



Trincheira Tropical e o Elogio do Vira-Lata

A hora de comprar Ações e FII's

Agosto 2025



Felipe Miranda, CNPI
Estrategista-Chefe
Empiricus Research

Larissa Quaresma, CFA
Analista de Ações
Empiricus Research

Matheus Spiess, CNPI
Estrategista Macro
Empiricus Research

Caio Araujo, CAIA
Analista de FII's
Empiricus Research

A hora de comprar ações e FIIs

Felipe Miranda, CNPI

Sumário Executivo

Entre nossos clientes e investidores, apuramos, com dados empíricos, uma posição muito pequena em fundos imobiliários e ações brasileiras. Este relatório tem um propósito bastante explícito e objetivo: sugerir um incremento, ainda que moderado, na exposição a essas classes de ativos. A combinação de um valuation atraente e catalisadores expressivos à frente justifica a proposição. Boas oportunidades se colocam diante do investidor poucas vezes na vida. Quando elas se apresentam, devemos aproveitar. Podemos estar diante do início de um grande ciclo de mercado. Elencamos a seguir alguns motivos para a recomendação de maior posição em Bolsa.

Espero que goste da leitura. E, se puder nos trazer feedbacks desse relatório, será de grande valia. A sua ajuda é fundamental para melhorarmos. Muito obrigado desde já.

Tudo menos bonds: um dólar fraco no mundo e um bull market generalizado

Parte importante do otimismo com ativos de risco brasileiros advém de fatores puramente exógenos. Não decorre de méritos próprios. Ou talvez, pior, decorra de deméritos próprios. Pode soar contraintuitivo, mas o fato de a América do Sul ter sido esquecida nos anos anteriores e de não estarmos tão inseridos nas cadeias de suprimento globais acaba nos beneficiando em termos relativos agora, num contexto em que o dinheiro começa a sair dos EUA para a periferia, sobretudo para aquela onde os valuations continuam baratos, e enfrentamos uma reordenação do comércio global.

Desde o começo do ano, num movimento catalisado pelo evento DeepSeek (quando a China se colocou formalmente como rival à altura dos EUA na inteligência artificial) e pelas incertezas provocadas pelo Trumpnomics, o mundo questiona o excepcionalismo norte-americano. O grande ciclo em favor do dólar, iniciado em 2010, quando o setor de tecnologia dos EUA dragava recursos e liquidez de todo o mundo, agora se inverte. O dólar se enfraquece perante as principais moedas – o DXY, cesta do greenback contra as principais divisas internacionais, atingiu seu menor patamar em quatro anos; o euro fez máxima em três anos contra o dólar.

Historicamente, ciclos de dólar fraco estiveram associados a vigorosas valorizações para os mercados emergentes.

Em paralelo, o mundo todo passa por um bull market (mercado de alta). O acrônimo “AIAI” (All In on Artificial Intelligence, ou “aposte tudo na inteligência artificial”) dá lugar ao “AIB” (Anything But Bonds, no sentido de que qualquer coisa sobe, à exceção dos títulos de renda fixa) ou ao batizado “Everything Rally” de 2025 (“rali de tudo”). O ouro renova máximas, o Bitcoin também; as bolsas europeias lideram as valorizações no ano, seguidas de outros mercados acionários em emergentes. Mesmo as bolsas norte-americanas, depois de uma correção no começo do ano, renovaram picos históricos, empurradas pelo otimismo com lucros corporativos, pela expectativa de novos cortes de juros pelo Fed (provavelmente em setembro) e pelo ambiente transformacional associado à inteligência artificial, cujos ganhos de produtividade nos colocam em paralelo com outras grandes revoluções ao longo da História, seja a Revolução Industrial ou, de forma ainda mais ambiciosa para alguns, a Revolução Agrícola.

Valuations descontados e posição técnica favorável

Como investidores de valor típicos, olhamos sempre o preço. A partir da comparação insistente entre as cotações de tela e os chamados valores intrínsecos (aqueles considerados justos, estimados com o devido conservadorismo e a devida margem de segurança), identificamos oportunidades. Se o preço está muito aquém do considerado justo, esse é certamente um fator importante. Comprar barato não é garantia total de retorno prospectivo, mas certamente facilita muito as coisas; muito melhor do que pagar caro.

Olhando os preços dos ativos brasileiros hoje, vemos as ações e os fundos imobiliários negociando com grande desconto em relação ao apontado pelos seus fundamentos objetivos e muito aquém de outros momentos da História. O Ibovespa negocia ao redor de 8x lucros, contra uma média histórica de 10,5x. O subapreçamento do SMAL11 (uma carteira de small e midcaps) é ainda mais destacado: ronda hoje 9x lucros, diante de um histórico de 14,8x. Somente para voltarmos ao cenário brasileiro típico, já teríamos potencial de valorização relevante. O dividend yield médio projetado tanto do IDIV (9%) quanto do Ibovespa (5,5%) estão altos para padrões históricos, o que, em outras situações, foi bom preditor de movimentos de valorização das ações.

Os fundos imobiliários negociam a 84% de seu valor patrimonial, sendo que consideraríamos justo algo mais alinhado com o book.

O barato não fica caro espontaneamente. Precisamos de catalisadores para um melhor apreçamento dos ativos brasileiros. Por isso, a mudança de ciclo em prol dos mercados emergentes é tão importante. Há também outros dois catalisadores bastante relevantes a favor das ações e dos fundos imobiliários: a provável queda da Selic mais à frente e a probabilidade de alternância do ciclo de economia política.

Selic em potencial queda ao longo de 2026

Entre os fatores de desinteresse do investidor pessoa física em Bolsa, sobretudo desde julho de 2021, quando se inicia um bear market (mercado de baixa) mais acentuado por aqui, está o aumento da taxa Selic. Com o juro básico a 15% ao ano, há poucos incentivos para o investidor levantar-se do sofá e incorrer em algum tipo de risco. Se temos um ativo de liquidez diária, sem volatilidade, com baixo risco e, muitas vezes, isento de imposto, a concorrência beira a deslealdade.

Contudo, há sinais inequívocos de que iniciaremos um ciclo de afrouxamento monetário entre o final deste ano e o início do ano que vem. As expectativas de inflação estão mais bem comportadas, os últimos sinais da inflação corrente sugerem dinâmica mais benigna do que o esperado, a atividade econômica local mostra evidências de desaceleração. Não podemos perder de vista também o nível muito restritivo da Selic. Com juro nominal de 15% e uma inflação de 4,5% (projetada para 2026), temos, grosseiramente, um juro real de 10,5%. É uma enormidade. Seria natural uma simples reversão à média, típica dos ciclos de política monetária.

Em paralelo, o Fed se encaminha para prováveis dois cortes de juros neste ano. Isso amplia o diferencial entre as taxas interna e externa, atrai capitais e ajuda a controlar o câmbio. Com o Banco Central dos EUA afrouxando o torniquete monetário, ganhamos graus de liberdade por aqui.

Ora, se a Selic em alta nos machucou tanto desde julho de 2021, o que deveria acontecer com os ativos de risco no momento de queda da taxa básica? A resposta não parece muito difícil.

A probabilidade de alternância do ciclo de economia política

Boa parte dos ciclos positivos dos mercados brasileiros e da América Latina estiveram associados à alternância do pêndulo de economia política em favor de uma orientação mais pró-mercado, reformista e fiscalista. O exemplo mais sintomático e recente está na Argentina, cujos mercados voaram com a eleição de Javier Milei – a rigor, o ciclo positivo por lá se inicia 14 meses antes das eleições, com a incorporação da mera probabilidade de alternância antecipadamente. O Brasil também guarda exemplos históricos disso. Quando Lula migra sua narrativa pré-eleições de 2002 para uma postura mais alinhada com a responsabilidade fiscal em seu primeiro mandato, os mercados locais respondem com uma expressiva valorização entre 2003 e 2007. Na mudança da administração Dilma Rousseff para Michel Temer, o comportamento é análogo.

Não estamos, com isso, cravando o resultado da eleição. Reconhecemos um Zeitgeist global pendendo mais à direita e contrário ao incumbente. Também seria razoável supor que, depois de o PT governar o país por 18 anos dos últimos 24, houvesse algum tipo de tendência à alternância

de poder, típica dos ciclos da América Latina. Contudo, não é possível neste momento antever o resultado do pleito. Não se trata disso.

O argumento aqui é que a mera probabilidade de mudança do ciclo de economia política em direção a uma maior responsabilidade fiscal e postura pró-mercado deveria fazer preço. Como há um evento grandioso à frente (eleições de 2026), a racionalidade sugere um apreçamento a partir do chamado modelo binomial, ou seja, o preço justo de um determinado ativo hoje é determinado pelo seu valor justo no caso de materialização do cenário A vezes a probabilidade do cenário A mais o valor justo no caso do cenário B vezes a chance do cenário B – tudo trazido a valor presente. A mera chance tem preço. Podemos “brincar” com as probabilidades e os valores justos em cada cenário como quisermos.

O fato é que o tal “trade eleitoral” entra nas cotações com mais vigor a partir do segundo semestre. Se não há na cabeça do investidor todo o formalismo de um modelo binomial, existe a intuição, que poderia ser descrita num raciocínio simples, do tipo: “Ora, eu não tenho quase nada de ações; sei que uma mudança do ciclo de economia política poderia trazer uma enorme valorização da Bolsa. Então, deixa eu comprar um pouquinho”. Todo mundo comprando um pouquinho faz preço.

Cumpre ainda registrar o óbvio: pessoas importam menos do que políticas efetivas. Seja lá quem for eleito em 2026, haverá de fazer um ajuste fiscal na sequência. Pelas regras do arcabouço em curso, temos uma trava na despesa total (não pode crescer mais de 2,5% em termos reais). Como as despesas obrigatórias estão vinculadas a indexadores que crescem muito rápido, isso implica um esmagamento das despesas discricionárias. Chegaremos ao absurdo aritmético de termos de incorrer em despesas negativas para cumprir o arcabouço. Como não podemos desafiar a matemática, temos contratado um ajuste à frente. Essa inexorável moderação do gasto político tende a comprimir os prêmios de risco associados aos ativos brasileiros.

Testando cenários positivos

Para dimensionar o tamanho da oportunidade, testamos alguns cenários construtivos. Mesmo em uma hipótese conservadora – apenas assumindo a volta dos múltiplos ao patamar histórico e projetando um crescimento de lucros de 15% –, o potencial médio de valorização das ações brasileiras gira em torno de 40%. Em cenários mais otimistas, com múltiplos de saída compatíveis com outros momentos de euforia cíclica no Brasil, esse número sobe para cerca de 65%. Em algumas small caps, a chance de dobrar ou até triplicar é concreta – e abordaremos isso ao longo do texto.

Pode parecer exagerado à primeira vista. Mas a História mostra que, nos momentos de virada, os movimentos reais costumam ser muito mais intensos e rápidos do que nossa mente linear é capaz de antecipar. Não se trata de abstração ou devaneio: ciclos anteriores no Brasil, com

paralelos objetivos ao atual, já proporcionaram multiplicações de capital fora do padrão. Não há garantia de que retornos passados se repitam no futuro. Mas é possível que estejamos diante de mais um ciclo dessa natureza.

Detalhamos a seguir cada uma dessas seções.

Índice

A Trincheira Tropical e o Elogio do Vira-Lata.....	7
Ações brasileiras: uma combinação de vetores para a alta	34
FII's: por que aumentar a exposição no segundo semestre?.....	50

A Trincheira Tropical e o Elogio do Vira-Lata

Felipe Miranda, CNPI
Matheus Spiess, CNPI

Georges Bernanos e Stefan Zweig, entre os maiores representantes da intelectualidade mundial de sua época, se encontraram no Brasil em 1942. A reunião se deu na fazenda de Bernanos, em Barbacena, onde se isolara para blindar-se, física e psiquicamente, das mazelas da Segunda Guerra. A bucólica e inesperada aproximação está descrita no livro *Trincheira Tropical: A Segunda Guerra Mundial no Rio*, de Ruy Castro.

Nele, o autor conta, com a habilidade costumeira, a história de 1935 a 1945 na capital fluminense, a partir da divisão ideológica interna entre os comunistas, os integralistas e os defensores da democracia liberal.

Entre inúmeras situações e personagens interessantes, algumas questões em particular chamam especial atenção: a chegada de imigrantes fugindo da guerra, como Paulo Ronai e Otto Maria Carpeaux, e a participação brasileira no fornecimento de materiais básicos a adversários da Alemanha nazista. Nesse contexto se insere a “Política de Boa Vizinhança”, implementada pelo governo Roosevelt desde 1933 com o objetivo de estreitar laços com a América Latina – interessavam aos EUA nossa capacidade de fornecer produtos e as bases militares do Nordeste. Walt Disney não veio somente para criar o Zé Carioca, tampouco Orson Welles estava apenas interessado em documentar a realidade local.

Enquanto isso, no resto do mundo, o isolamento geográfico da América do Sul e sua capacidade de prover o mundo com energia e comida, elementos fundamentais numa guerra, emergiam como diferenciais relevantes. De repente, o Rio de Janeiro, que em 1934 havia sido batizada oficialmente de “Cidade Maravilhosa” com a marchinha de André Filho, era uma das cidades mais vibrantes do mundo.

Ruy Castro é sempre uma boa leitura, mas ganha contornos especialmente convidativos agora. Se a política internacional passa a ser tão importante a ponto de penetrarmos uma nova fase, em que saímos do liberalismo em direção a uma geo-economia, com fatores como segurança e poder até se sobrepondo à eficiência econômica propriamente dita, estar na América do Sul não parece exatamente uma má ideia.

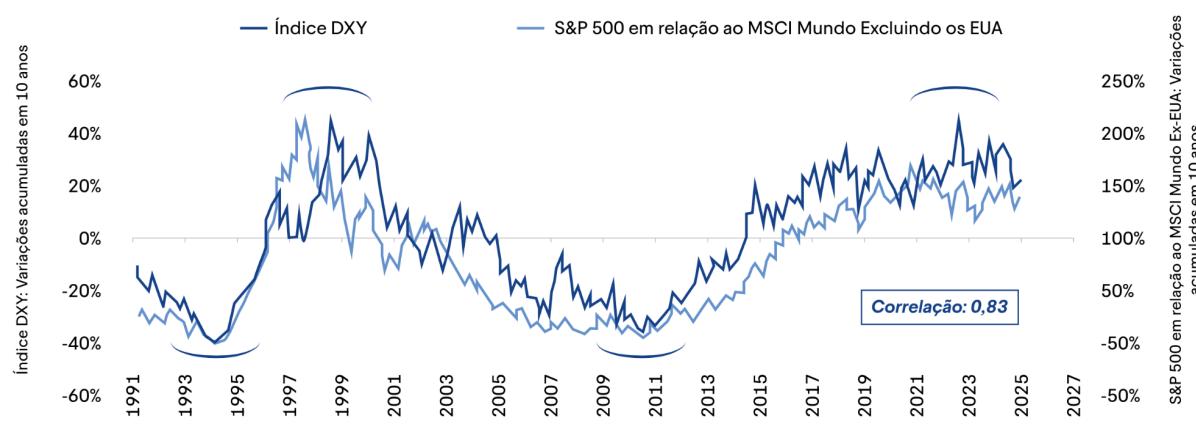
Num ambiente em que o mundo começa a questionar o excepcionalismo norte-americano, a partir do fatídico evento DeepSeek e das incertezas provocadas pelo Trumpnomics, a necessidade de diversificação para jurisdições além dos EUA nos coloca em boa posição. A “Trumpulência”, para usar a brincadeira de Marcos Troyjo para descrever um cenário de

opulência americana e turbulência global, interrompe uma tendência iniciada ainda em 2010, quando a tecnologia norte-americana atraía recursos de todo o mundo. Ali estava o megatrend plurianual de crescimento. Ninguém precisava comprar mercados emergentes, pois a expansão dos lucros estava na magnificência das big techs. E assim tivemos um ciclo bem desfavorável das moedas das periferias e muito construtivo para o dólar. O Brasil, claro, sofreu com isso.

O gráfico abaixo mostra a forte correlação entre o desempenho relativo das ações americanas (S&P 500 em relação ao MSCI Mundo Excluindo os EUA) e a variação do dólar (índice DXY) ao longo de períodos de 10 anos. Ele sugere que, quando o dólar se fortalece ao longo de uma década, o mercado americano tende a superar os demais mercados globais, e o oposto também é verdadeiro. Essa relação – quantificada por uma correlação de 0,83 – reforça a ideia de que a força da moeda americana tem impacto direto sobre o desempenho relativo dos ativos nos EUA, influenciando fluxos globais de capital e a atratividade comparativa dos mercados.

Gráfico 1: EUA em relação ao Resto do Mundo vs. Dólar

Variações Acumuladas em 10 anos

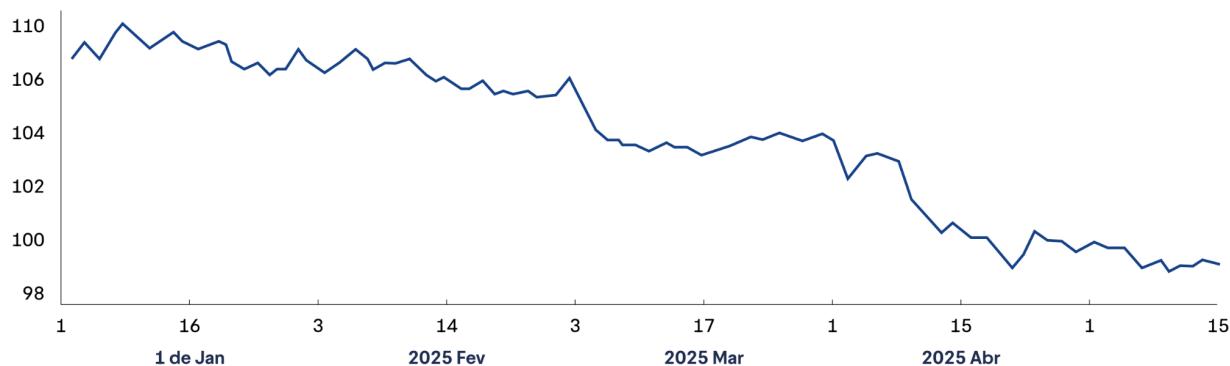


Elaboração: Empiricus.
Fonte: Bloomberg.

Desde o início de 2025, assistimos a uma reversão estrutural: o dólar passou a perder valor globalmente. A moeda americana atingiu o menor nível em quatro anos diante de uma cesta de divisas de países desenvolvidos e o menor patamar em três anos em relação ao euro. O gráfico abaixo ilustra a trajetória descendente do índice DXY – que mede o desempenho do dólar em comparação a esse conjunto de moedas – entre janeiro e meados de julho de 2025. Essa desvalorização reflete um enfraquecimento do dólar e abre espaço para um ambiente mais construtivo para ativos internacionais e para o mercado de commodities, ambos tradicionalmente beneficiados por um dólar mais fraco.

Gráfico 2: Índice do Dólar Americano (DXY)

Desempenho do dólar ao longo do primeiro semestre de 2025



Elaboração: Empiricus.

Fonte: Bloomberg.

Historicamente, enfraquecimentos do dólar estiveram bastante associados à valorização dos mercados emergentes. Há ciclos muito claros e demarcados dessa dinâmica envolvendo o excepcionalismo norte-americano e sua redução. Eles duram anos e costumam ser bastante intensos. Numa simplificação grosseira, quando o excepcionalismo norte-americano está em alta, os emergentes perdem espaço – e vice-versa.

De 1988 a 1994, observou-se um grande bull market em mercados emergentes, catalisado pelo colapso da União Soviética e pela transição de vários países do socialismo para o capitalismo. Desde 1991, a Índia mudou seu modelo em direção a medidas pró-mercado. Deng Xiaoping intensificou a adoção de políticas menos ideológicas e mais alinhadas ao capital a partir de 1992, em sua famosa viagem ao sul. Os sistemas bancários do México e do Brasil foram fortalecidos, privatizados e mais bem regulados. A Malásia ascendia com grande entusiasmo, capturando o interesse da comunidade financeira internacional.

Entre 1995 e 2001, a coisa virou. Dois elementos principais interromperam o mercado de alta e iniciaram um longo inverno. O primeiro intrínseco aos emergentes: uma série de decisões populistas de política econômica, excesso de alavancagem e de dívida externa. O segundo atrelado ao interessante crescente nos ganhos de produtividade e na revolução digital produzida pela internet. Todos só queriam saber de “US tech”, pois lá estava o crescimento, podendo dispensar o interesse pelo agora chamado sul global. A partir de 1995, foram caindo um por um. A moeda da Indonésia perdeu 95% de seu valor; o México passou pela crise da Tequila em 1995; em 1997 os tigres asiáticos colapsaram; em 1998/99 observamos a crise russa do LTCM. Qualquer similaridade do frenesi ponto.com do final dos anos 1990 com a narrativa atual de inteligência artificial pode não ser mera coincidência.

Como árvores não crescem até o céu, todo carnaval tem seu fim e bolhas inflam até o momento em que estouram, o excessivo e exclusivo interesse na tecnologia norte-americana eclodiu. A bolha ponto.com estourou, os déficits gêmeos dos EUA pesaram sobre o dólar, e Wall Street teve, literalmente, uma década perdida. Isso deu lugar a um longevo bull market entre 2001 e 2010 para os mercados emergentes, estimulado por melhorias de política econômica e crescimento dos lucros corporativos. O milagre chinês acontecia, sustentando o preço de commodities e alimentando ganhos nos termos de troca para mercados emergentes. Foi justamente nesse período que Jim O'Neill cunhou o termo BRIC, para destacar como Brasil, Rússia, Índia e China poderiam liderar o crescimento global à frente.

Mas, então, uma série de políticas econômicas contrárias à ortodoxia (o BNDES brasileiro ficou maior do que o Banco Mundial!), limites ao modelo de crescimento chinês (japanização da China e dificuldades de estimular o consumo doméstico) e, de novo, o interesse crescente na tecnologia norte-americana, com toda a sua narrativa transformacional em torno da inteligência artificial e seu aspirador de pó na liquidez global, trouxe um longo bear market para os emergentes. Os BRICs deram lugar a outra expressão, mais preocupante, cunhada pelo Morgan Stanley: “The Fragile 5”, o grupo de cinco frágeis formado por África do Sul, Índia, Indonésia, Turquia e Brasil. A retórica predominante era do AIAI, “All In On Artificial Intelligence”. Mais uma vez, os emergentes sucumbiram para o excepcionalismo norte-americano.

É justamente esse ciclo iniciado em 2010 que pode estar se encerrando agora. Não precisamos estar diante da queda do império norte-americano, do encerramento do dólar como reserva de valor global, do fim total do excepcionalismo norte-americano. Temos evitado adotar expressões tão contundentes. Até porque não precisamos delas. Adotamos aqui o termo “redução do excepcionalismo norte-americano”. Uma mera redução da distância e uma diversificação para além do dólar. Se, antes, o investidor global tinha 70% ou 80% de seus ativos em dólar, agora ele pode ter algo mais perto de 60%. Essa readequação pode implicar trilhões de dólares. É brutal.

O dólar, que antes era um grande aspirador de pó secando a liquidez de mercados emergentes, agora atua como uma mangueira que alimenta fluxo para as periferias, outras jurisdições e outras classes de ativos.

Não à toa, saímos da narrativa do “AIAI” (All In on Artificial Intelligence) para o acrônimo “ABI” (Anything But Bonds; tudo sobe, com exceção dos bonds) ou da retórica do “everything rally” (tudo sobe em 2025).

As bolsas europeias lideram as altas em âmbito global, há mercados emergentes subindo cerca de 50% em dólares, o ouro renova máximas, o Bitcoin também. Os índices de ações norte-americanas, que encontraram uma correção no começo do ano, se recuperam rapidamente, também testando picos históricos, empurrados por bons lucros corporativos, uma

economia resiliente, otimismo com a revolução da inteligência artificial e seus impactos sobre produtividade e prognóstico de corte dos juros pelo Fed – o consenso sugere duas reduções neste ano, seguidas por outras diminuições em 2026. O juro menor nos EUA ajuda a empurrar os recursos para a periferia. E, como não há um substituto claro e uníssono ao dólar, todo o resto abocanha a sua fatia.

A tabela abaixo mostra o desempenho dos principais ETFs de ações globais em 2025, até o começo de julho, medido em dólares. Os dados revelam uma ampla dispersão entre países e regiões, com destaque para os mercados da Europa Central e do Leste Europeu. Polônia (EPOL), Grécia (GREK) e Espanha (EWP) lideraram os retornos no ano, com altas de 60%, 56,9% e 45,4%, respectivamente. O Brasil (EWZ) também teve desempenho expressivo, subindo 32,4%, acima da média dos mercados emergentes. Por outro lado, os EUA (SPY) tiveram retorno modesto de 8,5%. O movimento sugere que o fluxo de capital favoreceu mercados fora dos EUA, especialmente na Europa, sinalizando uma possível rotação geográfica nos investimentos em ações globais.

Tabela 1: ETFs de Ações Globais

Retornos Totais em 2025 (em US\$)

País/Região	Ticker	Retorno Total 2025	País/Região	Ticker	Retorno Total 2025	País/Região	Ticker	Retorno Total 2025
Polônia	EPOL	60,0%	Suécia	EWD	25,0%	Canadá	EWC	12,6%
Grécia	GREK	56,3%	Europa	VGK	24,0%	Taiwan	EWT	12,0%
Espanha	EWP	45,4%	Paises Baixos	EWN	23,9%	Austrália	EWA	11,9%
Áustria	EWO	43,9%	Hong Kong	EWH	23,7%	Japão	EWJ	11,7%
Coreia do Sul	EWY	42,7%	França	EWQ	23,1%	Mundo Total	VT	11,4%
Itália	EWI	40,4%	Bélgica	EWK	21,9%	Filipinas	EPHE	9,5%
Colômbia	COLO	34,2%	Suíça	EWL	21,7%	Dinamarca	EDEN	9,0%
Alemanha	EWG	33,2%	Vietnã	VNM	21,6%	EUA	SPY	8,5%
México	EWW	32,6%	Kuwait	KWT	21,4%	Catar	QAT	6,9%
Brasil	EWZ	32,4%	EAFFE	IEFA	21,4%	Índia	INDA	6,3%
África do Sul	EZA	32,0%	Singapura	EWS	21,2%	Argentina	ARGT	2,9%
Finlândia	EFNL	31,7%	Reino Unido	EWU	20,9%	Nova Zelândia	ENZL	2,2%
Chile	ECH	28,9%	Mundo exceto EUA	ACWX	19,9%	Malásia	EWM	1,6%
Zona do Euro	EZU	28,7%	Emirados Árabes	UAE	17,9%	Indonésia	EIDO	-1,6%
Peru	EPU	28,6%	China	MCHI	17,5%	Arábia Saudita	KSA	-3,6%
Noruega	NORW	28,6%	Mercados Emergentes	IEMG	17,5%	Turquia	TUR	-6,2%
Israel	EIS	26,5%	Irlanda	EIRL	16,7%	Tailândia	THD	-11,4%

Elaboração: Empiricus.
Fonte: Bloomberg.

O Brasil, que se tornou um mercado pouco líquido e com pouca penetração nas carteiras globais, é candidato a atrair recursos estrangeiros. Com efeito, já o tem feito: até o momento deste

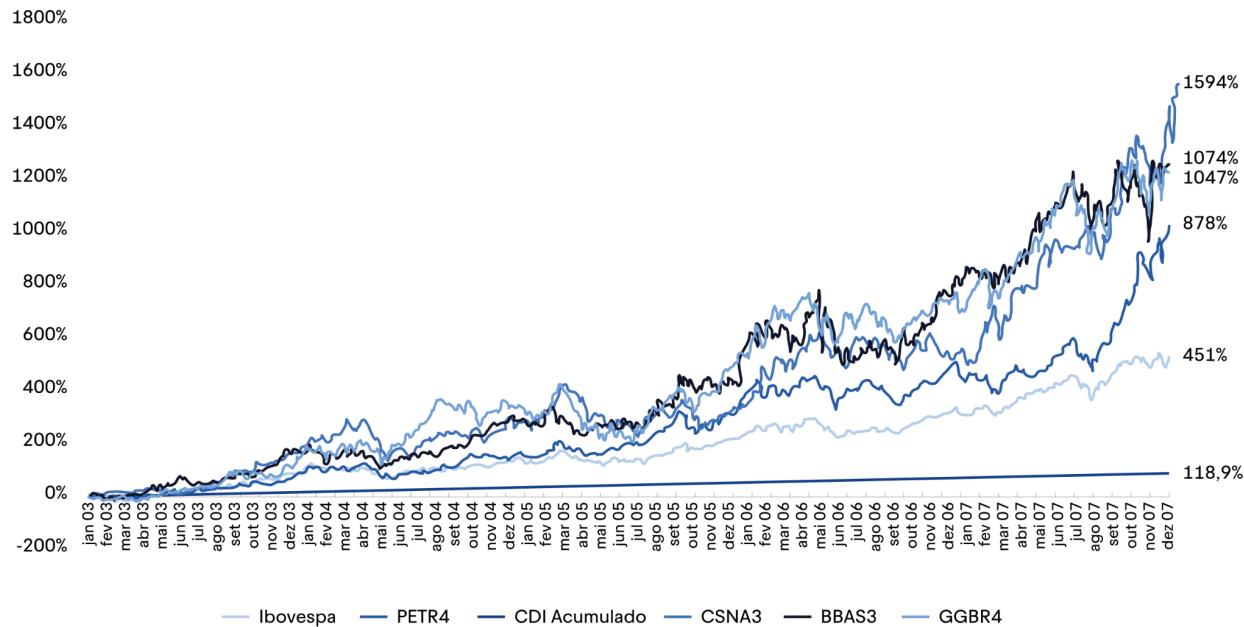
relatório há uma entrada líquida de cerca de R\$ 20 bilhões de gringos (índice + ações à vista) em 2025 na B3. Ou seja, não se trata de uma projeção de futuro, mas de uma dinâmica já em curso.

Sim, eu sei. Não é fácil defender o investimento em ações e fundos imobiliários brasileiros neste momento. O último ciclo foi bastante longo e negativo. O investidor, machucado pelas perdas acumuladas desde julho de 2021, agora se afasta. A Selic muito alta e toda a incerteza sobre a atual política econômica, sem a garantia de alternância de poder em 2026, tornam a segurança da renda fixa um convite quase irrecusável.

Não se deve confundir um ciclo ruim – ainda que longo e desgastante – com a ideia equivocada de que uma classe inteira de ativos financeiros esteja condenada para sempre. O investidor mais experiente certamente se recorda de fases marcantes, como o ciclo de 2016 a 2019 ou, voltando ainda mais, o período entre 2003 e 2007, quando o mercado brasileiro entregou retornos extraordinários. Multiplicações de capital investido da ordem de 5, 10, até 20 vezes foram não apenas possíveis, mas relativamente acessíveis. Nos gráficos abaixo, podemos ver alguns exemplos desses desempenhos nas janelas mencionadas.

Gráfico 3: Valorização das principais ações

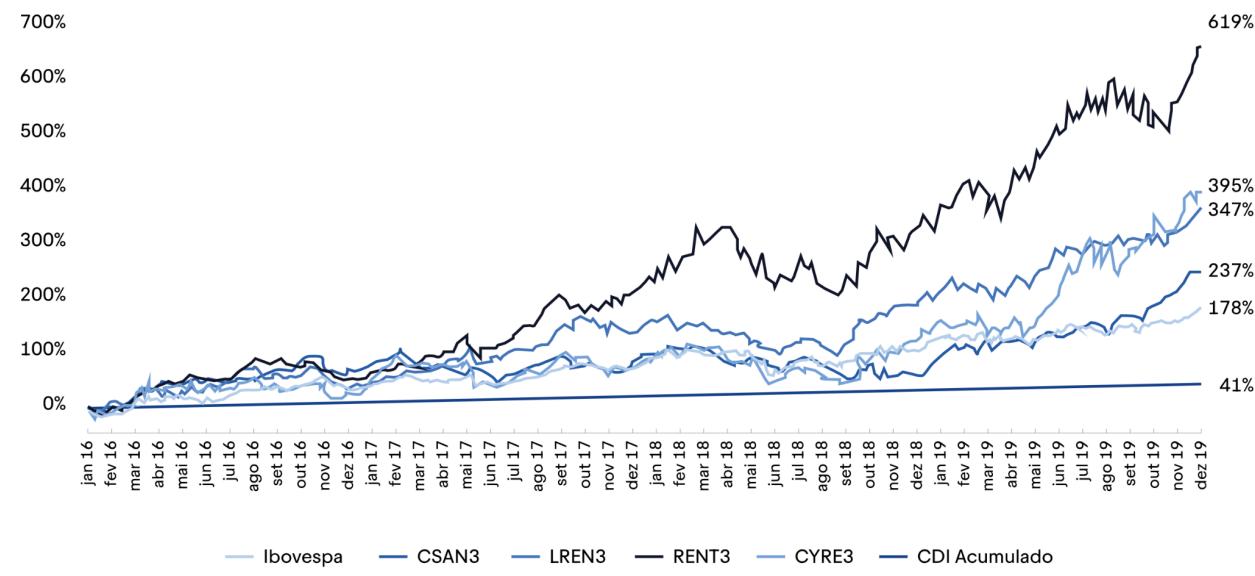
De 2003 a 2007



Elaboração: Empiricus.
Fonte: Bloomberg.

Gráfico 4: Valorização das principais ações

De 2016 a 2019



Elaboração: Empiricus.

Fonte: Bloomberg.

Capturar apenas um desses grandes ciclos pode ser suficiente para transformar a trajetória patrimonial de um investidor. Descartar essa possibilidade com base no pessimismo do presente é, no mínimo, um erro de perspectiva.

Há paralelos importantes com aquelas situações e a atual. Além do movimento cíclico de um dólar mais fraco e de um ambiente estruturalmente mais favorável a mercados emergentes, oferecemos elementos domésticos atrativos também.

O primeiro é a atratividade dos valuations. Pagar barato não é garantia de retorno, claro, mas é melhor do que pagar caro. Na comparação entre preço e valor intrínseco, temos muito mais margem de segurança se adquirimos um ativo com grande desconto em relação a seu valor justo. Assim, garantimos uma assimetria à direita, mais convidativa, com muito mais espaço para subir do que para cair.

A relação Preço sobre Lucro do Ibovespa neste momento ronda 8,3x. Isso se compara a 10,5x da média histórica e a 14x de maior otimismo com a evolução dos lucros corporativos. Interessante notar que o desconto acontece mesmo enquanto os lucros crescem em ritmo interessante, entre 15% e 20%. Ao mesmo tempo, o dividend yield médio (IDIV) está em torno de 9,5%. Ao longo do tempo, retornos altos em dividendos foram um bom indicador antecedente para a valorização prospectiva das ações.

Vale a lembrança do artigo acadêmico de John Cochrane que merece atenção redobrada – não apenas pelo conteúdo mas pela forma. No estudo, Cochrane apresenta evidências robustas de que a dinâmica dos proventos, em especial os dividend yields, tem valor preditivo relevante para os retornos futuros das ações. O texto original é uma aula de clareza e rigor: direto, bem-escrito e livre dos vícios pedantes que costumam infestar a literatura econômica.

Sem renunciar à sofisticação analítica, Cochrane estrutura sua tese com base em uma regressão linear simples, cujos coeficientes ajudam a medir a relação entre os dividend yields e os retornos prospectivos. Tudo começa com uma tabela – e dela deriva um gráfico que, mais do que ilustrar, evidencia a força do argumento.

Tabela 2: Resultados Estatísticos do Artigo de John Cochrane

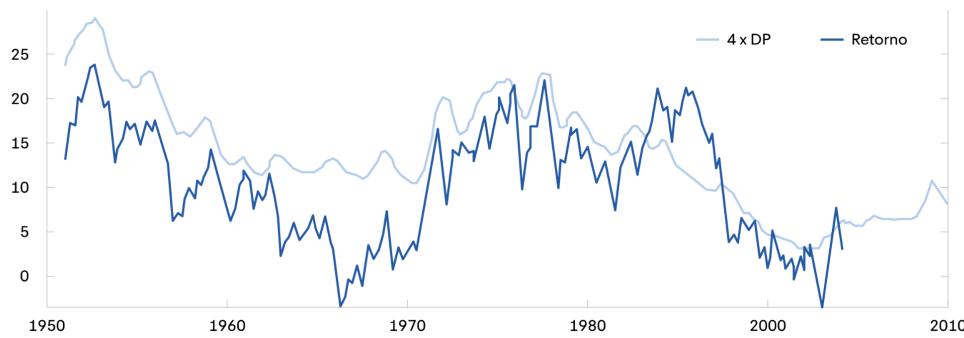
Horizon k	b	t(b)	R ²	o [E _t (R ^e)]	o [E _t (R ^e)] / E(R ^e)
1 year	3.8	(2.6)	0.09	5.46	0.76
5 years	20.6	(3.4)	0.28	29.3	0.62

Elaboração: Empíricus.

Fonte: Artigo "Discount Rates" de John Cochrane.

Apesar do R² modesto no recorte de um ano, o coeficiente “b” chama atenção: sua magnitude revela significância estatística relevante – e, mais importante, uma expressiva significância econômica. A partir desse ponto já se delineia a robustez do achado, especialmente porque o R² se amplia consideravelmente à medida que o horizonte temporal se estende – alcançando 28% em janelas de cinco anos, por exemplo. Ou seja, a equação para o horizonte de um ano indica que um aumento de 1 ponto percentual no dividend yield médio tende a se refletir em quase 4 pontos percentuais a mais no retorno esperado. Impressiona – e com razão. Essa correlação direta entre proventos e desempenho futuro fica ainda mais evidente no gráfico abaixo.

Gráfico 5: 4 x DP e Retorno dos próximos 7 anos anualizados



Elaboração: Empíricus.

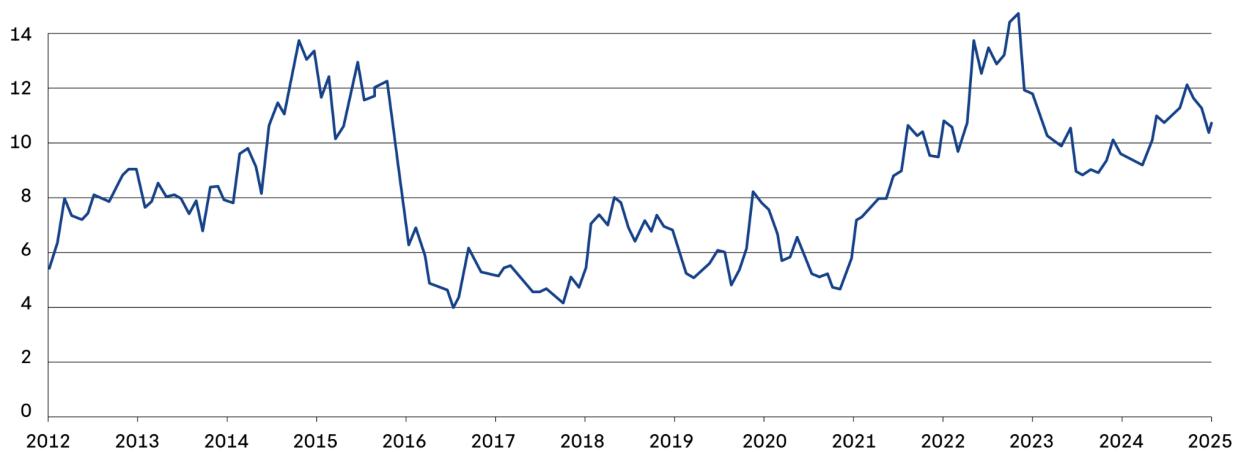
Fonte: Artigo "Discount Rates" de John Cochrane.

A evidência empírica sugere uma correlação significativa entre dividend yields elevados e retornos futuros mais robustos – no caso ilustrado pelo gráfico, com uma defasagem de sete anos. Em outras palavras, yields altos tendem a antecipar bons ventos para o desempenho das ações.

Nesse contexto, o cenário atual se mostra especialmente promissor: o IDIV opera com um dividend yield corrente de 9,5% e um forward de 12 meses em 9,0% – ambos níveis bastante atraentes e, o que é ainda melhor, com baixa interferência das distorções típicas de VALE e PETR.

Gráfico 6: Dividend Yield do IDIV

Em %



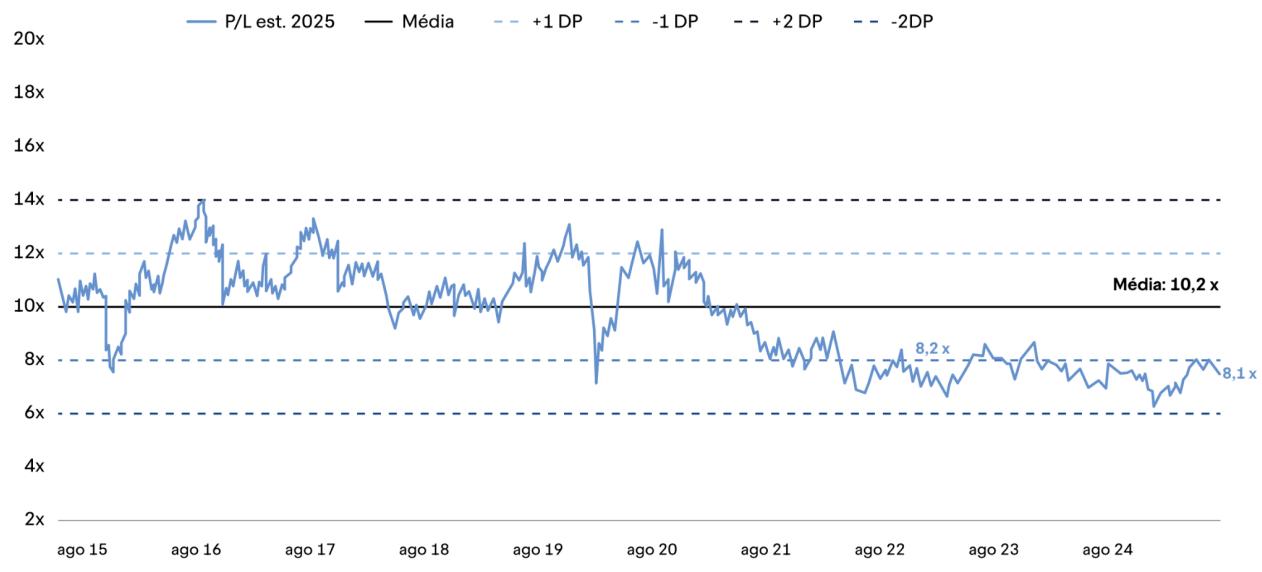
Elaboração: Empiricus.
Fonte: Bloomberg.

Naturalmente, não há garantias de que um dividend yield elevado se traduzirá, de forma automática, em retornos superiores nos próximos sete anos. No entanto, as probabilidades apontadas pelo estudo clássico de Cochrane estão claramente do nosso lado – e, em investimentos, isso já é muito.

Os gráficos abaixo ilustram o argumento do subapreçamento das ações brasileiras.

Gráfico 7: P/E para os próximos 12 meses do Ibovespa

Em vezes (x)

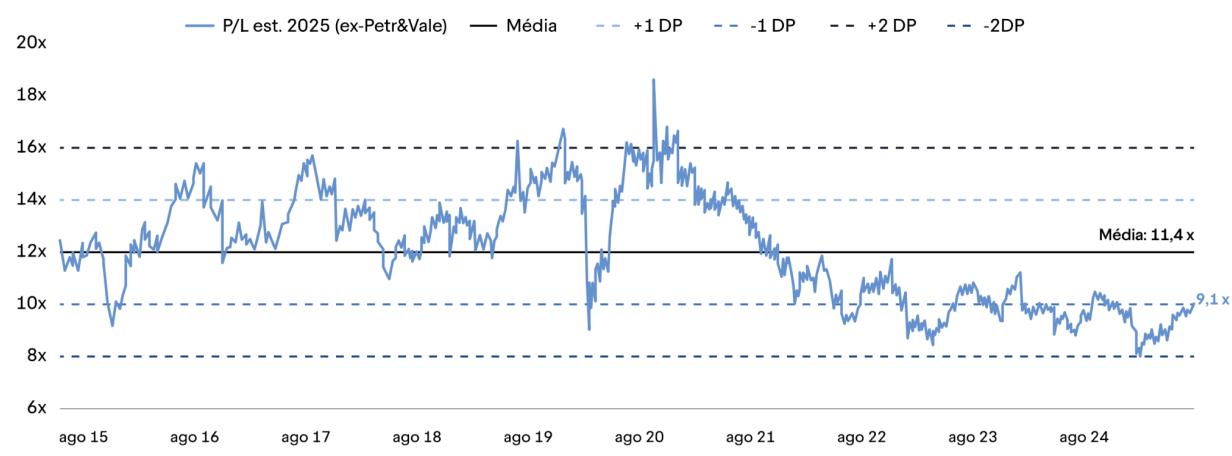


Elaboração: Empiricus.

Fonte: Bloomberg.

Gráfico 8: P/E para os próximos 12 meses do Ibovespa (ex PETR & VALE)

Em vezes (x)

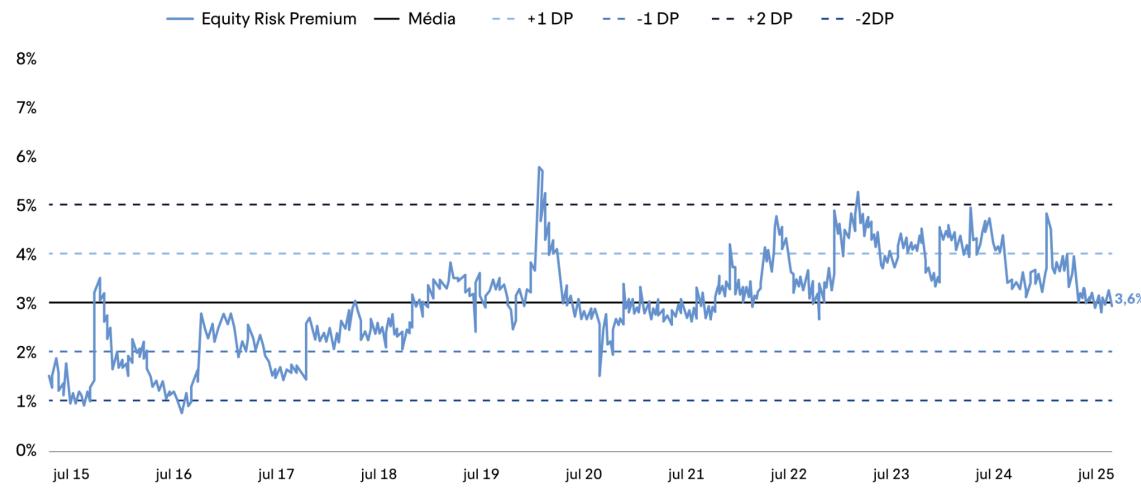


Elaboração: Empiricus.

Fonte: Bloomberg.

Gráfico 9: Equity Risk Premium do Ibovespa (ex PETR & VALE)

Em %



Elaboração: Empiricus.

Fonte: Bloomberg.

Quando olhamos para o universo das ações de menor liquidez, o grau de atratividade se torna ainda mais evidente. Mesmo sob premissas conservadoras, é possível identificar papéis com potencial de valorização expressivo. Vale lembrar que, em ciclos anteriores de maior apetite por risco no mercado brasileiro, o índice SMAL11 – que representa justamente esse segmento – já chegou a ser negociado a múltiplos próximos de 20 vezes lucros. Em outras palavras, caso o ambiente volte a se tornar mais construtivo, não seria exagero falar na possibilidade de o índice, como um todo, dobrar de valor.

Gráfico 10: P/E para os próximos 12 meses do Índice de Small Caps

Em vezes (X)



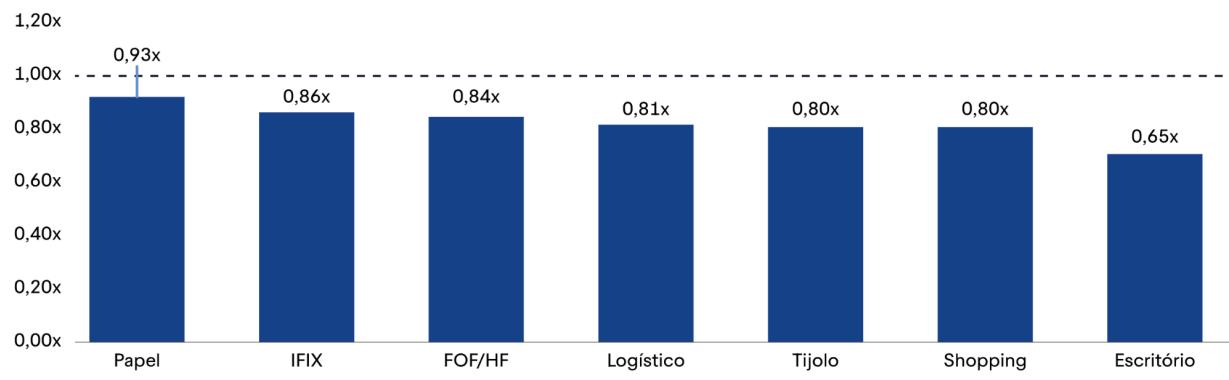
Elaboração: BTG Pactual.

Fonte: Bloomberg.

Conclusão semelhante pode ser extraída do universo dos fundos imobiliários e de seus descontos diante do valor patrimonial.

Gráfico 11: P/VP por segmento

Média dos fundos de cada setor



Elaboração: Empiricus e BTG Pactual.

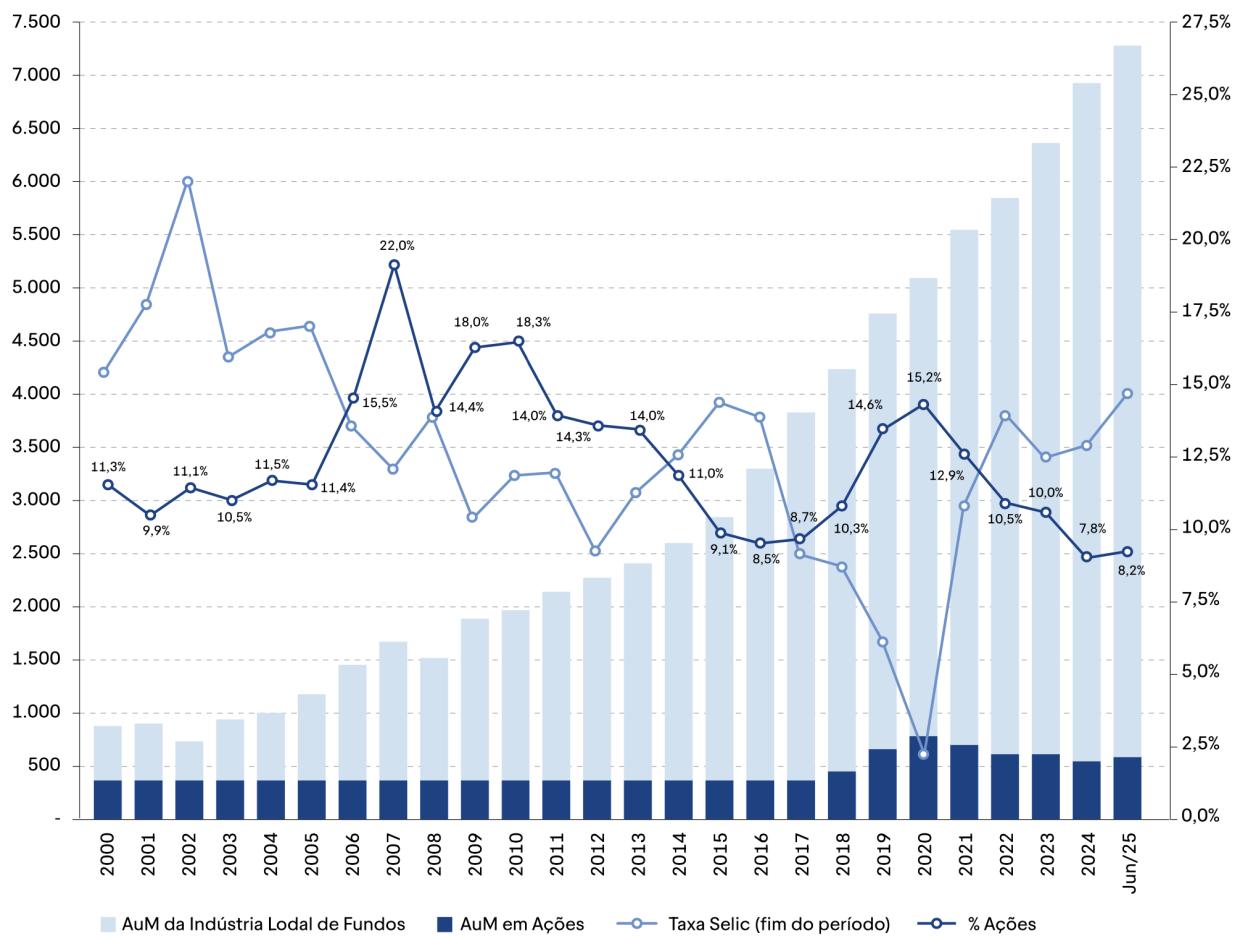
Fonte: Economática.

Além de o Brasil estar barato, seus ativos de risco estão pouco presentes nas carteiras dos investidores, sejam estrangeiros, institucionais ou pessoas físicas.

Por anos, estivemos alijados do fluxo capital internacional, assim como toda a América do Sul. A posição da indústria brasileira de fundos em ações é hoje uma das menores da série histórica. E o investidor pessoa física, em sua maioria, só quer saber de LCIs, LCAs, CRIs, CRAs, fundos de crédito, FDICs e debêntures incentivadas.

Gráfico 12: Alocação anual em ações por fundos locais

Em R\$ bilhões e em %



Elaboração: Empiricus e BTG Pactual.

Fonte: Económatica.

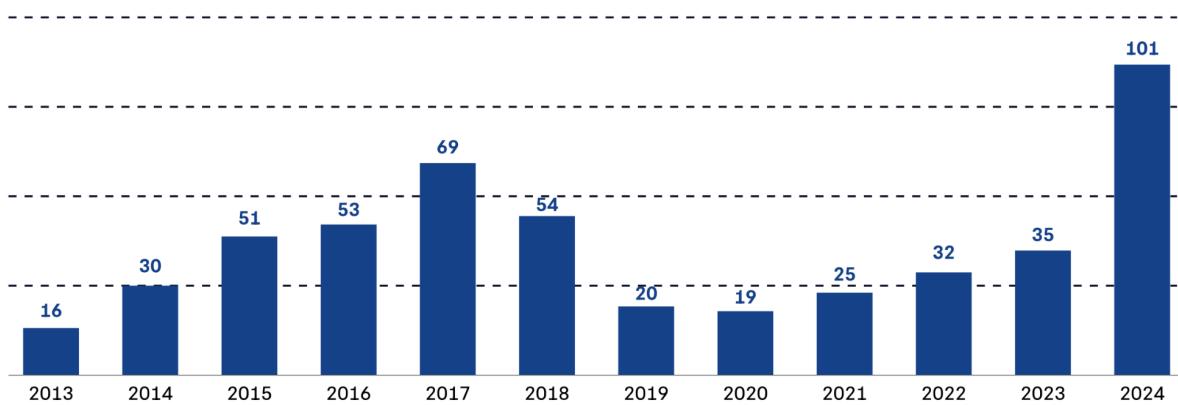
Quase ninguém tem bolsa no Brasil. Castigadas pelo ciclo negativo, a maioria das pessoas abandonou as ações e os fundos imobiliários. Mas é justamente esse desinteresse histórico que os tornou tão baratos e tão underowned (posição pequena nos portfólios). Há uma máxima do value investing, proposta por Warren Buffett: tenha medo quando as pessoas forem gananciosas, seja ganancioso quando as pessoas estiverem com medo. Poucas vezes houve tantas pessoas com tanto medo das ações brasileiras.

Não é apenas o valuation atrativo ou a posição técnica favorável que sustentam essa leitura. Há uma série de sinais – ainda que anedóticos – apontando na mesma direção. Caminhamos para completar quatro anos consecutivos sem uma única abertura de capital no Brasil. Janelas de IPOs fechadas por tanto tempo são um dos indicadores mais clássicos de mercado deprimido – o

exato oposto de ciclos em que se anunciam três IPOs por semana, euforia que quase se pode tocar. Hoje, temos mais de uma centena de programas de recompra de ações em andamento. Os insiders – aqueles que conhecem a fundo a realidade das empresas – estão comprando. Nenhum está vendendo. Não há IPOs, nem follow-ons. E, como se sabe, quem conhece bem os negócios das companhias “por dentro” dificilmente erra na direção.

Gráfico 12: Recompras em alta

Processos abertos e comunicados pelas empresas



Elaboração: Empíricus.
Fonte: CVM.

Obviamente, o barato não fica caro espontaneamente. Precisamos de catalisadores para melhorar o apreçamento dos ativos de risco brasileiros. O primeiro já foi devidamente explorado: a mudança de ciclo em favor de mercados emergentes, depois de 15 anos de vento contra. Isso é grandioso. Mas não se trata de um bull market estruturado apenas na voz passiva. Temos também elementos domésticos importantes contratados.

Entre os mais relevantes, se insere o prognóstico de queda da taxa Selic. O afrouxamento monetário vai acontecer, primeiramente, por conta de seu caráter cíclico. Apertamos o torniquete a tal ponto que seria natural esperar um relaxamento agora. Estamos muito acima do juro neutro. Isso engendra desaceleração da atividade e comportamento mais benigno da inflação, o que permite redução da taxa básica no futuro. É fundamento elementar de política monetária. Com a Selic a 15% e a inflação projetada em 4,5% para o ano que vem, já dentro da banda superior do intervalo da meta, falamos, grosseiramente, de um juro real ex-ante de 10,5%. É muita coisa.

A inflação corrente começa a emitir sinais qualitativos um pouco mais benignos. Para ilustrar, a deflação no atacado já se aproxima de 2% ao mês, enquanto os principais índices de preços ao consumidor vêm, em geral, surpreendendo positivamente – abaixo das projeções e com uma composição mais favorável. Os destaques ficam por conta da desaceleração nos preços de

serviços e de núcleos de inflação mais comportados, indicando uma dinâmica interna mais benigna do que se observava anteriormente.

As expectativas de inflação recuam há semanas sucessivas no Focus. O câmbio está muito mais apreciado e menos volátil. O carry trade (diferencial de juros domésticos internacionais) é enorme e atrai capitais internacionais, devendo aumentar ainda mais conforme o Fed corte suas taxas a partir de setembro. Isso flerta com a possibilidade de nova rodada de apreciação cambial. A atividade doméstica emite sinais um pouco mais pronunciados de desaceleração.

Um exemplo recente dessa perda de fôlego vem do IBC-Br, indicador do Banco Central que antecipa o comportamento do PIB. Em maio, o índice registrou queda de 0,7%, resultado significativamente abaixo das expectativas do mercado. As surpresas negativas foram generalizadas, atingindo todos os setores.

Tabela 3: IBC-Br

Comparação mensal

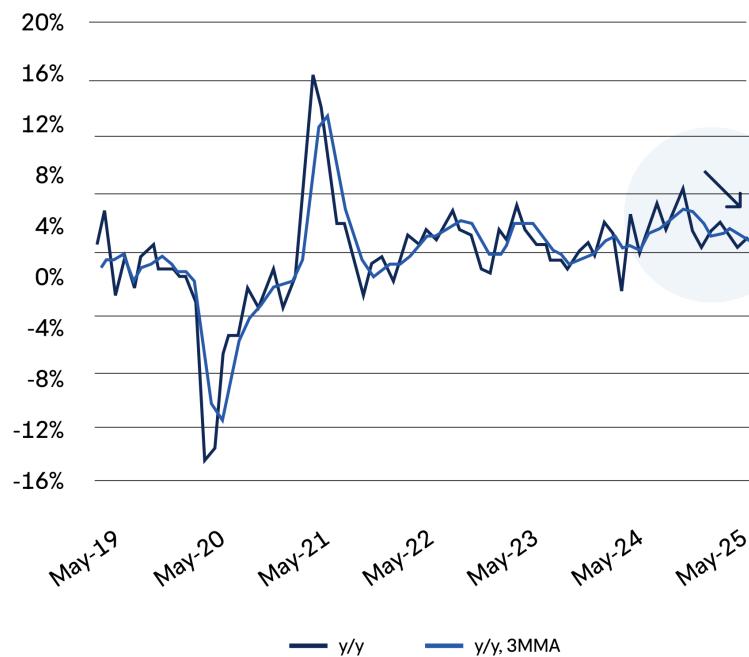
	m/m s.a.		
	Mar-25	Apr-25	May-25
IBC-BR	0,6%	0,1%	-0,7%
IBC-BR Agropecuary	-0,4%	-0,9%	-4,2%
IBC-BR Industries	2,6%	-1,2%	-0,5%
IBC-BR Services	0,0%	0,4%	0,0%
IBC-BR Taxes	0,1%	0,2%	-1,0%
IBC-BR Ex-Agropecuary	0,6%	0,1%	-0,3%

Elaboração: BTG Pactual.

Fonte: BCB

Gráfico 14: IBC-Br

Comparação anual



Elaboração: BTG Pactual.

Fonte: BCB.

Gráfico 15: IBC-Br ex-agro

Comparação anual

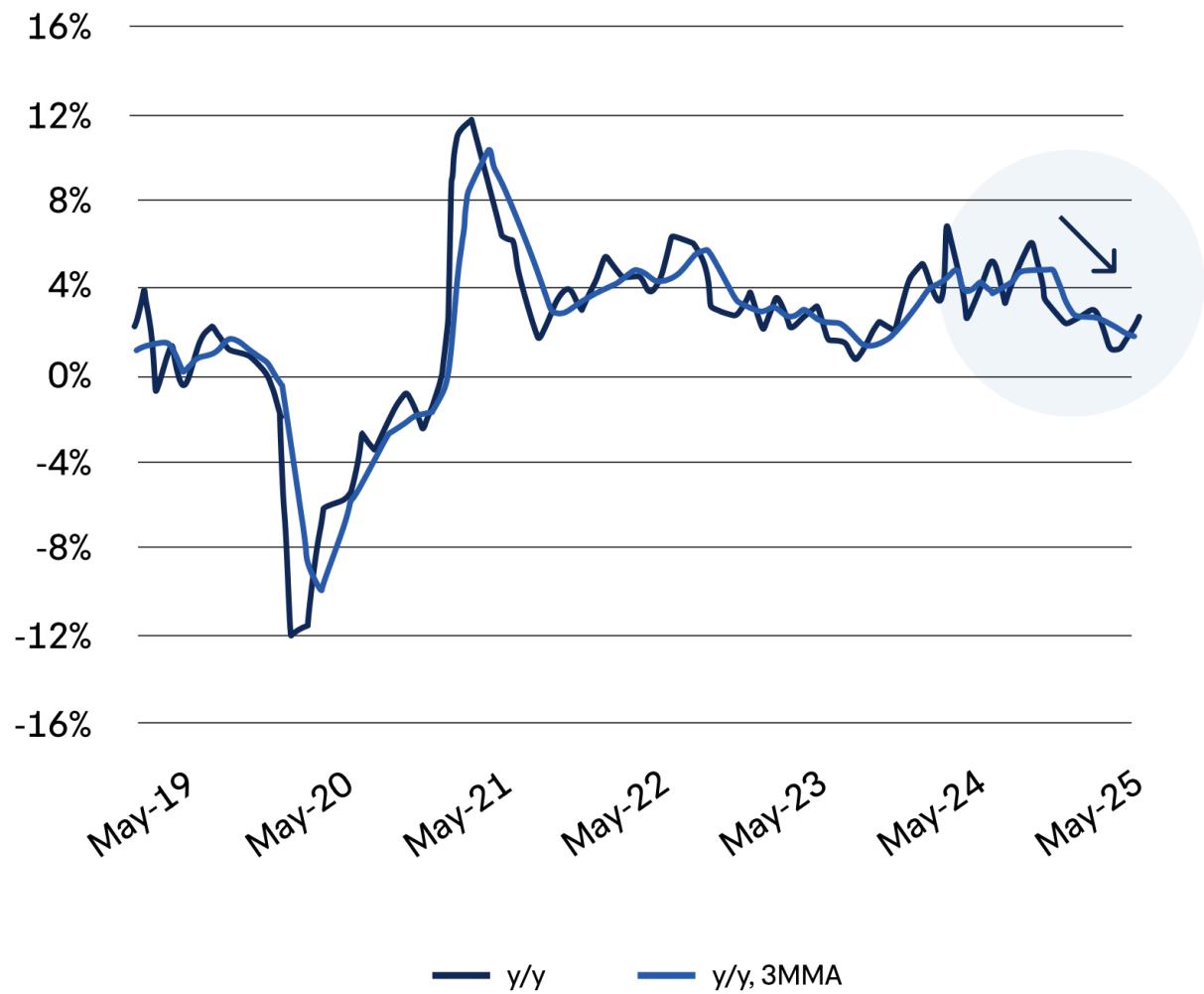


Elaboração: BTG Pactual.

Fonte: BCB.

Gráfico 16: IBC-Br Serviços

Comparação anual



Elaboração: BTG Pactual.

Fonte: BCB.

Outros dois indicadores reforçam esse quadro de desaceleração. A produção da indústria recuou 1,3% na comparação anual, frustrando as expectativas do mercado e sinalizando perda de tração no setor. Já o crescimento da renda disponível também começa a mostrar sinais de esgotamento, com os rendimentos nominais dando indícios de acomodação.

Gráfico 17: Produção Industrial | Cíclico versus Não Cíclicos

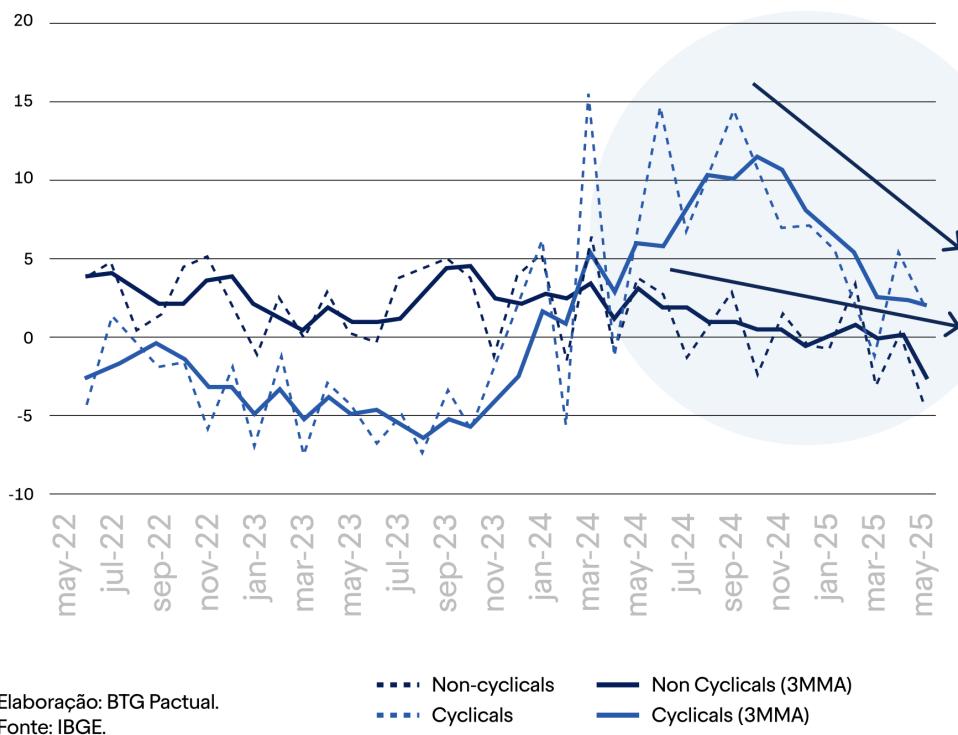
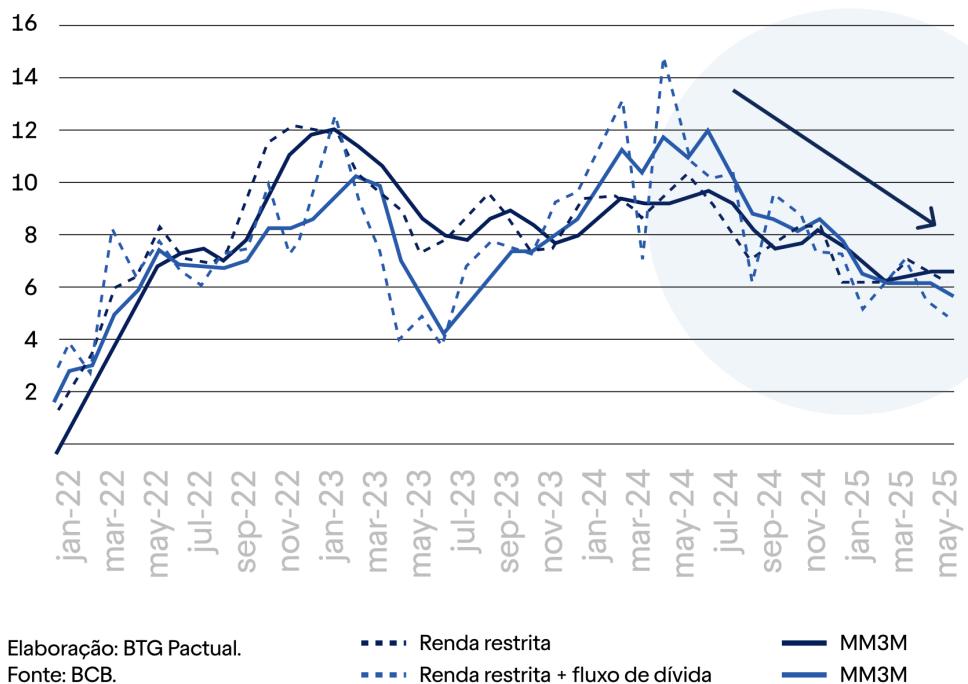


Gráfico 18: Crescimento da renda disponível das famílias



Caso se confirme um dólar ao redor de R\$ 5,60 no fim de 2025 – em linha com as projeções do BTG Pactual – e uma atividade econômica mais fraca, com crescimento do PIB estimado em 1,9% e 1,5% para 2025 e 2026, respectivamente, é possível que a Selic encerre o próximo ano mais próxima de 12% do que de 13%, também conforme projeta o Banco. Nesse cenário, o Banco Central pode se ver pressionado a reavaliar sua estratégia atual, que aponta para a manutenção da taxa básica até 2026, e antecipar algum grau de flexibilização monetária.

Gráfico 19: O Ibovespa é favorecido por ciclos de corte da Selic

Ibovespa em pontos (eixo da direita) e Selic em % (eixo da esquerda)



Elaboração: Empiricus.

Fonte: Bloomberg.

Os efeitos de uma Selic menor sobre as ações são brutos. Um custo de oportunidade do capital mais baixo requer, por arbitragem, múltiplos mais altos. Seu lucro deve demorar mais tempo para retornar também nas ações. A primeira fase típica do bull market é justamente essa, do “re-rating”, de um maior Preço sobre Lucro. A razão como um todo sobe. O investidor se dispõe a deixar um pouco a renda fixa em direção a uma maior atratividade relativa de outros ativos de renda variável.

Mas os lucros das empresas também se elevam, porque a Selic menor enseja redução das despesas financeiras. Se o lucro aumenta e o múltiplo Preço sobre Lucro também, isso implica um numerador (no caso, o preço das ações) subindo muito.

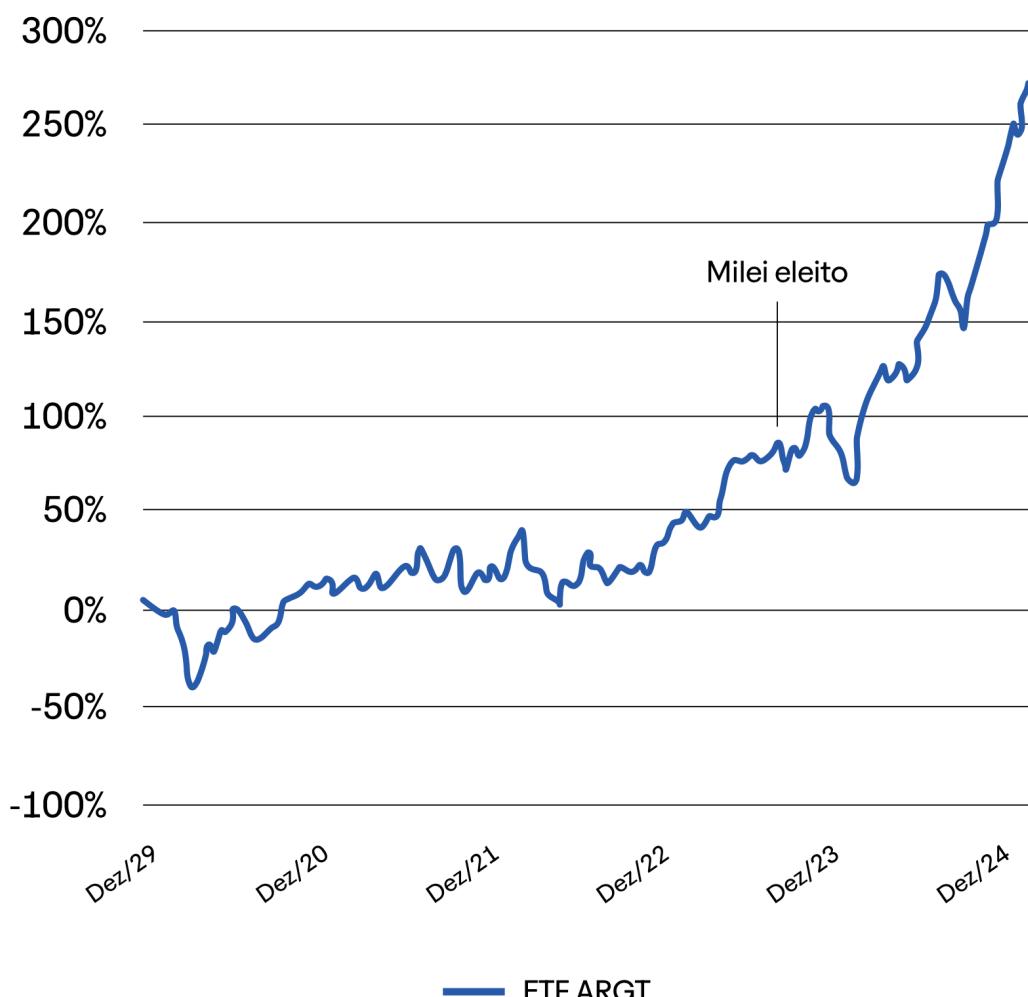
Se a Selic caminhando em direção a 15% foi fator preponderante para o bear market iniciado em julho de 2021, quando todos abandonaram a Bolsa e foram se ancorar no conforto da renda fixa, seria natural supor um movimento na direção contrária conforme a Selic caia.

Evidentemente, o mercado antecipa os movimentos. À medida que penetrarmos o segundo semestre e os investidores começarem a olhar para 2026, vendo re-rating potencial e lucros maiores, esse fator vai ser incorporado às cotações.

É também neste segundo semestre que o ciclo eleitoral tende a fazer preço com mais intensidade. Olhando para a Argentina, o Merval começou a subir 14 meses antes da eleição de Milei.

Gráfico 10: Retorno acumulado desde dezembro de 2019

Em % e USD, de dezembro de 2019 a dezembro de 2014.



Elaboração: Empiricus.

Fonte: Bloomberg.

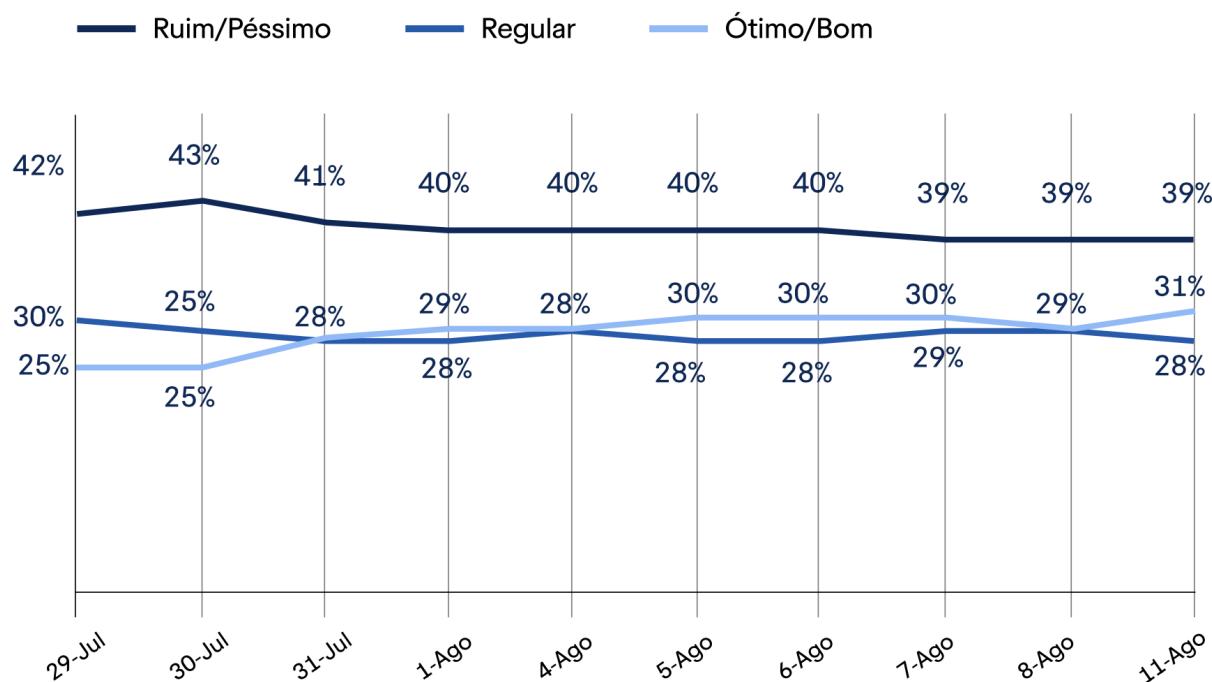
É muito cedo para prever o resultado da eleição. Não estamos afirmando categoricamente que a posição mais fiscalista e pró-mercado da centro-direita sairá vencedora. Estamos tratando da mera possibilidade de alternância. Se o mercado é razoavelmente eficiente, ele coloca no preço a distribuição de probabilidades dos eventos futuros. É o que lhe cabe diante da incerteza.

O que podemos afirmar é que existe uma probabilidade não desprezível em direção a uma postura mais responsável fiscalmente e de maior racionalidade econômica. Há um Zeitgeist global com tendência à direita e contra o incumbente, numa onda que começa a chegar com intensidade à América do Sul (Argentina já é exemplo concreto; temos probabilidades importantes de algo parecido no Chile, na Colômbia e na Bolívia). Existe uma onda conservadora crescente no Brasil, conforme visto na vitória da direita nas eleições municipais e parlamentares – não são necessariamente proxy da eleição presidencial, mas indicam uma direção dos ventos.

Um estudo realizado pelo UBS indica que a média histórica de aprovação mínima para que um governo conquiste a reeleição fica em torno de 37%. No momento pré-anúncio das tarifas (gráfico abaixo), a média das pesquisas apontava o atual presidente com 26% de ótimo/bom. Trata-se, evidentemente, de uma fotografia do momento; ainda há tempo para mudanças significativas até o pleito, mas o ponto de partida se mostra desafiador.

Gráfico 21: Lulômetro

Aprovação e reprovação do atual governo



Elaboração: Empiricus.

Fonte: Antagonista e Real Time Big Data.

Contudo, o recente anúncio das tarifas americanas em relação ao Brasil – e a forma como ocorreu – pode “embaralhar” a discussão eleitoral em 2026. Vamos recapitular.

No dia 9 de julho, em uma decisão surpreendente, o presidente Trump anunciou a imposição de uma tarifa de 50% sobre todos os produtos brasileiros enviados aos Estados Unidos, com exceção daqueles que já estão sujeitos a tarifas setoriais específicas, os quais continuarão seguindo suas respectivas alíquotas. Diferentemente das tarifas adicionais anunciadas recentemente contra outros parceiros comerciais dos EUA, que foram justificadas por desequilíbrios comerciais, a decisão de aplicar tarifas elevadas ao Brasil parece ter motivações políticas. As novas tarifas entrariam em vigor em 1º de agosto, mas, no dia 30 de julho, no decreto que detalha a implementação dessas novas tarifas, o governo Trump incluiu uma longa lista de exceções (cerca de 650 produtos não serão afetados), reduzindo as tarifas adicionais para 49% das exportações do Brasil para os EUA e postergando a implementação para o dia 6 de agosto.

Em outras palavras, a maioria dos produtos vendidos para os EUA enfrentará a tarifa original de 10% ou permanecerá isenta. No entanto, alguns itens de exportação relevantes enfrentarão aumento nas tarifas, como carne, etanol, açúcar, frutas, materiais elétricos, entre outros.

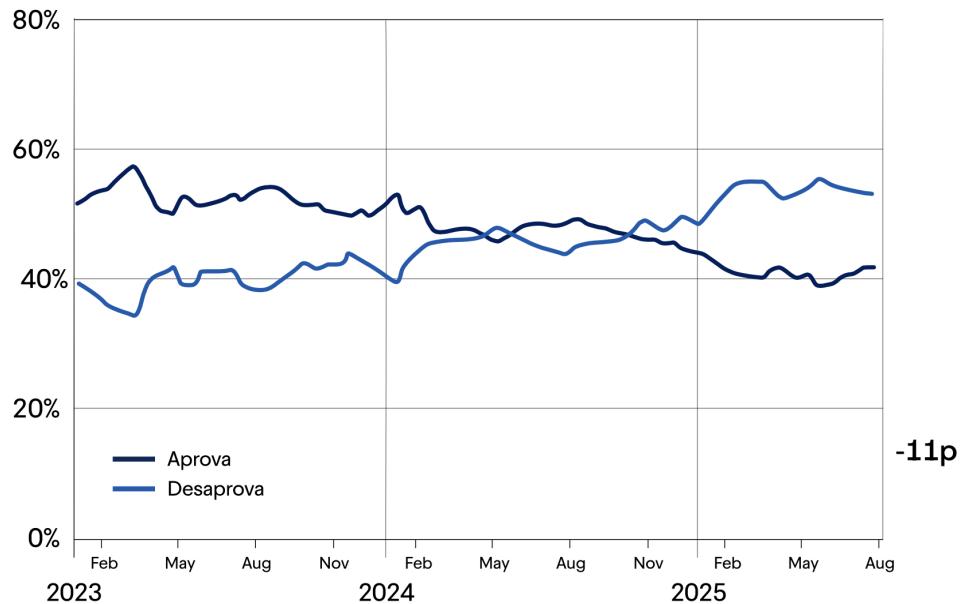
Calculamos que a tarifa média sobre as exportações brasileiras para os EUA aumentará para 28,5%, de apenas 1,3% em 2024 – 22,4pp provenientes da tarifa extra imposta ao Brasil, 4,1pp das tarifas aplicadas aos produtos de aço e alumínio e 0,5pp dos automóveis e peças automotivas.

O presidente Lula criticou veementemente as ações do presidente Trump, descrevendo-as como uma violação da soberania do Brasil e colocando-se na posição de defensor do país contra o que considera uma decisão arbitrária. Analistas políticos acreditavam que essa nova narrativa política poderia melhorar a popularidade do presidente Lula e reposicionar sua retórica de campanha antes das eleições do próximo ano. E, de fato, as últimas pesquisas de opinião após o anúncio das tarifas já mostraram uma melhora na popularidade do atual presidente.

Alguns podem argumentar que a recuperação da popularidade já era esperada, com base na série de anúncios e medidas tomadas pelo governo nos últimos meses para impulsionar a demanda, especialmente direcionadas aos segmentos mais baixos da população. Mas o fato é que todas as pesquisas realizadas após o anúncio das tarifas mostraram melhores índices de popularidade.

Gráfico 22: Índice de aprovação/desaprovação do governo Lula

Da década de 1960 até 2020, em escala logarítmica



Fonte: JOTA.

Gráfico 23: Diferença entre aprovação e desaprovação

Da década de 1960 até 2020, em escala logarítmica



Fonte: JOTA.

Embora os índices de aprovação continuem relativamente baixos, a maioria dos analistas políticos considera que índices de aprovação de 40% ou mais são suficientes para tornar o presidente Lula um candidato competitivo nas eleições do próximo ano – especialmente considerando que ele é um líder popular, com o aparato governamental a seu favor e que seus índices estão atualmente em alta.

Em nossa opinião, para ter chances de vencer, o candidato da oposição precisará do apoio do ex-presidente Jair Bolsonaro, mas, neste momento, Bolsonaro ainda não decidiu quem apoiar – o governador de São Paulo, Tarcísio de Freitas, é considerado um candidato competitivo, caso decida concorrer. Ao mesmo tempo, todo o imbróglio envolvendo o presidente Trump pode estar aumentando os índices de rejeição a Bolsonaro.

Se Bolsonaro apoiar Tarcísio, os mercados devem se recuperar, já que o governador de São Paulo é um dos favoritos entre os líderes empresariais e é visto como tendo mais chances de derrotar o presidente Lula. Se, por outro lado, ele optar por apoiar um dos membros de sua família, a reação do mercado pode ser menos favorável, pois as chances de vitória podem ser consideradas menores.

Sem dúvida o cenário, na margem, ficou um pouco mais “turvo”, entretanto, preços atrativos e oportunidades, historicamente, caminham de mãos dadas com as incertezas.

O ponto aqui é que existe uma probabilidade razoável de alternância de poder. E isso precisa ir para a conta.

Como há um evento muito relevante em 2026, a técnica sugere um apreçamento a partir do chamado modelo binomial, ou seja, o preço justo de um ativo específico hoje é determinado pelo seu valor justo no caso de materialização do cenário A vezes a probabilidade do cenário A mais o valor justo no caso do cenário B vezes a chance do cenário B, tudo trazido a valor presente. A mera chance tem preço. Podemos brincar com as probabilidades e os valores justos em cada cenário como quisermos.

Exemplo simples, com alguma capacidade de abstração: o preço justo do Ibovespa hoje deveria ser a probabilidade de ganhar o governo percebido como mais reformista, fiscalista e pró-mercado vezes a pontuação a ser atingida nesse cenário; mais a probabilidade de reeleição do governo atual vezes a pontuação do Ibovespa nesse quadro. Tudo trazido a valor presente.

O fato é que o tal “trade eleitoral” entra nas cotações com mais vigor a partir do segundo semestre. Se não há na cabeça do investidor todo o formalismo de um modelo binomial, existe a intuição, que poderia ser descrita num raciocínio simples, do tipo: “Ora, eu não tenho quase nada de ações; sei que uma mudança do ciclo de economia política poderia trazer uma enorme valorização da Bolsa. Então, deixa eu comprar um pouquinho”. Todo mundo comprando um pouquinho faz preço.

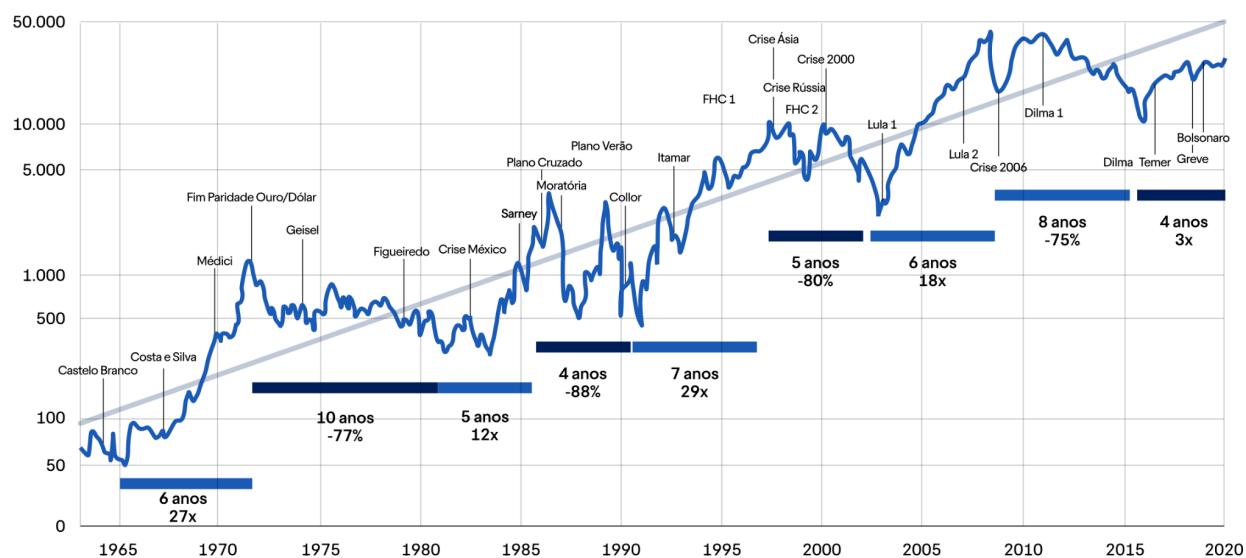
Cumpre ainda registrar o óbvio: pessoas importam menos do que políticas efetivas. Seja lá quem for eleito em 2026, haverá de fazer um ajuste fiscal na sequência. Pelas regras do arcabouço em curso, temos uma trava na despesa total (não pode crescer mais de 2,5% em termos reais). Como as despesas obrigatórias estão vinculadas a indexadores que crescem muito rápido, isso implica um esmagamento das despesas discricionárias. Chegaremos ao absurdo aritmético de termos de incorrer em despesas negativas para cumprir o arcabouço. Como não podemos desafiar a matemática, temos contratado um ajuste à frente. Essa inexorável moderação do gasto político tende a comprimir os prêmios de risco associados aos ativos brasileiros.

Não há que se menosprezar o tamanho do potencial à frente. A mera observação de ciclos históricos positivos para as ações brasileiras mostra como podemos estar, de fato, diante de um aumento das cotações.

Abaixo, o gráfico do Ibovespa em dólares desde 1960 e com suas grandes altas devidamente demarcadas. Estamos desacostumados com o bull market, mas ele existe e muda investidores de patamar.

Gráfico 24: Histórico do Índice Ibovespa Dolarizado

Da década de 1960 até 2020, em escala logarítmica



Elaboração: Empiricus.

Fonte: Bloomberg.

Alguns exercícios simples ajudam a ilustrar o que cenários extremos – mas ainda plausíveis – poderiam representar para os mercados brasileiros. A seguir, exploramos projeções baseadas em múltiplos e preços de ativos sob uma hipótese mais construtiva de ciclo. A conclusão é clara demais para ser ignorada: o potencial de valorização é expressivo.

Tomando como referência apenas um retorno à média histórica de múltiplos, e crescimento médio de 15% nos lucros, o retorno médio para as ações brasileiras gira em torno de 40%. Se projetarmos um cenário ainda mais otimista, compatível com momentos anteriores de entusiasmo com o ciclo doméstico, esse potencial salta para 65%. Em algumas small caps, a possibilidade de dobrar ou até triplicar o investimento é concreta – não como hipótese remota, mas como extração de movimentos que já vimos acontecer.

A tabela abaixo compara seis cenários projetados para o Ibovespa, dos mais conservadores (1 a 3) aos mais otimistas (4 a 6), com base em premissas de retorno sobre patrimônio (ROE), custo de capital (Ke), inflação, juros reais, taxa de juros nominal e prêmio de risco. Nos cenários construtivos, espera-se melhora nos fundamentos: inflação mais baixa, juros menores e maior crescimento real, permitindo múltiplos mais altos (P/L alvo de até 15x) e, consequentemente, projeções mais elevadas para o índice – com o Ibovespa podendo atingir até 245 mil pontos, o que implicaria um potencial de valorização de até 81% sobre o nível atual.

Tabela 4: Cenários

	Cenários Construtivos					
	Cenário 1	Cenário 2	Cenário 3	Cenário 4	Cenário 5	Cenário 6
ROE	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
K_e	16,0%	14,0%	13,0%	11,8%	10,5%	10,0%
Inflação	5,5%	4,5%	4,0%	3,5%	3,5%	3,5%
Juros Reais	7,5%	6,5%	6,0%	5,5%	4,5%	4,0%
Taxa de Juros	13,0%	11,0%	10,0%	9,0%	8,0%	7,5%
Prêmio	3,0%	3,0%	3,0%	2,8%	2,5%	2,5%
Crescimento	6,5%	6,0%	6,0%	5,5%	6,0%	6,0%
Inflação	5,5%	4,5%	4,0%	3,5%	3,5%	3,5%
Crescimento Real	1,0%	1,5%	2,0%	2,0%	2,5%	2,5%
P/L Alvo	6,0x	7,5x	8,6x	10,1x	13,3x	15,0x
Inflação	8,3x	8,3x	8,3x	8,3x	8,3x	8,3x
Crescimento Real	135.450	135.450	135.450	135.450	135.450	135.450
IBOV Alvo	97.696	122.839	140.387	165.969	218.380	245.677
Potencial	-27,9%	-9,3%	3,6%	22,5%	61,2%	81,4%

Elaboração: Empiricus e BTG Pactual.

Pode soar exagerado à primeira vista, mas costuma ser assim. Os grandes movimentos de mercado, quando de fato acontecem, tendem a ser muito mais intensos do que nossa mente linear é capaz de antecipar. Não se trata de exercício de futurologia ou aposta em cenários mirabolantes. Ciclos anteriores no Brasil, com semelhanças palpáveis ao contexto atual, guardadas as devidas peculiaridades, já entregaram multiplicações patrimoniais. Momentos como esses não são comuns – surgem talvez três ou quatro vezes ao longo de uma vida. Não há garantia, mas é possível que estejamos diante de mais um.

Ações brasileiras: uma combinação de vetores para a alta

Larissa Quaresma, CFA

Dado o cenário global construtivo para mercados emergentes, a inflexão iminente das políticas de juros americana e brasileira, além da baixa exposição à bolsa local, este pode ser um bom momento para aumentar a alocação de ações no seu portfólio. Sendo assim, vale relembrar quais são as formas de remunerar o investimento em ações e como elas se conectam à dinâmica atual das empresas brasileiras.

1. Crescimento dos lucros

A forma mais sólida e duradoura de valorização de uma ação é pelo crescimento dos lucros recorrentes da empresa ao longo do tempo. Quando uma companhia consegue aumentar sua receita, melhorar suas margens e gerar mais lucro, isso naturalmente tende a se refletir no preço da ação.

Mesmo que o mercado continue atribuindo o mesmo múltiplo (como Preço/Lucro) à empresa, o simples fato de ela lucrar mais já eleva seu valor. Essa lógica é especialmente válida para quem investe com foco de longo prazo e busca empresas com bons fundamentos, boa gestão e capacidade de crescer de forma consistente.

Vamos a um rápido exercício. Assumimos que a empresa A é negociada a um P/L de 10x, e que seu lucro aumenta a uma taxa de 12% ao ano. Para facilitar nosso exercício, a empresa não possui dívidas, e seu valor de mercado atual é de R\$ 500 milhões, ou seja, seu lucro atual é de R\$ 50 milhões.

Tabela 5: Exercício de geração de valor a partir do crescimento de lucro

Ano	0	1	2	3	4	5	6
Lucro líquido (LL - em R\$MM)	50	56	63	70	79	88	99
Taxa de crescimento do LL		12%	12%	12%	12%	12%	12%
Valor de mercado atual (em R\$MM)	500	560	627	702	787	881	987
P/L	10						

Fonte: BTG Pactual.

Como pode ser visto acima, a companhia valerá R\$ 987 milhões no ano 6, mesmo que seu múltiplo permaneça o mesmo (10x).

2. Dividendos

Algumas empresas, em vez de reinvestir todo o lucro permitido, distribuem parte relevante dele aos acionistas, na forma de dividendos. Isso representa um retorno direto para quem investe e pode ser uma fonte relevante de renda ao longo do tempo.

Companhias mais maduras, com crescimento mais estável e forte geração de caixa, tendem a pagar bons dividendos. Esse fluxo de renda pode ser particularmente interessante em momentos de maior incerteza, ou para quem busca complementar sua renda ou, ainda, reinvestir os proventos para aumentar o patrimônio.

Para ilustrar essa diferença, utilizamos um ativo bastante conhecido e com fluxos de pagamentos recorrentes de proventos: Itaú.

Vamos assumir que dois investidores compraram 100 ações do Itaú, cada um pelo mesmo preço, no dia 31/12/2019. Um deles (investidor A) optou pelo reinvestimento de proventos, e o outro (investidor B), por utilizar os proventos de outra forma. A diferença dos retornos é a seguinte:

O investidor A alcançou uma rentabilidade acumulada de 118% desde 31/12/2019, enquanto o investidor B alcançou rentabilidade de 71%. Uma diferença considerável. Importante mencionar que utilizamos somente os maiores pagamentos de proventos no período analisado, para simplicidade.

Tabela 6: Exercício sobre reinvestimento de dividendos

	Investidor A		Investidor B	
	Nº ações	Valor a mercado (R\$ mil)	Nº ações	Valor a mercado (R\$ mil)
jul-25	1,273	45,252	1,000	35,550
dez-24	1,204	31,693	1,000	26,334
dez-23	1,127	30,565	1,000	27,130
dez-22	1,076	20,517	1,000	19,065
dez-21	1,047	16,079	1,000	15,352
dez-20	1,047	19,330	1,000	18,456

Fonte: BTG Pactual.

Contudo, sempre existe o risco de preço do ativo. Se há uma decisão de reinvestir os proventos em preços elevados (com menor margem de segurança sobre o capital investido), corre-se o risco de não capturar a rentabilidade dos dividendos aplicados.

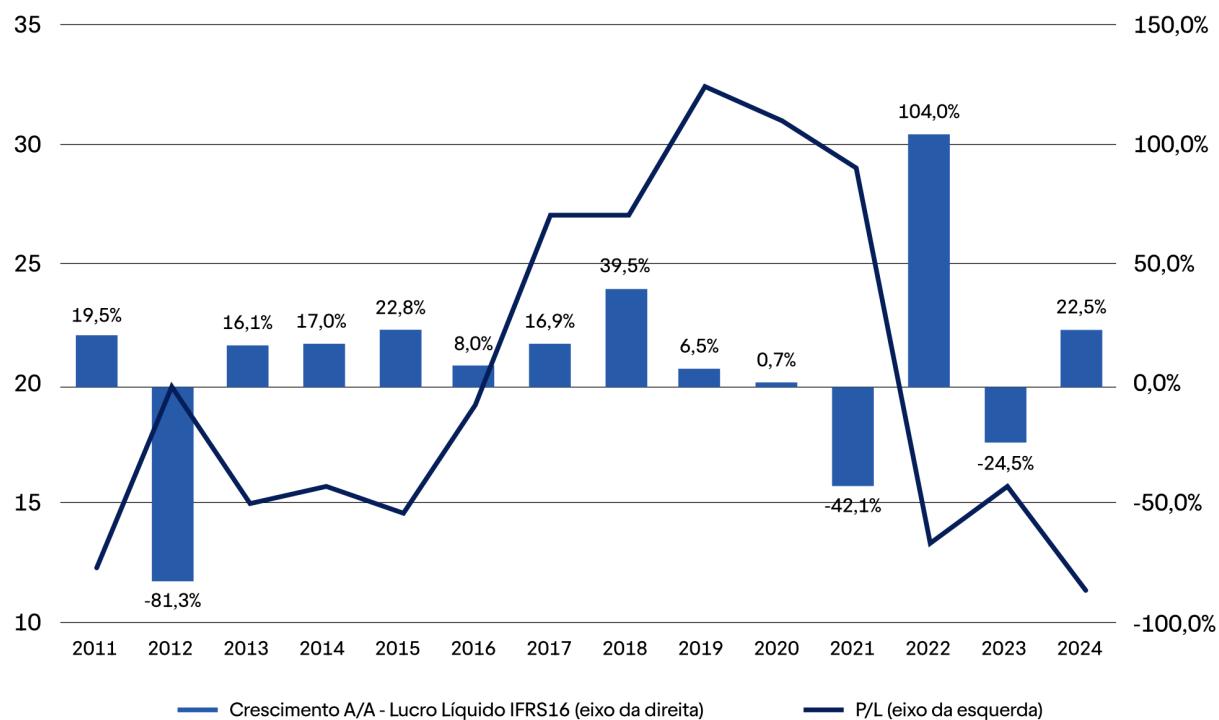
3. Expansão de múltiplos: reprecificação pelo mercado

A terceira via de retorno acontece quando o mercado passa a enxergar a empresa de forma mais otimista, aceitando pagar um múltiplo maior pelos seus resultados – como citado anteriormente. Isso pode acontecer por vários motivos: melhora do cenário econômico, queda nos juros, redução de riscos operacionais ou maior interesse do mercado por aquele setor/empresa.

Esse tipo de valorização tende a ser mais comum em fases iniciais de recuperação do mercado, quando o sentimento melhora e os preços começam a antecipar um ciclo mais positivo. É um retorno mais sensível às expectativas – e, por isso, pode ser mais volátil –, mas ainda assim representa uma importante fonte de retorno para o investidor. Por vezes, uma das partes mais relevantes do retorno.

Abaixo, um exemplo de momentos de expansão de múltiplo, utilizando as ações da Lojas Renner (LREN3):

Gráfico 25: Crescimento do lucro líquido x múltiplo P/L (LREN3)

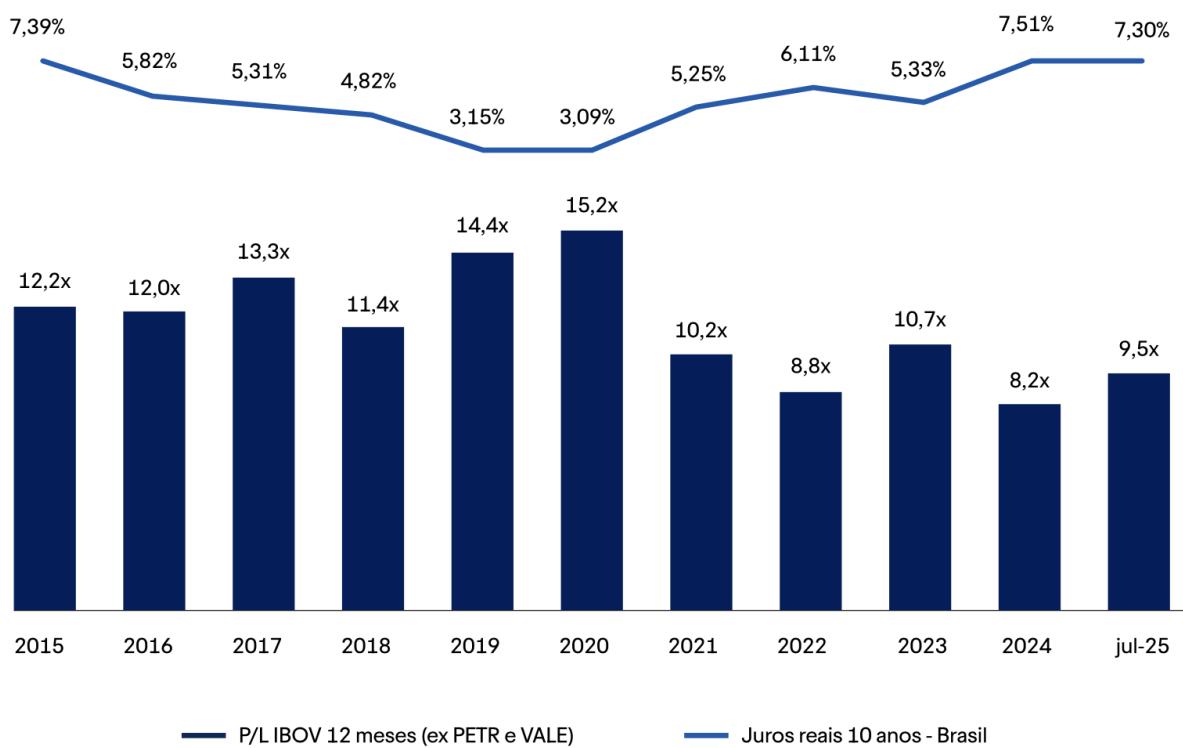


Fonte: Bloomberg, BTG Pactual.

Observamos que existe uma expansão relevante de P/L entre 2016 e 2019. Em 2016, a margem EBITDA ajustada (pós IFRS16) saiu de 23,4%, atingindo 28,2% em 2019. Isso explica parte da

expansão de múltiplos. Contudo, uma outra parte pode ser explicada pelo período de redução de juros na economia brasileira. Em 2016, a Selic estava em 14,25%, sendo gradualmente reduzida até alcançar 6,5% em março de 2018. Em 2019, o juro real seguiu em trajetória de queda. Esse contexto serviu como um vento favorável para os múltiplos das empresas do setor de consumo/varejo, mas não somente para elas. Foi um movimento que reprecificou todo o mercado, como pode ser visto abaixo:

Gráfico 26: P/L Ibovespa (ex PETR e Vale) x Juro real 10 anos (NTNB)

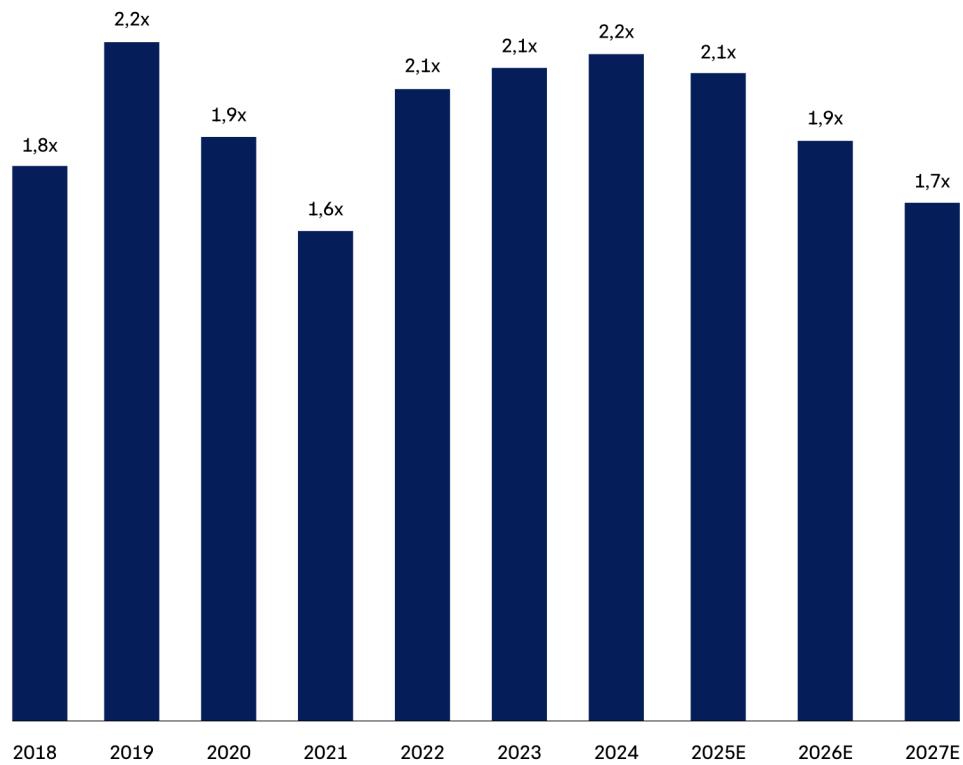


Fonte: Bloomberg, BTG Pactual.

E como podemos conectar essas formas de remunerar o investimento em ações com o momento atual?

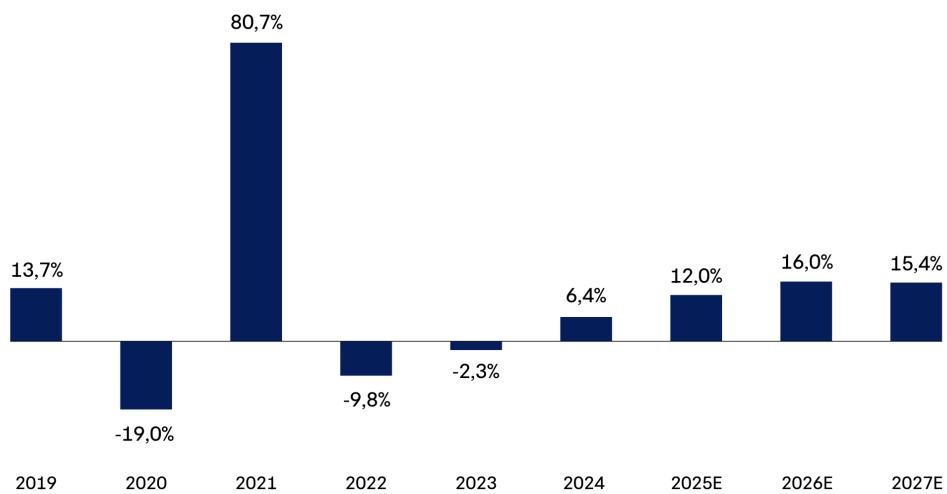
Desde 2019, as empresas listadas têm sido capazes de manter a alavancagem sob controle (dívida líquida/EBITDA), apesar do ciclo de alta de juros iniciado em 2021. E, conforme pode ser visto nos gráficos abaixo, a proximidade do ciclo de redução de juros pode gerar uma diminuição da alavancagem, além de impulsionar uma trajetória construtiva de crescimento de lucros no futuro próximo (2026).

Gráfico 27: Dívida Líquida/EBITDA (exPETR & Vale)



Fonte: Balanço das empresas, BTG Pactual.

Gráfico 28: Crescimento de lucro esperado



Fonte: Balanço das empresas, BTG Pactual.

Nota: considera o universo de cobertura do BTG Pactual.

Em suma, das três formas de remunerar o investimento em ações, duas estão em voga atualmente (crescimento de lucro e dividendos). Ademais, o ponto de partida é interessante nos múltiplos atuais (P/L Ibovespa ex-Petro e Vale em 9,0x para os próximos 12 meses). Portanto, também há bastante espaço para a terceira forma de remuneração, por meio da expansão de múltiplos – a média dos últimos 10 anos está em 11,4x, 27% acima do patamar atual.

Como gatilho para a expansão de múltiplos, temos a redução das incertezas macro globais e, principalmente, domésticas ao longo do tempo. Ou seja, podemos estar diante de um momento de investimento em ações em que as três vias de valorização apontam na mesma direção. Caso isso aconteça, o resultado pode ser expressivo.

Com isso em mente, a Empiricus Research selecionou dez ações para capturar o ciclo de valorização à frente, separados em dois grupos: (i) teses de alta convicção e (ii) teses fora do consenso do mercado.

10 ações brasileiras para o momento

10 ações brasileiras para o momento					
Ticker	Empresa	Setor	Valor de Mercado (R\$ bilhões)	P/L 2025E	P/L 2026E
Nomes de alta convicção					
ITUB4	Itaú	Financeiro	362	8,8x	8,0x
ELET6	Eletrobras	Energia Elétrica	91	23,3x	12,5x
PRIO3	Prio	Óleo & Gás	38	10,5x	5,9x
SMFT3	SmartFit	Varejo	13	19,7x	12,4x
EQTL3	Equatorial	Energia Elétrica	43	16,5x	12,0x
Nomes fora do consenso					
CSAN3	Cosan	Infraestrutura	11	n.m.	2,8x
SBFG3	Grupo SBF	Varejo	3	6,8x	5,5x
BRBI11	BR Partners	Financeiro	2	8,9x	6,9x
AZZA3	Azzas	Varejo	8	10,5x	7,9x
DIRR3	Direcional	Construção Civil	7	7,7x	6,6x

Nomes de alta convicção

Itaú (ITUB4)

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

I) Performance superior em crédito: a gestão atual provou ter a capacidade de navegar bem nos ciclos de crédito desde que tomou posse, em 2021 – um período de vigorosa elevação de juros no Brasil, seu principal mercado. Acreditamos que a companhia deve manter a boa execução nessa frente, que ganha mais relevância diante da esperada alta da inadimplência ao longo do ano, dada a Selic elevada.

II) Experiência do cliente: a jornada do cliente se tornou mais prioritária na estratégia, o que vemos como proteção da grande participação de mercado do banco. A plataforma de investimentos Íon, assim como o Super App One são exemplos que ajudam na fidelização dos clientes.

III) Eficiência: a transformação digital, com a migração da estrutura on-premise para a nuvem e a automatização de diversos processos com IA, gerou elevados investimentos nos últimos anos. Agora, a companhia começa a colher os frutos desses investimentos, o que deve ser uma alavanca adicional para a manutenção do ROE em patamar elevado (projetamos ~23% em 2025).

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 carregamento à posição.

V) Valuation: ITUB4 negocia a 1,9x seu valor patrimonial, e a um múltiplo P/L 2026 de 8,0x na visão de consenso, considerando preços de 15/agosto/25. Isso representa um prêmio relevante sobre seus principais pares, mas justo, dada a rentabilidade superior e a consistência na execução.

Potenciais riscos:

- I) desaceleração relevante da concessão de crédito, em virtude da Selic elevada;
- II) aumento maior que o esperado na inadimplência; e
- III) competição irracional no crédito.

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 pilares para a tese de investimentos, encontramos:

I) Continuidade nas melhorias operacionais: sem as amarras estatais, acreditamos que os lucros e os dividendos devem aumentar, apoiados pelas diversas oportunidades de melhorias operacionais, como 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: a resolução do impasse com a União elimina um vento contrário significativo para a Eletrobras. Com o aumento na segurança jurídica sem ônus financeiro relevante, a companhia se torna um ativo mais previsível, permitindo que o desempenho das ações converse com a melhora de fundamentos.

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.

IV) Valuation: ELET6 negocia a uma taxa interna de retorno (TIR) real de 14% ao ano, considerando o preço de 15/agosto/25. Consideramos esse patamar atrativo, bem superior à NTN-B de 10 anos.

Principais riscos:

- I) novos conflitos com a União relacionados à governança corporativa;
- II) dificuldade na venda de ativos deficitários; e
- III) preços de energia.

Prio (PRIO3)

Prio é a maior produtora independente de petróleo 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 da 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 em 2026.

II) Crescimento inorgânico: a Prio adquiriu 60% do Campo de Peregrino após a compra de 40% em set/24, adicionando 202 milhões de barris à sua reserva de óleo. O campo tem um potencial de produção de aproximadamente 90 mil barris por dia. Essa expansão, somada a Wahoo, deve levar a empresa a uma capacidade produtiva total de 200 mil barris por dia no final de 2026.

III) Alavancagem operacional: à medida que a produção aumentar, os custos de extração são diluídos, melhorando a rentabilidade e, em última instância, a geração de caixa da companhia. Isso, somado às sinergias que a empresa consegue agregar com Peregrino, deve reduzir o custo de extração de US\$ 13/barril para US\$ 8 até o fim de 2026.

IV) Valuation: a relação entre risco e retorno aparenta ser muito favorável, com um yield de fluxo de caixa livre para o acionista de 57% para o biênio de 2026 e 2027 e um P/L de 5,9x para 2026, segundo o consenso de mercado, considerando o preço de 15/ agosto/25.

Potenciais riscos:

- I) preços do petróleo, com reflexos na geração de caixa
- II) atrasos na licença do Campo de Wahoo; e
- III) mudanças regulatórias no setor.

Smart Fit (SMFT3)

A Smart Fit iniciou suas atividades há 29 anos e é a maior rede de academias da América Latina, além da quarta maior do mundo, em número de clientes. Presente em 15 países, possui mais de 1.500 unidades, operando sob as marcas Smart Fit, Bio Ritmo, Vidya Studio, Race BootCamp, Tonus Gym e One Pilates.

I) Proposta de valor competitiva: o conceito de “high value low price”, ou entrega de alto valor a um preço acessível, atrai não só o público que procura treinar mas também aqueles que já treinam em academias locais. Estas têm patamares de preço geralmente parecidos ou até superiores aos da SmartFit, mas com instalações piores, via de regra. Além disso, o “Plano Black”, que permite que o cliente accesse a rede em qualquer unidade, aumenta o ticket médio, atrai mais usuários e fideliza o público. Com isso, esperamos que a companhia siga ganhando participação de mercado sobre seus concorrentes.

II) Crescimento orgânico: apesar de ser uma das redes que mais se expandiram mundialmente nos últimos 5 anos, a companhia tem potencial de dobrar o total de academias nos 5 principais países de atuação (Brasil, México, Colômbia, Chile e Peru). Esse potencial está calcado não só no ganho de mercado mas também na tendência subjacente de crescimento de hábitos saudáveis na população, especialmente nas gerações mais jovens.

Como opcionalidade, o grupo conta com a marca premium Bio Ritmo e um portfólio de studios, que atraem públicos para além da musculação tradicional. Soma-se a isso a TotalPass, plataforma corporativa com ampla rede de academias parceiras. O crescimento dessas frentes pode aumentar a receita enquanto dilui as despesas, podendo fortalecer a geração de caixa do grupo.

III) Valuation: mesmo com as boas perspectivas, os papéis negociam a 12,4x seu lucro projetado para 2026, nas estimativas Empiricus Research, com um preço-alvo de R\$ 29.

Potenciais riscos:

- I) retração econômica e inflação podem reduzir as perspectivas de crescimento;
- II) a companhia pode não conseguir repassar para os preços os aumentos de custo, piorando a margem do negócio e o fluxo de caixa;
- III) a abertura de academias próprias ou de concorrentes próximas às unidades já operantes pode diminuir os resultado por loja.

Equatorial (EQTL3)

A EQTL conta com uma gestão de qualidade, com histórico de execução comprovado em regiões difíceis de operar – mas 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 um 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 por meio do ganho de eficiência e da universalização dos serviços.

Mesmo diante da qualidade e do histórico, as ações da Equatorial estão em um patamar atrativo de valuation: negociam a um P/L 2026 de 10,5x e a uma TIR real atrativa, de 10%, considerando preço de 15/agosto/25. Trata-se de um bom ponto de entrada em nome de alta qualidade.

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.

Nomes fora do consenso

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 Raízen, Rumo, Compass e Moove. Nossa tese de investimentos se baseia nos seguintes pilares:

I) Redução de alavancagem: a redução da dívida é o principal gatilho para a tese de Cosan. Esperamos que a desalavancagem financeira ganhe força nos próximos 12 meses, com potenciais vendas de ativos, tanto no nível da holding quanto no das subsidiárias, em especial da Raízen.

II) Melhorias operacionais: a nova gestão da Raízen assume a operação com a missão de revisar o plano de investimentos, readequar a estrutura corporativa e retomar a geração de caixa. Se bem-sucedida, a melhora operacional da Raízen será determinante para a desalavancagem financeira da Cosan.

III) Valuation: o “desconto de holding” parece excessivo: acima de 45% nas nossas estimativas, considerando o fechamento de 15/agosto/25. Nesse patamar, enxergamos uma boa assimetria para a ação, que deveria ser negociada com um desconto menor (entre 15% e 25%).

Potenciais riscos:

- I) preço do açúcar e do álcool, commodities importantes para a geração de caixa da Raízen;
- II) competição no setor de combustíveis, especialmente dos postos de bandeira branca;
- III) eventos climáticos desfavoráveis para a agricultura, impactando Raízen e Rumo;
- IV) dificuldades na execução dos desinvestimentos.

Grupo SBF (SBFG3)

O Grupo SBF (SBFG3) é o maior player de varejo esportivo do país, com um faturamento líquido superior a R\$ 7 bilhões anuais por meio de sua operação na Centauro e na Fisia, marca representante e distribuidora exclusiva da Nike no Brasil.

Após um longo período marcado pela disciplina de gastos, pela recuperação da lucratividade e pelo reajuste de sua estrutura de capital, em especial do nível de estoque, o Grupo SBF muda seu foco agora para uma agenda renovada de investimentos e expansão.

A estratégia de reacceleração do crescimento é sustentada por várias frentes, incluindo um robusto pipeline de reformas, expansão da presença de lojas, novas parcerias (por meio da marca Nike) e uma sazonalidade positiva em 2026, ano de Copa do Mundo.

Os pilares da nossa tese de investimentos são principalmente:

I) Crescimento com rentabilidade na operação Nike: após ajustar sua estrutura em 2024, a companhia está preparada para voltar a crescer, com retorno sobre o capital e balanço adequados. Vemos espaço relevante para expansão física e digital da Nike no Brasil, que ainda opera com menos de 50 lojas e teve seu aplicativo próprio recém-lançado.

II) Tendência secular: o Grupo SBF está bem-posicionado para capturar o crescimento estrutural do mercado esportivo no Brasil (mais resiliente que o varejo de moda tradicional, em nossa visão), impulsionado por uma população cada vez mais preocupada com saúde, bem-estar e atividade física. Esse movimento deve sustentar a expansão da demanda tanto para a Centauro quanto para a Nike nos próximos anos.

III) Múltiplos descontados: no campo do valuation, seguimos enxergando atratividade. A SBFG3 negocia a múltiplos de P/L de 6,8x para 2025 e 5,5x para 2026 na visão da Empiricus, considerando preço de fechamento de 15/ago/25. Isso, por si só, já é um patamar atraente em comparação com seu nível histórico. No entanto, o grande destaque está na comparação com o setor: o varejo brasileiro negocia, atualmente, a um múltiplo de ~12x para os próximos 12 meses, o que torna ainda mais evidente o desconto implícito da tese de SBFG3.

Os principais riscos da tese são:

- I) novos problemas de execução, especialmente os relacionados a logística e compra de estoque;
- II) impacto negativo do dólar sobre as margens.

BR Partners (BRB111)

Fundado em 2009, o BR Partners começou como uma boutique de M&A e reestruturação. Quatro anos após seu IPO (2021), expandiu a atuação para Mercado de Capitais, Treasury Sales & Structuring e Wealth Management. Desde o ano de listagem, a receita do banco cresceu 58%, e o ROE anual seguiu acima de 18%, mesmo com desafios no mercado de capitais no período.

I) Partnership alinhado: a companhia é controlada por 35 sócios executivos, com 76% dos votos e 55% do capital, em uma composição interna que evolui conforme a performance individual. A estrutura meritocrática reforça a reputação e o alinhamento de interesses com os acionistas minoritários.

II) Crescimento orgânico: o ganho de mercado da companhia, além da evolução do mercado de capitais brasileiro como alternativa ao financiamento bancário proveem um vento de cauda favorável à expansão orgânica das receitas. A entrada do BR Partners no segmento de Wealth Management deve progressivamente contribuir para a expansão de lucros, alavancando sinergias com as demais áreas e diversificando o negócio.

III) Modelo de negócios 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. Isso torna a rentabilidade estruturalmente alta, sustentando aumento de lucro à medida que as novas verticais crescem, gerando alavancagem operacional. A companhia mira em um ROE sustentável de 25%.

IV) Valuation atrativo: BRB111 negocia a um múltiplo preço/lucro 2026 de 6,9x, e um dividend yield para o mesmo ano de 9%, na visão de consenso, levando em conta o preço de 15/ago/25. Consideramos esse patamar de preço atrativo para uma operação de alta rentabilidade e sólidas perspectivas de crescimento.

Potenciais riscos:

- I) desaceleração 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.

Azzas 2154 (AZZA3)

Fruto da fusão entre Arezzo &Co e Grupo Soma, em 2024, a Azzas é a maior empresa de moda do Brasil. O grupo opera 16 marcas de vestuário e acessórios, incluindo Arezzo, Farm, Hering, Reserva e Schutz. Sua receita dos últimos 12 meses soma R\$ 14 bilhões, sendo 32% em acessórios, 36% em vestuário feminino, 19% em vestuário democrático e 13% em vestuário masculino.

I) Sinergias de receita: após forte ceticismo sobre os ganhos da combinação empresarial, o que atribuímos aos elevados custos da transação, as sinergias se tornam mais críveis. Centradas primordialmente no cross-selling de categorias entre as diferentes marcas, estimamos que a companhia deve gerar R\$ 1 bilhão em receita incremental até 2027. Isso envolve, por exemplo, a inauguração de linhas de acessórios na Farm e na Hering, anteriormente focadas em vestuário.

II) Sinergias de custos e despesas: além da eliminação de estruturas corporativas duplicadas, que devem gerar economia de despesas quase padrão em todo processo de fusão, esperamos sinergias adicionais em custos. O compartilhamento de estruturas fabris e a otimização de rotas logísticas podem gerar uma segunda onda de ganho de rentabilidade para a companhia a partir de 2026.

III) Bom momento operacional: com a economia doméstica forte e a renda real dos brasileiros em crescimento, acreditamos que a companhia deve entregar boas taxas de crescimento nos próximos trimestres. Isso, somado à alavancagem operacional (diluição de custos e despesas), deve gerar um vento de cauda favorável ao crescimento de lucro nos próximos trimestres.

IV) Valuation descontado: negociando a 7,9x seu lucro projetado para 2026 na visão consensual (fechamento de 15/ago/25), AZZA3 está abaixo da média do varejo. Por isso, apesar do rali de +16% no ano, consideramos o ponto de entrada atrativo.

Potenciais riscos:

- I) desafio de execução das sinergias, que podem ser frustradas, ou levar mais tempo que o esperado;
- II) desaceleração forte da economia brasileira em função do juro elevado.

Direcional (DIRR3)

A Direcional (DIRR3) é uma construtora residencial 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 incorporadoras mais eficientes e rentáveis do setor. A companhia tem mais de 12 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, sustentada pelos seus ganhos de eficiência operacionais e pela forte demanda do segmento de baixa renda, impulsionado pelos incentivos governamentais.

II) Valuation: DIRR3 negocia a um múltiplo P/L de 6,6x para 2026 e um dividend yield de 11% para os próximos 12 meses na visão da Empiricus (fechamento de 15/ago/25). Consideramos que o preço ainda é atrativo, especialmente quando levado em conta o ciclo de crescimento de lucro sustentável para os próximos trimestres.

Potenciais riscos:

- I) redução dos subsídios governamentais ao MCMV;
- II) aperto monetário adicional;
- III) inflação de matéria-prima, especialmente o aço.

FII's: por que aumentar a exposição no segundo semestre?

Caio Nabuco de Araujo, CAIA

Após um primeiro semestre positivo, o mercado de fundos fechados inicia o segundo semestre em compasso de espera. A combinação entre juros elevados, incertezas políticas e discussões sobre tributação continua pressionando os preços e limitando o apetite por risco – mesmo diante de sinais positivos de mudança no horizonte.

Nesse cenário, é essencial compreender os vetores que podem destravar valor nos próximos meses. Entre eles, destacam-se a possível estabilização (ou queda) dos juros, os desdobramentos da pauta fiscal e o início da antecipação eleitoral. Fatores que, em conjunto, podem gerar inflexões relevantes no mercado.

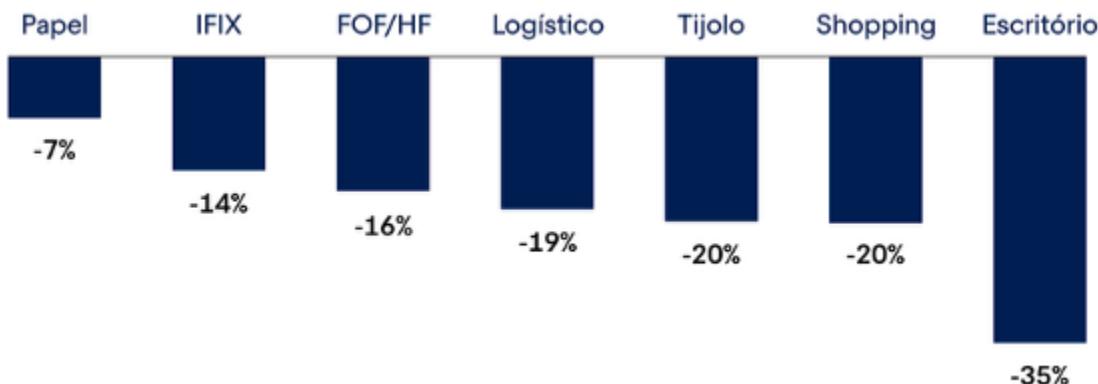
Conforme abordado anteriormente, a trajetória da Taxa Selic será decisiva para a performance dos ativos no horizonte de curto prazo. Por ora, o setor produtivo e o mercado de capitais deverão conviver com juros elevados por mais tempo, mas os participantes já questionam quando será o primeiro corte.

A redução da Selic, ao diminuir o custo de oportunidade, tende a funcionar como catalisador para reprecificação de ativos, sobretudo os fundos imobiliários de tijolo – hoje negociando com os maiores descontos do mercado.

Gráfico 30: P/VP histórico do IFIX



Fonte: Empiricus, Economatica.

Gráfico 31: desconto em relação ao valor patrimonial


Fonte: Empiricus, Economatica.

Ao observarmos os últimos ciclos de aperto monetário, o desempenho do IFIX nos 12 meses seguintes à última alta de juros é positivo, o que gera otimismo para os próximos meses. Embora o cenário atual traga incertezas – especialmente no campo fiscal e político –, o histórico reforça o potencial de valorização dos fundos em momentos de transição na política monetária.

Tabela 8: Performance do IFIX após o final do ciclo de alta dos juros

Tabela 8: Performance do IFIX após o final do ciclo de alta dos juros			
Data da última alta	20/07/2011	29/07/2015	03/08/2022
Juros na última alta	12,50%	14,25%	13,75%
Intervalo até primeiro corte	42 dias	443 dias	364 dias
Performance IFIX 12m	37,2%	18,4%	14,0%

Fonte: Empiricus, Bloomberg.

Sobre incertezas, a discussão sobre tributação entrou novamente no radar. A MP 1.303/25, que trata da tributação sobre rendimentos de fundos isentos, trouxe nova rodada de imprevisibilidade. A proposta prevê alíquota de 5% sobre os rendimentos dos fundos listados (e.g., FIIs, FIPs e Fiagros), além de 17,5% sobre ganho de capital em vendas – atualmente já tributado em 20%.

Contudo, o texto volta às discussões do passado sobre a baixa arrecadação da medida vis-à-vis a grande necessidade de recursos para expansão das empresas de setores-chave da economia brasileira, como agronegócio, imobiliário e infraestrutura. Atualmente, o texto enfrenta resistência no Congresso, especialmente na bancada do agronegócio.

Desde o anúncio da medida, o mercado tem reagido com estabilidade, sugerindo que parte do risco já está refletida nas cotações, bem como ainda a probabilidade de modificação ou rejeição da proposta.

Quando ampliamos a discussão para o contexto da política fiscal, é inevitável comentar sobre a possibilidade de uma agenda mais responsável a partir do próximo ciclo eleitoral. Caso esse cenário ganhe tração, pode contribuir para a redução dos prêmios na curva de juros longa – hoje, o maior entrave para ativos de duration elevada.

Após a recuperação das cotas no primeiro semestre, a diferença entre o dividend yield dos fundos de tijolo e o cupom real da NTN-B 2035 se aproximou da média histórica. Ainda assim, vale destacar que esse referencial permanece próximo das máximas do período analisado, com uma remuneração de ~IPCA + 7,3% ao ano e, portanto, qualquer movimento de queda nessa taxa – assumindo estabilidade nos dividendos – seria um gatilho relevante para a reprecificação dos fundos imobiliários de tijolo. Segundo nossas estimativas, o recuo de 1 p.p. na taxa longa real implicaria uma valorização de aproximadamente 13% na cota desses fundos imobiliários.

Gráfico 32: Prêmio de risco dos fundos de tijolo (dividend yield LTM vs. NTN-B 2035)



Fonte: Empíricus, BTG Pactual, Economatica.

Soma-se a isso um carregamento atrativo com dividend yield médio de 10% ao ano, que promove maior conforto para a alocação nos fundos de tijolo mesmo considerando um cenário de curto prazo mais volátil, sustentado pelo desempenho operacional positivo do setor que registra taxa de ocupação saudável nos portfólios, bem como repasses inflacionários consistentes nos contratos locatícios. Como ponto de atenção, destacamos os rendimentos inflados de alguns fundos – por receitas não recorrentes ou carências contratuais –, que devem impactar negativamente seus respectivos proveitos nos próximos meses. Portanto, reiteraremos a necessidade do stock picking.

Assim como nos fundos imobiliários de tijolo, os fundos de crédito imobiliário também devem apresentar ganhos relacionados ao fechamento de juros. Atualmente, essas classes negociam com taxas implícitas elevadas – entre IPCA + 9% e IPCA + 11% ao ano – e, por isso, oferecem uma combinação atrativa de carregos e potencial de ganho de capital. Como principal ponto de sensibilidade, destaca-se o risco de crédito das operações, que aumentou nos últimos meses em função do nível elevado da taxa de juros. Diante disso, torna-se ainda mais essencial uma análise criteriosa na seleção dos fundos.

5 fundos imobiliários de maior convicção

Tabela 9: Características dos fundos selecionados

Fundo	Ticker	Segmento	Gestora	Yield UDM	Yield Anualizado	Liquidez (R\$ milhões/dia)	P/VPA
BTG Pactual Logística	BTLG11	Logística	BTG Pactual	9,6%	9,5%	6,6	95,1%
BTG Pactual Real Estate HF	BTHF11	Hedge Fund	BTG Pactual	-	14,4%	3,7	82,5%
HSI Malls	HSML11	Shoppings	HSI	10,7%	9,9%	2,3	77,0%
JS Real Estate	JSRE11	Escritórios	Safra	9,1%	9,1%	1,5	62,4%
RBR High Grade	RBRR11	Papel	RBR	12,6%	13,4%	2,9	93,6%

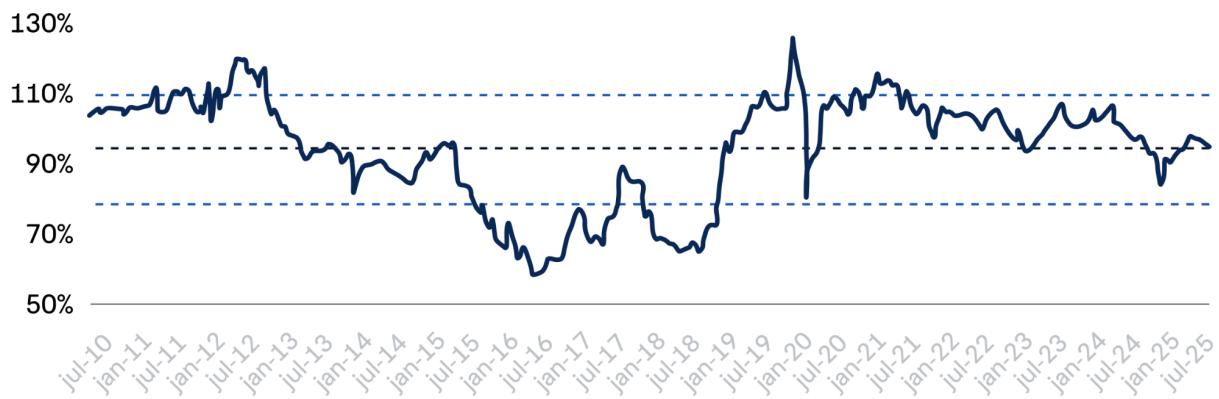
Fonte: Empiricus, Quantum Axis.

BTG Pactual Logística (BTLG11)

O BTG Pactual Logística (BTLG11) é um fundo imobiliário de tijolo focado na aquisição e no desenvolvimento de galpões logísticos modernos, estrategicamente localizados nas principais praças do Brasil, com destaque para ativos posicionados dentro do raio de 60 km da cidade de São Paulo, região com alta demanda e infraestrutura consolidada.

O portfólio do fundo é composto, em sua maioria, de imóveis de padrão A+, locados a inquilinos sólidos e inseridos em setores em expansão, com contratos de médio e longo prazo. Essa estratégia proporciona previsibilidade de receita e maior estabilidade financeira para o fundo e seus cotistas.

Entre os pilares da tese de investimentos, destacamos o cap rate atrativo e a possibilidade de adquirir um portfólio diversificado abaixo do valor patrimonial e do custo de reposição.

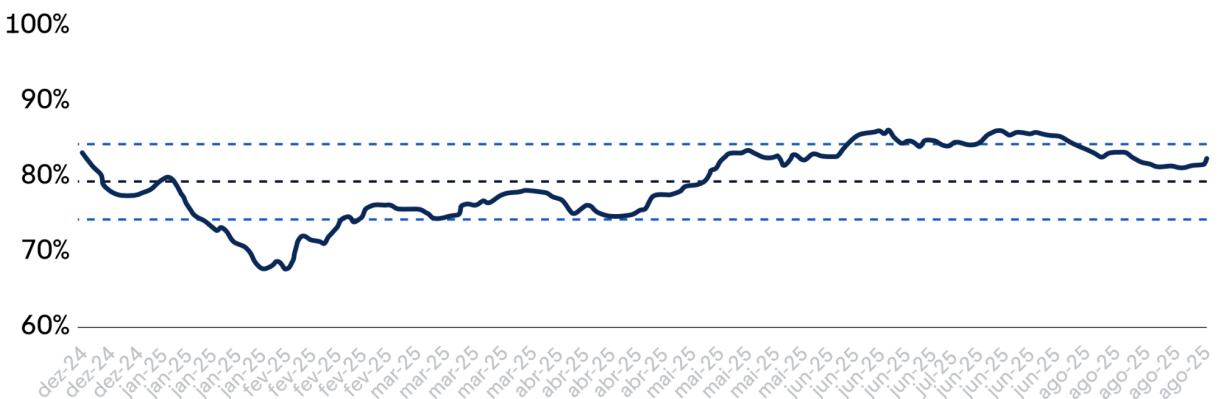
Gráfico 33: Cota de mercado/cota patrimonial (P/VP) - BTLG11

Fonte: Empiricus, Quantum Axis.

BTG Real Estate Hedge Fund (BTHF11)

O BTG Real Estate Hedge Fund (BTHF11) é um fundo multiestratégia gerido pela BTG Asset. O mandato flexível permite que a gestão aloque capital em uma ampla gama de ativos ligados ao mercado imobiliário, como FII's de papel e tijolo, CRI's, ativos reais, ações, FIDCs e veículos estruturados; característica que permite ao fundo um perfil dinâmico aos diferentes ciclos do mercado.

Entre os motivos da presença neste relatório, destacamos o dividend yield atrativo (na ordem de 14%) e o desconto em relação ao valor patrimonial, próximo de 17%, entre os maiores do mercado. Em caso de materialização de um cenário favorável para ativos domésticos, há uma estimativa interessante de valorização das cotas do FII.

Gráfico 34: Cota de mercado/cota patrimonial (P/VP) - BTHF11

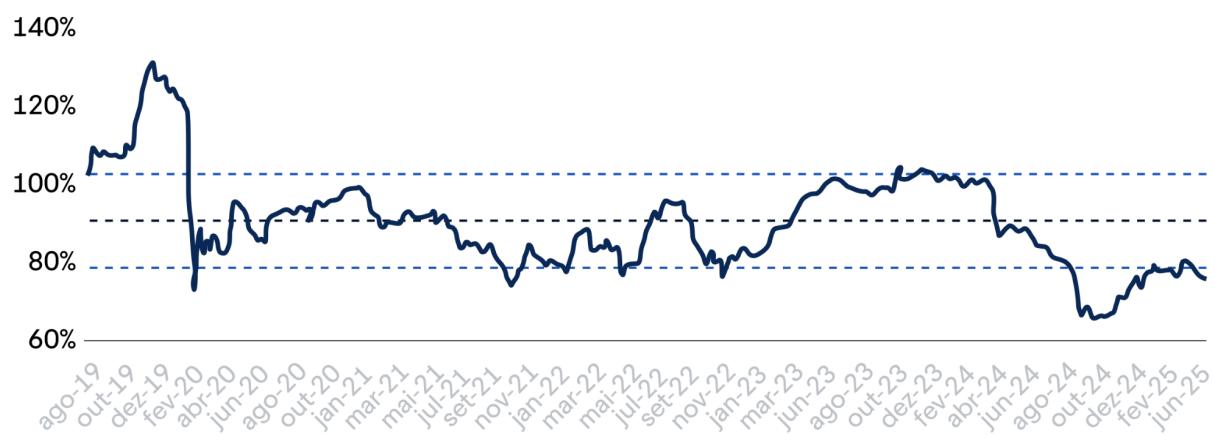
Fonte: Empiricus, Quantum Axis.

HSI Malls (HSML11)

O HSI Malls (HSML11) é um dos principais fundos do segmento de shopping centers da Bolsa brasileira. O veículo conta com um portfólio de sete projetos maduros, com forte presença nas regiões Norte, Nordeste e Sudeste. O fundo busca gerar renda recorrente e ganho de capital por meio da exploração, compra e venda de ativos no setor, mantendo participação majoritária em todos os shoppings da carteira.

Em nossas análises quantitativas, estimamos um potencial de valorização de dois dígitos para as cotas do HSML11, além de uma geração de renda atrativa. Na análise relativa, o fundo também apresenta indicadores favoráveis, especialmente em relação ao cap rate.

Gráfico 35: Cota de mercado/cota patrimonial (P/VP) - HSML11



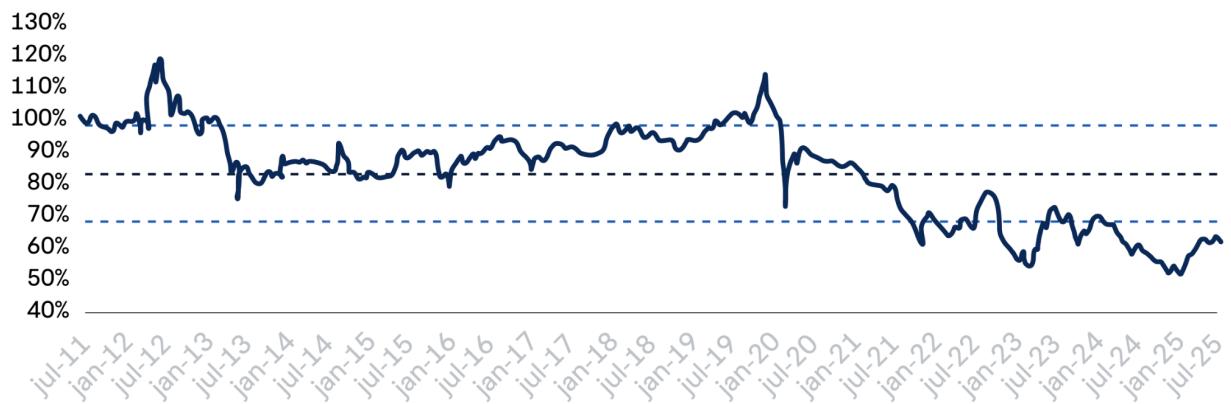
Fonte: Empiricus, Quantum Axis.

JS Real Estate (JSRE11)

O JS Real Estate (JSRE11) é um fundo tradicional do segmento de lajes corporativas, com portfólio composto de ativos de alto padrão localizados nas principais regiões de São Paulo. Após anos desafiadores para o setor, os imóveis do fundo vêm apresentando melhora nos indicadores operacionais, com crescimento gradual dos aluguéis.

Com um impacto muito forte durante e após a pandemia, o segmento de escritórios segue bastante descontado no mercado, com diversos fundos sendo negociados próximo às mínimas históricas na relação P/VP.

Nesse cenário, o JSRE11 se destaca como uma oportunidade de entrada em ativos premium, com margem para valorização e distribuição crescente de rendimentos.

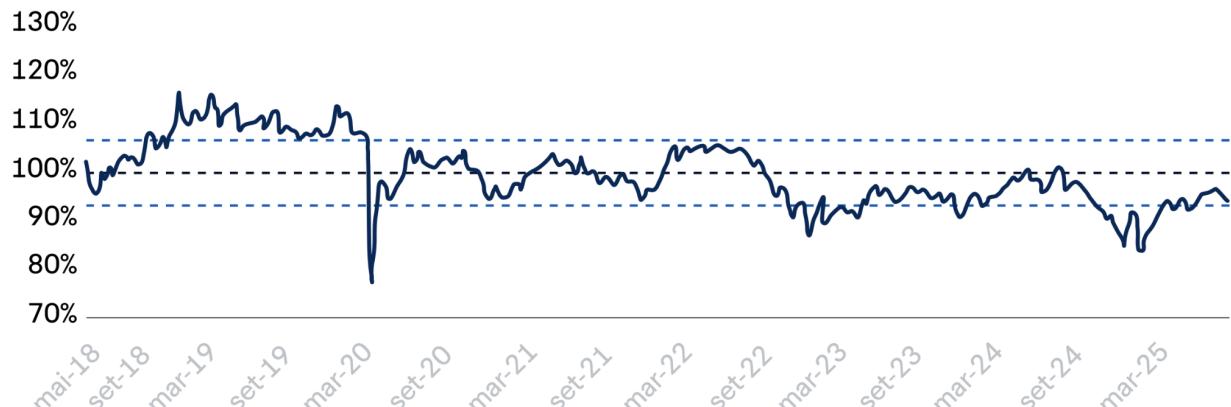
Gráfico 36: Cota de mercado/cota patrimonial (P/VP) - JSRE11


Fonte: Empiricus, Quantum Axis.

RBR Rendimento High Grade (RBRR11)

O RBR Rendimento High Grade (RBRR11) é um fundo imobiliário do tipo “papel”, que concentra suas aplicações em Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs). Com uma gestão ativa e estratégica, o fundo equilibra risco e retorno, selecionando títulos de alta qualidade de crédito e prazos ajustados ao cenário econômico.

A carteira do fundo é majoritariamente composta de ativos de crédito indexados à inflação, com taxa média (MTM) de IPCA + 9,2% ao ano. Além disso, há uma boa diversificação setorial, com exposição aos segmentos residencial, lajes corporativas e galpões logísticos. Em nossa visão, a qualidade da carteira de crédito e a possibilidade de capturar um desconto em relação ao valor patrimonial são pilares fundamentais da tese, especialmente para o segundo semestre.

Gráfico 37: Cota de mercado/cota patrimonial (P/VP) - RBRR11


Fonte: Empiricus, Quantum Axis.

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.