalizou excessivamente as ações da MATD em 2024, por conta de um resultado fraco no 4Q23 e agora no 2Q24. As perspectivas para a o segundo semestre do ano parecem favoráveis, mas acreditamos que os investidores vão esperar para ver se o resultado do 3Q indicará uma mudança de tendência para frente. Realizamos uma redução de MATD no portfólio ao longo do 3Q24 mas, [nos patamares atuais de preço enxergamos a empresa negociando a próximo de 8x lucro e 9% de free cash flow yield para 2025. Estimamos uma TIR de 35% a.a. nos próximos 3 anos.](#)

Suzano (SUZB3)

-4,51% no 3Q24



No setor de Pulp and Paper, continuamos otimistas com o caso de longo e médio prazo de Suzano. Apesar de um [momento de celulose de curto prazo desafiador](#), com o preço da celulose fibra curta saindo de ~741 US\$/ton ao final do 2T24 para ~561 US\$/ton atualmente, [acreditamos que os próximos meses devam ser de estabilização e reversão nessa tendência](#). Apesar da dificuldade em estabelecer um preço piso para a celulose, temos a leitura de que a reversão dessa tendência não deve estar longe por conta de: (i) redução da capacidade de produção de players de celulose de mercado, incluindo a Suzano nesses preços de celulose, (ii) maiores custos de produção na cadeia como um todo, (iii) Preço de resale em linha com o preço lista.

Observando pelo espectro do preço da ação, vemos que o papel não sofreu na mesma proporção, caindo menos de 5% no período, o que nos indica que parte desse movimento de preço da celulose era esperado pelo mercado e que o valuation altamente descontado (mesmo para cenários de celulose mais baixos) fornecia uma margem de segurança atrativa para o investimento. Acreditamos que o [posicionamento estratégico da companhia com ativos bem localizados](#) e grande parte de madeira própria já garantida (cerca de 70% atualmente) deve permitir a captura de bons retornos no médio prazo.

A Suzano divulgou resultados fortes no 2T24, com alto [crescimento de volumes \(+6% QoQ\)](#), [Dólar valorizado frente ao Real \(+5% QoQ\)](#), e [preço de celulose mais alto \(+12% QoQ, lembrando que a queda recente foi após o 2T24\)](#). De surpresas positivas, houve também a geração de caixa por tonelada de celulose, que dobrou QoQ, e um [EBITDA \(segmento de celulose\) forte de R\\$5.5 bi \(vs R\\$3.9 bi no 1T24\), o que fez o EBITDA consolidado vir acima do consenso \(R\\$6.2 bi vs R\\$5.9 bi\)](#). A performance da ação, entretanto, não parece ter refletido esses bons resultados, e acreditamos que isso ocorreu em virtude de um receio geral do momento da celulose, que se encontrou em um ciclo de baixa durante o trimestre, e investidores deveriam voltar a ter mais demanda pela ação quando o preço da commodity voltar para um ciclo de alta.

Além disso, o projeto Cerrado, mais recente fábrica de celulose da Suzano, localizado em Ribas do Rio Pardo, começou a operar no segundo semestre de 2024, com o volume de produção ainda em ramp-up. Estimativa da companhia é que alcance capacidade de produção de 900 mil toneladas/ano no final desse ano. Esses volumes devem ter impacto positivo relevante no resultado para 2025, uma vez que o custo caixa de celulose do projeto é o menor dentre os ativos da companhia e um dos menores do mundo, devendo atingir ~100 US\$/ton quando a planta estiver em máxima produção (~2.5 Mton/ano).

Em resumo, [continuamos otimistas com a empresa](#) em muitos aspectos, como o momento da [celulose \(que daqui para frente deve voltar para um ciclo de alta\)](#), do [histórico de alocação de capital da empresa](#) (que continua se mostrando excelente), e do [ramp-up do projeto Cerrado](#), que deve prosseguir de forma saudável. Enxergamos o investimento com um [múltiplo de 5,5x EV/EBITDA 2025 e com uma TIR de 3 anos de 32% a.a assumindo uma celulose de USD 600/t](#).

Eletromidia (ELMD3)

-6,64% no 3Q24



Em agosto de 2024 a Eletromidia divulgou seus resultados referentes ao segundo trimestre do ano, novamente surpreendendo positivamente os investidores. Apesar de o segundo trimestre ser historicamente um dos mais fracos do ano, por questões sazonais, a ELMD reportou [receita líquida de R\\$ 250 milhões, 34,2% superior ao mesmo período de 2023](#).

A aceleração no crescimento da receita veio acompanhada de uma [margem EBITDA recorde para segundos trimestres, de 33,4%](#), versus 26,9% no 2Q23 e 23,4% no 2Q22. O lucro líquido ajustado do trimestre foi de R\$ 36 milhões (14,3% de margem), 44% superior ao lucro líquido comparável de 2Q23. As altas rentabilidades são reflexo da maior concentração das receitas nas verticais de maiores margens, como mobiliário urbano, e da alta alavancagem operacional da companhia. A companhia encerrou o trimestre com um indicador dívida líquida / EBITDA de 1,3x, versus 1,8x no mesmo período de 2023, situação confortável para continuar sua trajetória de crescimento nos próximos anos.

Dentre os destaques dos últimos meses, a ELMD esteve presente em eventos relevantes, como o show da Madonna em Copacabana, que reuniu 1,6 milhão de pessoas, bem como a parada LGBTQIA+ em São Paulo. [Nas plataformas Eletromidia Ads e Eletromidia Aqui, focadas respectivamente no atendimento de grandes contas e PMEs](#), a cia tem realizado entregas consistentes, sendo a mais recente a introdução de inteligência artificial como ferramenta para atendimento e vendas. Além disso, a ELMD anunciou a [aquisição da empresa 4yousee](#), marcando o início de uma nova vertical focada em Software as a Service para empresas que gerenciam o conteúdo de seu inventário próprio de telas (como exemplo, a rede de postos Ipiranga, que possui mais de mil telas digitais anunciando preços e promoções em diversas localizações).


Além disso, no dia 10 de outubro tivemos uma notícia muito positiva para a [ELMD, que foi vencedora do leilão dos dois principais lotes da concessão para gestão do mobiliário urbano do município do Rio de Janeiro](#). Os dois lotes compreendem um total de 4 mil abrigos de ônibus, 558 MUPIs e 432 relógios de rua, com potencial de instalação de mais de 10 mil telas. A outorga a ser paga pela ELMD será de R\$ 886 milhões, sendo 50% à vista e o restante parcelado em 16 anos a partir do 49º mês e vigência do contrato (a operação deve ser iniciada apenas em 2027). Enxergamos o movimento como extremamente estratégico para a companhia, que (i) se tornará o principal player de OOH no segundo maior mercado de mídia do país; (ii) amplifica sua dominância nacional e relevância perante os anunciantes; (iii) adiciona um contrato de 20 anos que pode elevar a receita anual da empresa em mais de 40%, com margem EBITDA acima de 50%; e (iv) enfraquece a JCDecaux e a Clear Channel, 2 importantes players estrangeiros que dominavam o mercado do RJ e detém cerca de 25% de market share no mercado de OOH Brasileiro.


Apesar da boa performance das ações nos últimos 12 meses (+8,4%), continuamos bastante animados com o investimento na empresa, que tem entregado resultados acima do esperado e nos levado a revisar positivamente nossas projeções para os próximos anos. Nos níveis atuais de preço, [enxergamos potencial retorno de 35% a.a. nos próximos anos](#), baseado majoritariamente em expansão de lucros e distribuição de dividendos.


Equitas Selection FIC FIA


 **Data de Início** 06/07/2010

 **Fundo** Equitas Selection FIC FIA | 12.004.203/0001-35

 **Público Alvo** Investidor em geral

 **Taxa de Administração** 2,0% a.a. (provisionado diariamente e cobrado mensalmente)

 **Taxa de Performance** 20% sobre o que exceder a variação do IBOVESPA (provisionado diariamente e cobrado semestralmente)

 **Patrimônio Líquido** R\$ 269,1 Milhões | 30-set-24
R\$ 340,0 milhões | Médio 12 meses

Rentabilidade

3T2024

3,0% 6,4%

Fundo

IBOVESPA

Anual

-4,3% -1,8%

Fundo

IBOVESPA

Últ. 12 meses

1,8% 13,1%

Fundo

IBOVESPA

Desde o início

315,2% 112,4%

Fundo

IBOVESPA



Este material foi desenvolvido pela DRÝS CAPITAL LTDA (“DRÝS”) com caráter meramente informativo e, portanto, não deve ser entendido como oferta, recomendação ou análise de investimento ou ativo, nem tampouco constitui uma oferta de serviço pela DRÝS e nem venda de cotas dos fundos por ela geridos., com os riscos daí recorrentes. Antes de investir, algumas informações importantes para consideração:

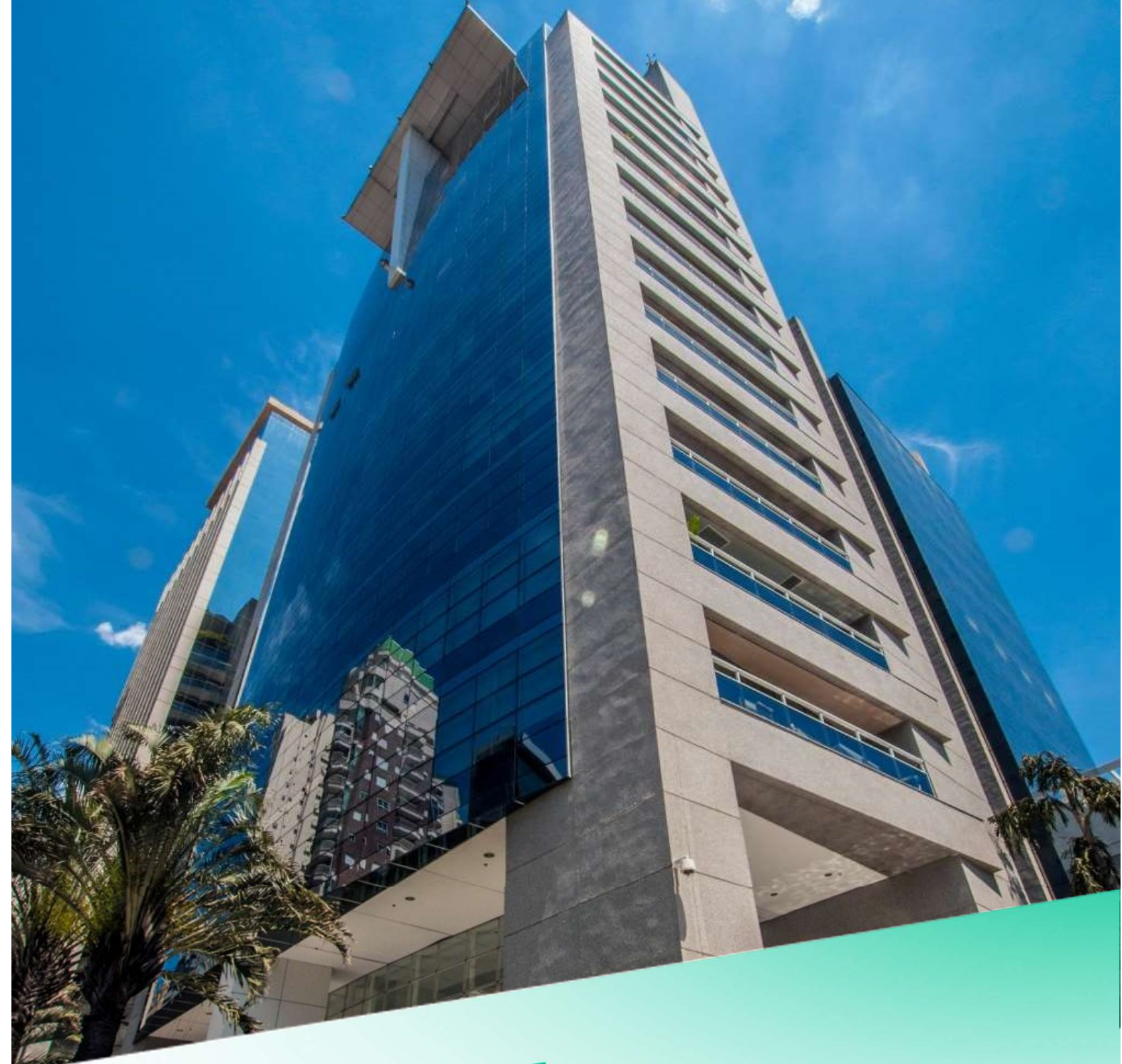
(a) Recomendamos ao investidor a leitura cuidadosa do regulamento do fundo de investimento, do formulário de informações complementares e da lâmina de informações essenciais antes de realizar investimentos, sobretudo sobre os aspectos de risco relacionados ao investimento. (b) Fundos de Investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. (c) A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. Para avaliação da performance de quaisquer fundos de investimentos, é recomendável uma análise de período mínimo de 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de Impostos. (d) Os fundos de investimento utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de suas políticas de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. (e) O EQUITAS SELECTION FIA está autorizado a realizar aplicações em ativos no exterior e pode estar exposto a significativa concentração em poucos emissores, com os riscos daí recorrentes.

Parte do conteúdo contido nesse documento é relacionado a ativos financeiros investidos pelos fundos de investimento sob gestão da DRÝS. Ressaltamos que as projeções ou estimativas apresentadas poderão ter origem em simulações ou modelos proprietários, com o risco de divergir significativamente dos resultados reais, sendo obtidas a partir de dados estatísticos, modelos probabilísticos e metodologias proprietárias, com base em fatos e resultados financeiros obtidos de fontes públicas, ou através de relatórios e análises contratados. Como tal, eventuais estimativas ou projeções contidas nesse documento servem somente para contextualizar o processo de decisão de investimentos da Gestora e não expressam, em nenhum momento, promessa ou garantia de retorno ou resultado do portfólio ou de ativos individuais. Ainda, apesar do cuidado na obtenção e manuseio das informações apresentadas, a DRÝS não declara ou garante a integridade, confiabilidade ou exatidão das informações, as quais podem inclusive serem modificadas sem comunicação, eximindo-se de quaisquer responsabilidades por prejuízos diretos ou indiretos que venham a ocorrer pelo seu uso.

O conteúdo deste documento não pode ser copiado, reproduzido, publicado, retransmitido ou distribuído, no todo ou em parte, por qualquer meio e modo, sem a prévia e expressa autorização, por escrito, da DRÝS através de seus representantes.

Para dúvidas ou esclarecimentos adicionais sobre metodologia, modelos ou de métricas e estimativas relativas às empresas ou ativos investidos contidos nesse material, entrar em contato através do e-mail contato@dryscapital.com.br

Para informações adicionais e acesso ao regulamento e lâminas, acesse o site www.dryscapital.com.br



Drýs Capital

Rua Funchal - n. 375
Conjuntos 151 e 152
CEP. 04551-060
Vila Olímpia - São Paulo

Drýs
CAPITAL