

Empiricus 10 Ideias

Ações para outubro/2025

Larissa Quaresma, CFA

larissa.quaresma@empiricus.com.br
Analista Responsável
Empiricus Research

Felipe Miranda, CNPI

Analista-Chefe
Empiricus Research

Sumário Executivo

Um horizonte além do dólar. Os Estados Unidos iniciaram seu ciclo de corte de juros, pressionando o dólar em um contexto de enfraquecimento do mercado de trabalho, incertezas sobre a política econômica de Trump e fragilidade fiscal. A perda de carregos da moeda, somada ao risco de paralisação da máquina pública e ao julgamento da legalidade das tarifas, reforça a busca global por alternativas ao dólar. Nesse ambiente, emergentes ganham atratividade: partem de *valuations* descontados, estão sub-alocados nas carteiras internacionais e oferecem perspectivas de crescimento superiores. O Brasil, em particular, combina múltiplos baratos, inflação em queda e a possibilidade de início da flexibilização monetária na virada do ano, o que tende a sustentar a expansão de preços de ativos. Apesar da proximidade das eleições de 2026, que devem gerar volatilidade, o cenário estrutural permanece construtivo. Assim, o momento sugere oportunidades no mercado brasileiro.

O que fazer? Reforçamos a exposição à economia doméstica com Rede D'Or, Direcional e maior peso em Itaú, privilegiando qualidade e sensibilidade à queda dos juros. Retiramos Suzano, afetada pelo dólar fraco, e realizamos lucros em Grupo SBF. A carteira segue equilibrada: 25% em financeiros, 20% em energia elétrica, 10% em exportadoras e 45% em nomes domésticos.

Empiricus 10 Ideias - Outubro/2025						
Ticker	Empresa	Peso	Setor	Valor de Mercado (R\$ bilhões)	P/L 2025E	P/L 2026E
ITUB4	Itaú	15%	Financeiro	398,3	9,2x	8,4x
ENGI11	Energisa	10%	Energia Elétrica	25,0	14,4x	14,4x
PRI03	Prio	10%	Óleo & Gás	34,1	9,8x	5,4x
EQTL3	Equatorial	10%	Energia Elétrica	46,4	15,9x	12,1x
IGTI11	Iguatemi	10%	Shoppings	6,8	13,1x	11,2x
PSSA3	Porto	10%	Financeiro	32,1	9,6x	8,8x
RENT3	Localiza	10%	Locação de Veículos	43,0	13,6x	9,9x
CSAN3	Cosan	10%	Infraestrutura	11,5	n.m.	5,5x
RDOR3	Rede D'Or	10%	Saúde	97,6	21,2x	17,1x
DIRR3	Direcional	5%	Incorporação	8,4	9,3x	6,1x

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

Performance do Empiricus 10 Ideias. Em setembro/25, a carteira 10 Ideias teve uma performance de +3,73%, contra +3,40% do Ibovespa e +1,58% do Bovespa Small Caps. No ano, o portfólio sobe 26,3%, contra +21,6% do Ibovespa.

Índice

[O capital segue buscando alternativas ao dólar](#)

[A diversificação para mercados emergentes](#)

[O Brasil está bem posicionado para receber fluxo](#)

[10 Ideias para outubro/25: menos dólar, mais domésticas](#)

[Performance do 10 Ideias em setembro/25](#)

[Itaú \(ITUB4\)](#)

[Energisa \(ENGI11\)](#)

[Prio \(PRIO3\)](#)

[Equatorial \(EQTL3\)](#)

[Iguatemi \(IGTI11\)](#)

[Porto \(PSSA3\)](#)

[Localiza \(RENT3\)](#)

[Cosan \(CSAN3\)](#)

[Rede D'Or \(RDOR3\)](#)

[Direcional \(DIRR3\)](#)

[A bolsa em gráficos](#)

O capital segue buscando alternativas ao dólar

Os Estados Unidos iniciaram seu ciclo de corte de juros, o que traz pressão adicional sobre o dólar. A perda de carrego da moeda americana é apenas mais um fator nesse sentido, que se soma à desaceleração do mercado de trabalho, à incerteza da política econômica Trumpista e ao aumento da dívida pública. Todos esses elementos enfraquecem o status do dólar como moeda de reserva e principal destino de investimentos do mundo.

O mercado de trabalho americano continua perdendo fôlego: apenas 22 mil vagas foram criadas em agosto, menos da metade da leitura anterior. Também houve nova revisão baixista dos meses anteriores, de -21 mil vagas no acumulado, o que levou a leitura de junho para o território negativo. Ademais, a taxa de desemprego subiu para 4,3%, maior patamar desde 2020. Parece haver vulnerabilidade estrutural no emprego.

Ainda que a inflação siga acelerando, principalmente pelo repasse das tarifas, a preocupação com a atividade falou mais alto na decisão de juros do Federal Reserve. A autoridade reduziu a taxa básica em 0,25%, para 4,00%-4,25% anuais, no que pode ter sido apenas o início da flexibilização monetária. Caso os dados de atividade sigam corroborando a desaceleração, devemos ver mais cortes nos próximos meses, em outubro e dezembro.

A perspectiva, portanto, é que o dólar diminua seu carrego de juros no curto prazo, o que reduz sua atratividade. Além disso, preocupações fiscais voltaram ao radar com o impasse negocial sobre a elevação do teto da dívida pública. Caso um acordo não seja atingido, a máquina pública será paralisada, ainda que isso possa ser seguido de um desfecho favorável. De todo modo, as atenções se voltam para a frágil situação fiscal americana, o que pode piorar com o julgamento da legalidade das tarifas recíprocas, marcado para novembro.

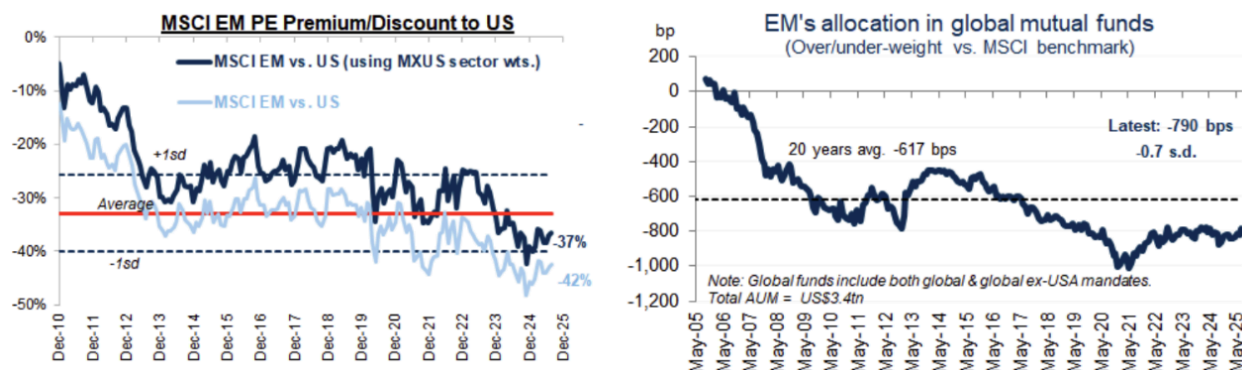
Com a incerteza na política econômica, perda de carrego, fiscal frágil e desaceleração econômica, há muitos motivos para o alocador global buscar alternativas ao dólar. É provável que esse movimento continue.

A diversificação para mercados emergentes

A redução do custo de capital no principal mercado do mundo impele os investidores ao risco. O juro menor favorece a busca por ativos reais, como ações, pelo menor custo de oportunidade do capital. Ademais, as empresas economizam em despesas financeiras e têm a capacidade de repassar preços, algo positivo em cenário inflacionário.

No caso de mercados emergentes, o cenário de dólar fraco provê atratividade adicional para suas ações; afinal, a variação cambial compõe o retorno dos investidores estrangeiros. É possível que estejamos começando um ciclo longo de diversificação para mercados emergentes, após 15 anos de domínio do dólar como destino de investimento.

Partimos de um *valuation* barato: o MSCI Emerging Markets negocia a um desconto superior a 40% sobre o MSCI US. A alocação em emergentes por fundos de investimentos globais está perto das mínimas em 20 anos. O ponto de partida, portanto, parece assimétrico para cima, em termos de fluxo e preços.

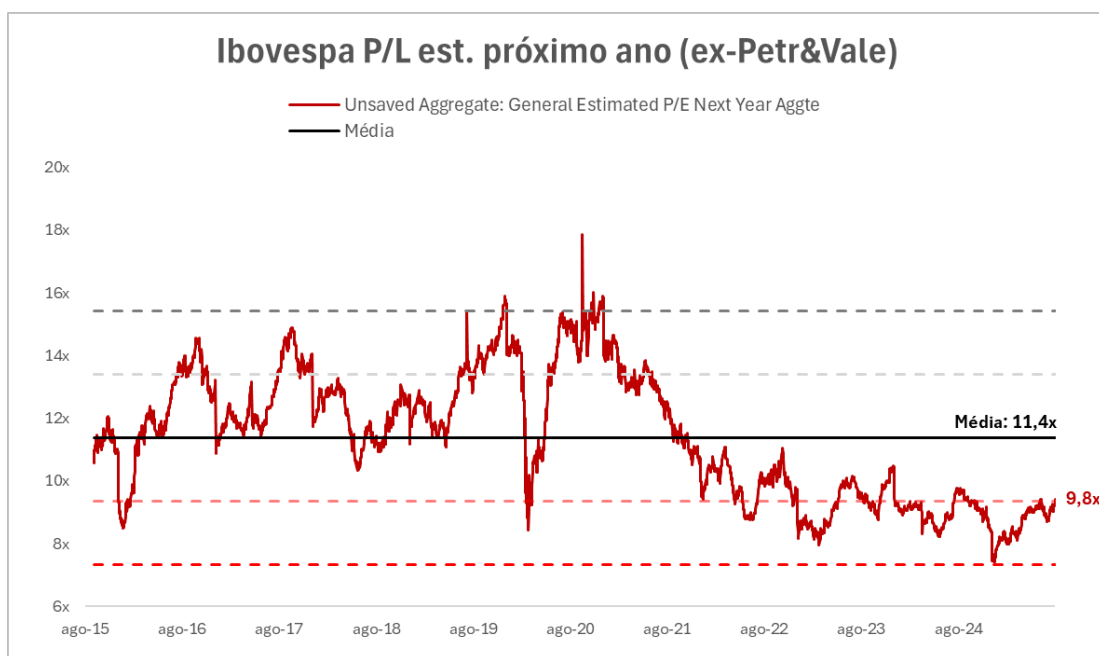


Fontes: MSCI, FactSet, EPFR, GS

A diversificação para emergentes segue fazendo sentido para o alocador global. Custo de capital reduzido no principal mercado do mundo, dólar fraco, valuations atrativos. Além disso, determinados mercados podem experimentar crescimentos maiores que os EUA nos próximos anos.

O Brasil está bem posicionado para receber fluxo

Muito embora o Ibovespa tenha subido 21,6% no ano (+41,3% em dólar), nosso mercado acionário continua barato. Excluindo Petrobras e Vale, o índice negocia a um múltiplo P/L de 9,8x para 2026, 14% abaixo da média de 11,4x, dos últimos 10 anos. Mesmo na visão relativa aos pares latinoamericanos, permanecemos atrativos: o principal índice acionário mexicano negocia a 12,8x; o chileno, a 11,5x.



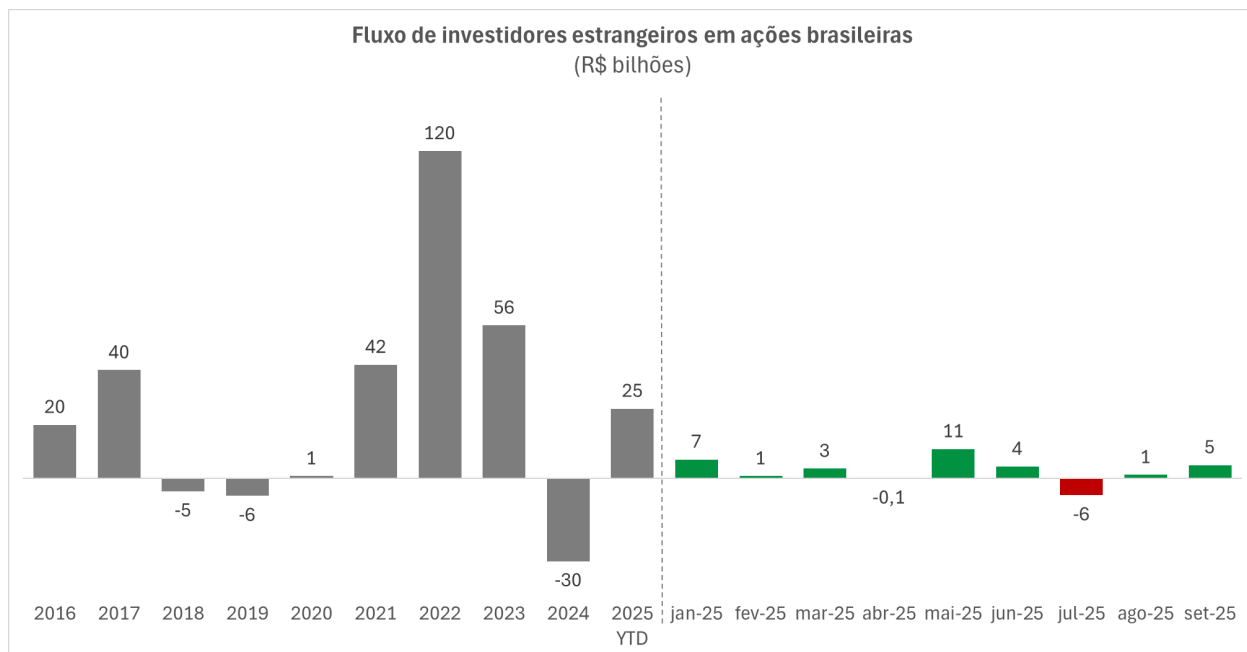
Fonte: Bloomberg. Considera preços de fechamento de 29-setembro-2025.

Também estamos em um ponto favorável do ciclo de juros. Apesar do discurso conservador do Banco Central, é provável que a flexibilização monetária comece nos próximos meses. A inflação está caindo: o IPCA de agosto veio em deflação, e o IPCA-15 de setembro surpreendeu para baixo, além de mostrar melhor composição qualitativa. Ademais, a atividade continua dando sinais de desaceleração: apenas 38 mil vagas de emprego foram criadas em agosto, com ajuste sazonal, versus 100 mil em julho.

Ainda que o desemprego permaneça na mínima histórica (5,6%), a perda de fôlego é notável diante dos dados. A queda adicional do dólar pode amplificar a redução da

inflação por aqui. Com isso, é bem possível que o corte da Selic aconteça na virada do ano – um gatilho importante para a continuidade da expansão de múltiplos.

Não à toa, os estrangeiros voltaram a ingressar na nossa bolsa, com entradas de R\$ 5 bilhões em setembro. No ano, o acumulado está em +R\$ 25 bilhões.



Fontes: B3, estimativas Empiricus Research. Dados até 25-setembro-2025.

Não podemos deixar de notar que restam 12 meses para a eleição presidencial de 2026. Daqui para frente, o tema tende a ganhar cada vez mais relevância na precificação de ativos. Haverá volatilidade no caminho, mas o prognóstico segue construtivo.

10 Ideias para outubro/25: menos dólar, mais domésticas

Diante do dólar fraco, decidimos aumentar nossa exposição à economia doméstica, por meio de nomes sensíveis à descompressão de juros, sem abrir mão do fator qualidade. Adicionamos Rede D'Or e Direcional, que consideramos as melhores operadoras dos seus segmentos, de saúde e incorporação de baixa renda, respectivamente. Ambas as teses são sensíveis ao tema de juros; no caso de Rede D'Or, pela duração longa dos seus

fluxos de caixa; no caso de Direcional, pela demanda ligada ao patamar de Selic. Ainda assim, ambas as teses não *dependem* do juro baixo para funcionar; tanto é que suas operações seguem rentáveis e em forte crescimento. Também aumentamos o peso de Itaú, cuja ação performou pior que os pares ao longo do mês e segue em *valuation* atrativo, enquanto deve manter o bom momento operacional.

Empiricus 10 Ideias - Outubro/2025						
Ticker	Empresa	Peso	Setor	Valor de Mercado (R\$ bilhões)	P/L 2025E	P/L 2026E
ITUB4	Itaú	15%	Financeiro	398,3	9,2x	8,4x
ENGI11	Energisa	10%	Energia Elétrica	25,0	14,4x	14,4x
PRI03	Prio	10%	Óleo & Gás	34,1	9,8x	5,4x
EQTL3	Equatorial	10%	Energia Elétrica	46,4	15,9x	12,1x
IGTI11	Iguatemi	10%	Shoppings	6,8	13,1x	11,2x
PSSA3	Porto	10%	Financeiro	32,1	9,6x	8,8x
RENT3	Localiza	10%	Locação de Veículos	43,0	13,6x	9,9x
CSAN3	Cosan	10%	Infraestrutura	11,5	n.m.	5,5x
RDOR3	Rede D'Or	10%	Saúde	97,6	21,2x	17,1x
DIRR3	Direcional	5%	Incorporação	8,4	9,3x	6,1x

SUZB3	Suzano	-10%
SBFG3	Grupo SBF	-10%
RDOR3	Rede D'Or	+10%
ITUB4	Itaú	+5%
DIRR3	Direcional	+5%

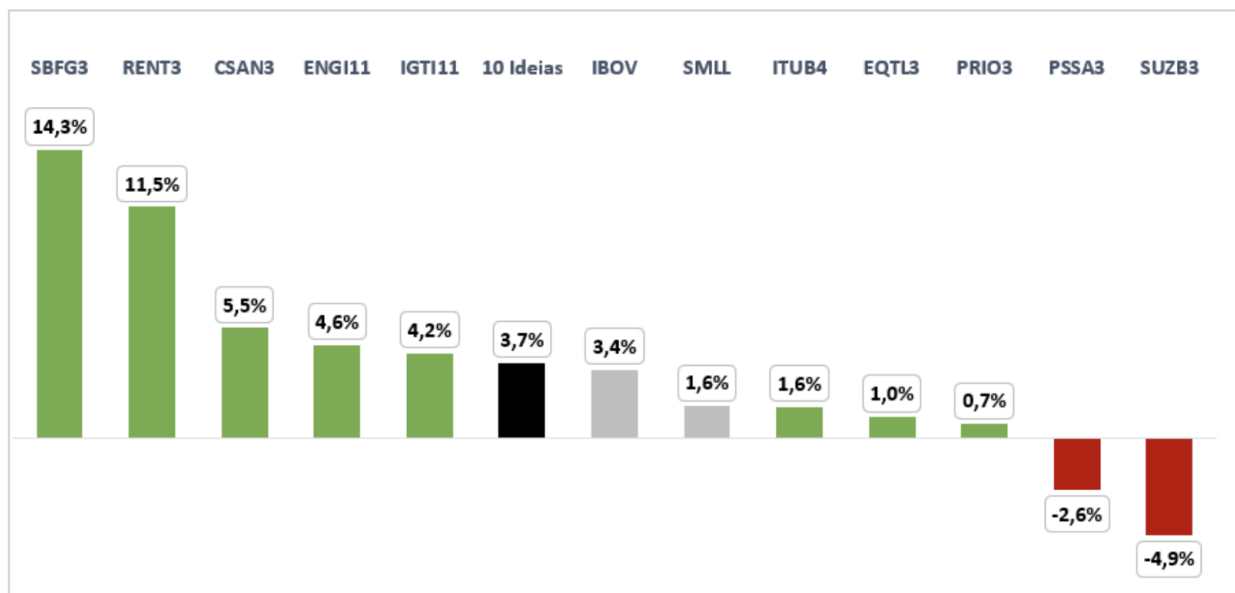
Para abrir espaço, retiramos Suzano, exclusivamente pelo dólar fraco, dada a sensibilidade dos seus fluxos de caixa ao câmbio. Além disso, também retiramos Grupo SBF, capturando a alta de 23% desde a sua inclusão na carteira, em maio (vs. +9% do Ibovespa).

Energisa, Prio, Equatorial, Iguatemi, Porto, Localiza e Cosan completam o portfólio. Assim, ficamos com 25% de exposição ao setor financeiro; 20% a energia elétrica; 10% em exportadoras e 45% em nomes domésticos, sensíveis a juros.

Performance do 10 Ideias em Setembro/25

Em setembro/25, a carteira 10 Ideias teve uma performance de +3,73%, contra +3,40% do Ibovespa. No ano, o portfólio sobe +26,3%, versus +21,6% do Ibovespa.

Performance das ações em Setembro/25



Performance acumulada até Setembro/2025

	Carteira	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acum
2023	10 Ideias	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11,8%	6,8%	19,4%	19,4%
	Ibovespa	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	12,5%	5,4%	18,6%	18,6%
	Small Cap	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	12,5%	7,0%	20,4%	20,4%
2024	10 Ideias	-3,3%	-1,3%	1,7%	-9,4%	-4,1%	3,3%	5,5%	3,7%	-3,7%	-2,8%	-7,2%	-7,5%	-23,4%	-8,5%
	Ibovespa	-4,8%	1,0%	-0,7%	-1,7%	-3,0%	1,5%	3,0%	6,5%	-3,1%	-1,6%	-3,1%	-4,3%	-10,4%	6,3%
	Small Cap	-6,6%	0,5%	2,2%	-7,8%	-3,4%	-0,4%	1,5%	4,5%	-4,4%	-1,4%	-4,5%	-7,8%	-25,0%	-9,7%
2025	10 Ideias	6,1%	-3,2%	5,8%	8,3%	5,7%	-0,8%	-6,8%	5,8%	3,7%				26,3%	15,6%
	Ibovespa	4,9%	-2,6%	6,1%	3,7%	1,5%	1,3%	-4,2%	6,3%	3,4%				21,6%	29,3%
	Small Cap	6,1%	-3,9%	6,7%	8,5%	5,9%	1,0%	-6,4%	5,9%	1,6%				27,3%	14,9%

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:



Companhia	Itaú
Ticker	ITUB4
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 398,2 bi
Liquidez média diária	R\$ 680,3 mi
Preço/ação	R\$ 39,07
Performance (12M)	19,4%

i) Performance superior em crédito: a gestão atual provou ter a capacidade de navegar bem os 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 elevada 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 migração da estrutura *on-premise* para a nuvem e 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.

iv) Valuation. ITUB4 negocia a 1,9x seu valor patrimonial, o que representa um prêmio relevante sobre seus principais pares, mas justificado pela rentabilidade superior e a consistência na execução.

Riscos: i) desaceleração relevante da concessão de crédito, dada a Selic elevada; ii) aumento de inadimplência maior que a esperada; e iii) competição irracional no crédito.

Energisa (ENG11)

A Energisa é uma companhia do setor elétrico com forte atuação na distribuição e vem ampliando sua presença no mercado de gás natural, reforçando seu papel estratégico na transição energética do Brasil. Com foco em eficiência operacional, a companhia tem conseguido bom desempenho mesmo em ativos complexos. A diversificação por meio do segmento de gás natural, embora ainda pouco representativa no consolidado da empresa, é uma via promissora de crescimento, dada a sinergia operacional com a distribuição de energia e o potencial de monetização de reservas ainda inexploradas no país.

	
Companhia	Energisa
Ticker	ENG11
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 25,0 bi
Liquidez média diária	R\$ 129,0 mi
Preço/ação	R\$ 50,86
Performance (12M)	14,2%

Os ativos de distribuição da Energisa mantêm forte desempenho operacional, evidenciando qualidade e boa gestão. Os últimos trimestres têm mostrado expansão do volume distribuído, com estabilidade em perdas e rigor no controle de custos. Tal performance reforça a eficiência e perfil defensivo dos ativos, essenciais para atender às exigências da ANEEL no próximo ciclo de renovação.

Mesmo com fundamentos sólidos, as ações da Energisa (ENG11) seguem negociando em níveis atrativos de valuation. A companhia oferece **uma taxa interna de retorno (TIR) real de 11%, representando um prêmio de cerca de 450bps em relação à NTN-B 2035** – um bom ponto de entrada para investidores que buscam retorno ajustado ao risco em ativos do setor elétrico.

Riscos: i) atrasos ou condições mais onerosas na renovação das concessões de distribuição; ii) aumento estrutural das perdas não técnicas em distribuidoras em processo de reestruturação; iii) mudanças no marco regulatório do setor elétrico que afetem a remuneração dos ativos.

Prio (PRIO3)

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

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

Nossa tese de investimentos se baseia nos seguintes pontos:



Companhia	Prio
Ticker	PRIO3
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 34,1 bi
Liquidez média diária	R\$ 253,5 mi
Preço/ação	R\$ 38,13
Performance (12M)	-12,2%

i) Perspectiva de crescimento orgânico. Expectativa de que o IBAMA autorize a exploração comercial de Wahoo nos próximos meses, o que pode adicionar cerca de 40 mil boe/d à produção.

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

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

Potenciais riscos: i) a queda nos preços do petróleo, o que afetaria as receitas da companhia e poderia levar à desvalorização das ações; ii) mais atrasos na licença do Campo de Wahoo; e iii) mudanças regulatórias no setor.

Equatorial (EQTL3)

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

	
Companhia	Equatorial
Ticker	EQTL3
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 46,1 bi
Liquidez média diária	R\$ 241,6 mi
Preço/ação	R\$ 36,57
Performance (12M)	6,7%

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

Mesmo diante da qualidade e histórico, as ações da Equatorial estão em um **patamar atrativo de valuation**: em termos de EV/Ebitda está abaixo da sua média dos últimos anos e negocia com uma TIR real atrativa, de 10% – em nossa visão, ainda um bom ponto de entrada.

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

Iguatemi (IGTI11)

Constituída em 1979 a partir do Grupo Jereissati, a Iguatemi é uma das principais empresas full-service de shopping centers do país em área bruta locável (ABL). Seu portfólio é composto por 14 shoppings centers (todos sob administração da companhia) de altíssima qualidade, 2 outlets premium e 4 torres comerciais, que juntos totalizam quase 500 mil metros quadrados de ABL própria.

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


Os principais pilares da tese de investimento são:

i) Portfólio de ativos resilientes. Por se tratar de empreendimentos voltados para o público das classes A e B, o seu portfólio se mostra **mais** resiliente que a média nacional.

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

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

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

 IGUATEMI Empresa de Shopping Centers SA	
Companhia	Iguatemi
Ticker	IGTI11
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 6,8 bi
Liquidez média diária	R\$ 51,0 mi
Preço/ação	R\$ 24,48
Performance (12M)	16,5%

Porto (PSSA3)

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

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

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

	
Companhia	Porto
Ticker	PSSA3
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 32,1 bi
Liquidez média diária	R\$ 90,2 mi
Preço/ação	R\$ 49,86
Performance (12M)	36,0%

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

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

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


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

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

Localiza (RENT3)

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

i) Líder em um setor sub-penetrado e pulverizado. Apenas 9% das empresas possuem frota terceirizada e 3% dessa frota são Localiza. Enxergamos uma relevante avenida de crescimento para a companhia, tanto em expansão de mercado como em ganho de market share.

	
Companhia	Localiza
Ticker	RENT3
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 43,0 bi
Liquidez média diária	R\$ 281,4 mi
Preço/ação	R\$ 39,45
Performance (12M)	-3,1%

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

iii) Valuation e recuperação da rentabilidade. As ações da companhia sofreram forte queda no último ano, puxada pela depreciação crescente da frota e retomada do aperto monetário. Após os ajustes operacionais realizados ao longo de 2024, acreditamos que a companhia seguirá entregando resultados sequencialmente melhores, o que pode contribuir para destravar valor para as ações, que negociam em múltiplos historicamente bastante descontados.

Riscos: i) piora duradoura no mercado de veículos; ii) mudanças regulatórias (reajuste da alíquota de IPVA pago pelas locadoras, por exemplo); iii) forte redução na concessão de crédito auto pelas instituições financeiras.

Cosan (CSAN3)

Fundada em 1936 como uma usina de açúcar produzido a partir da cana, a Cosan é hoje um dos maiores conglomerados de infraestrutura e energia do Brasil. No seu portfólio estão grandes empresas, como a Raízen, Rumo, Compass e Moove. Nossa tese de investimentos se baseia nos seguintes pilares:



Companhia	Cosan
Ticker	CSAN3
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 11,4 bi
Liquidez média diária	R\$ 324,6 mi
Preço/ação	R\$ 6,17
Performance (12M)	-53,1%

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 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 em nossos cálculos, o que traz mais assimetria de preço para ação, que deveria ser negociada com um desconto menor (entre 15% e 25%).

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.

Rede D'or (RDOR3)

A Rede D'or é a maior rede de hospitais privados do país. Fundada há quase 50 anos, a companhia conta com 75 hospitais em 13 estados do Brasil (incluindo DF). Com 13 mil leitos (quase o dobro da principal concorrente) e uma das operações mais eficientes do ramo, a companhia tem um *pipeline* robusto de expansão nos próximos anos.

Pilares da tese de investimento:

i) Setor promissor. O setor de saúde privada no

Brasil é um dos que têm cenário mais claro de aumento de demanda, com o evidente envelhecimento da população, aumento dos idosos em empregos formais e déficit de leitos privados no país (hoje, o Brasil tem 2 para cada mil habitantes, abaixo da recomendação da OMS, de 3). ntável (18% de ROE estimado em 2026), geração de caixa e força da marca.

ii) Melhor operação num mercado fragmentado. Apesar do tamanho da companhia, há muito espaço para consolidação. A Rede D'or, Hapvida e Dasa, como as 3 maiores redes do país, não somam 10% de *market share* do setor. Nessa corrida, tem vantagem quem é mais eficiente e tem mais capital disponível para alocar, o que coloca a Rede D'or como favorita. Não só pelo seu ótimo histórico de alocação de capital, mas pela operação rentável (18% de ROE estimado em 2026), geração de caixa e força da marca. Além disso, a companhia possui alavancagem operacional, ou seja, quanto mais cresce, mais dilui custos e mais eficiente se torna.


iii) Verticalização. Com a aquisição da Sulamérica, celebrada em 2022, a companhia consegue diversas sinergias, bem como redução do impacto da sinistralidade da seguradora, atuação mais abrangente e ganhos com o crescimento do setor, ainda que não crescesse por si só.

Principais riscos: i) Queda do emprego e da renda; ii) aquisições mal-sucedidas; iii) concentração no sudeste brasileiro.

REDE D'OR	
Companhia	Rede D'or
Ticker	RDOR3
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 97,6 bi
Liquidez média diária	R\$ 168,1 mi
Preço/ação	R\$ 42,08
Performance (12M)	37,9%

Direcional (DIRR3)

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

	
Companhia	Direcional
Ticker	DIRR3
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 8,4 bi
Liquidez média diária	R\$ 62,4 mi
Preço/ação	R\$ 16,17
Performance (12M)	60,4%

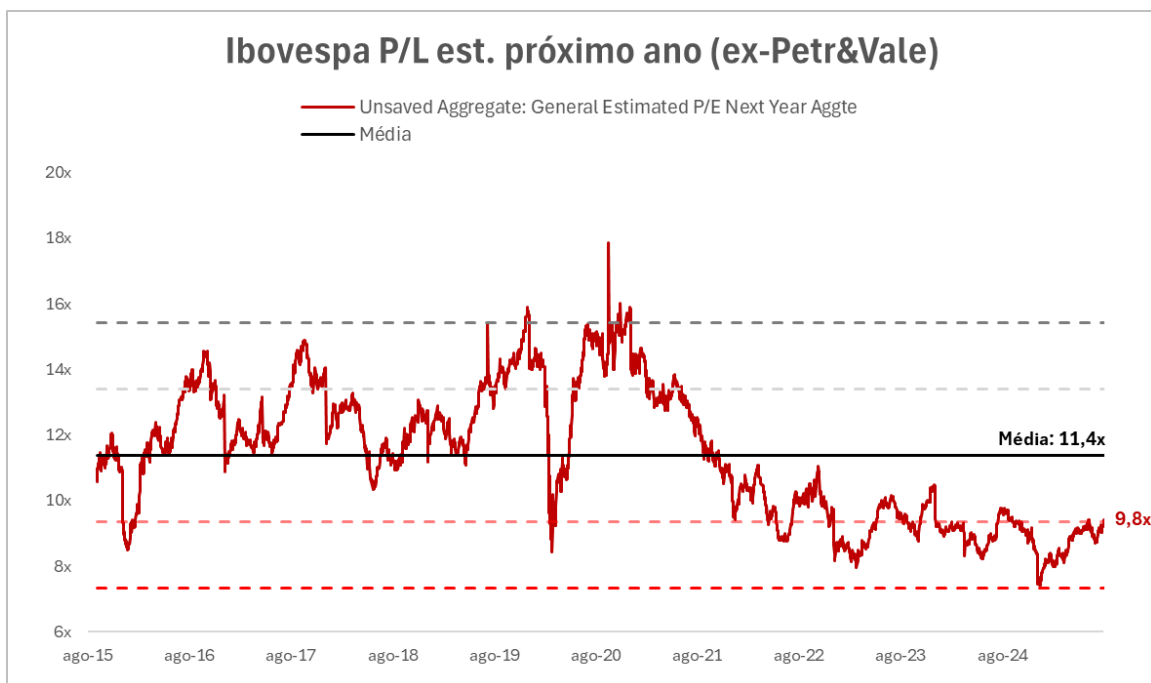
Além de avaliarmos a companhia como a melhor executora do setor de incorporação, a sua sugestão na carteira também passa pelos seguintes fatores:

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

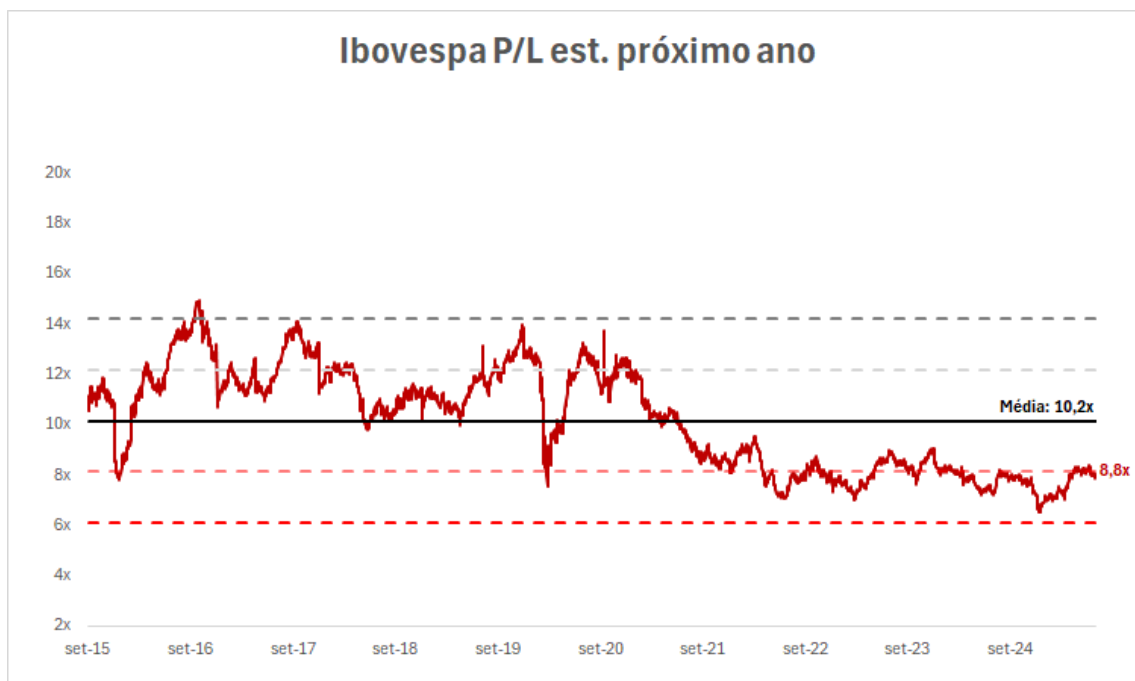
ii) Valuation. Negociando a um múltiplo P/L atrativo para 2026 e, em nossa visão, em um ciclo de crescimento de lucro sustentável para os próximos trimestres, a companhia está com um desconto relevante em relação ao seu múltiplo histórico, um belo ponto de entrada.

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

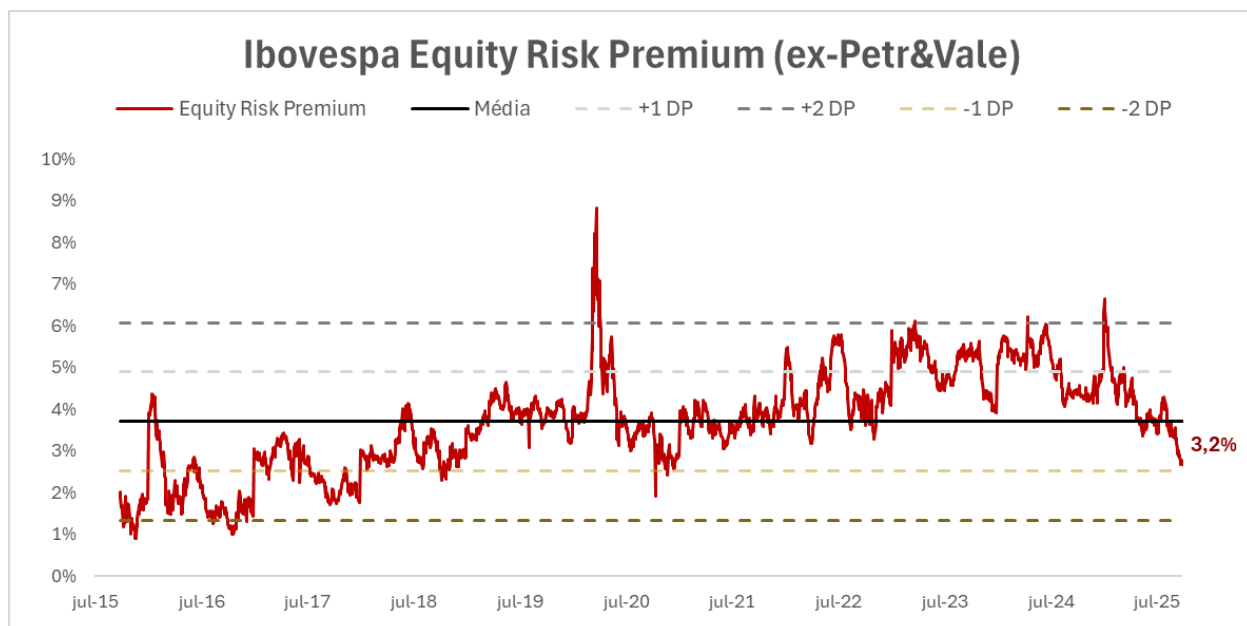
A bolsa em gráficos



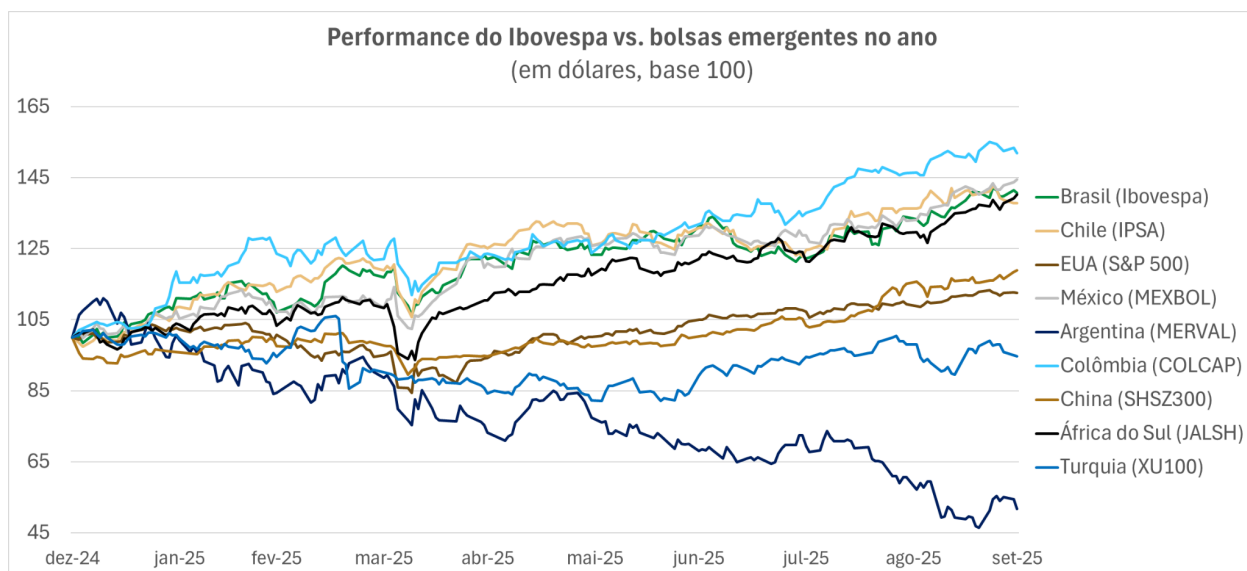
Fonte: Bloomberg. Considera preços de fechamento de 29-setembro-2025.



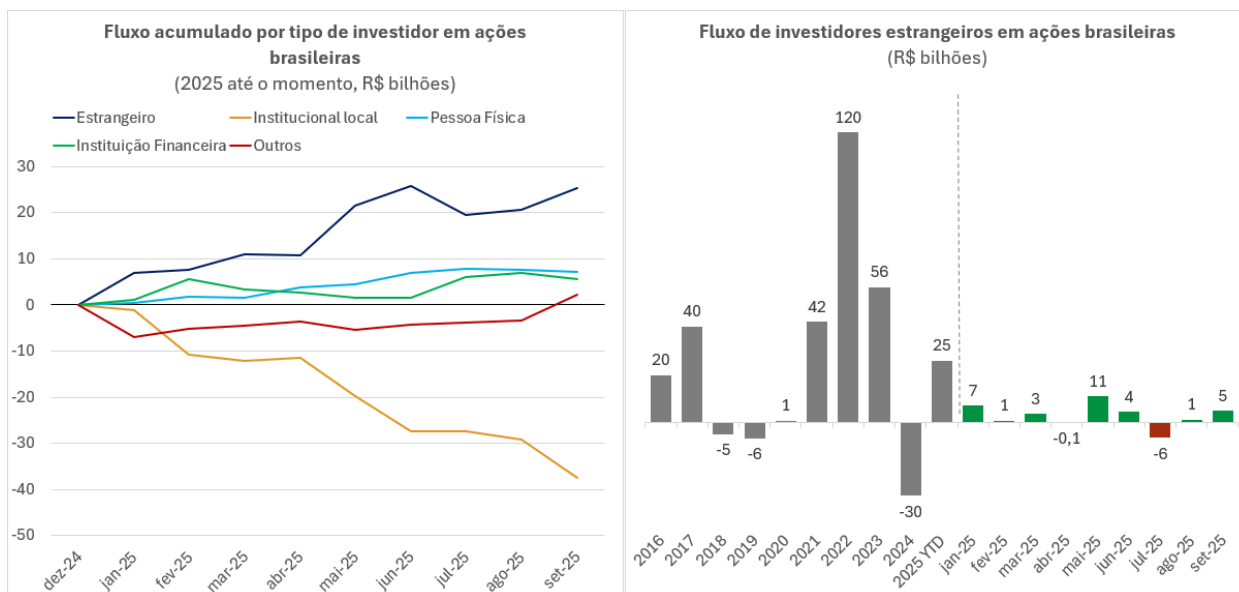
Fonte: Bloomberg. Considera preços de fechamento de 29-setembro-2025.



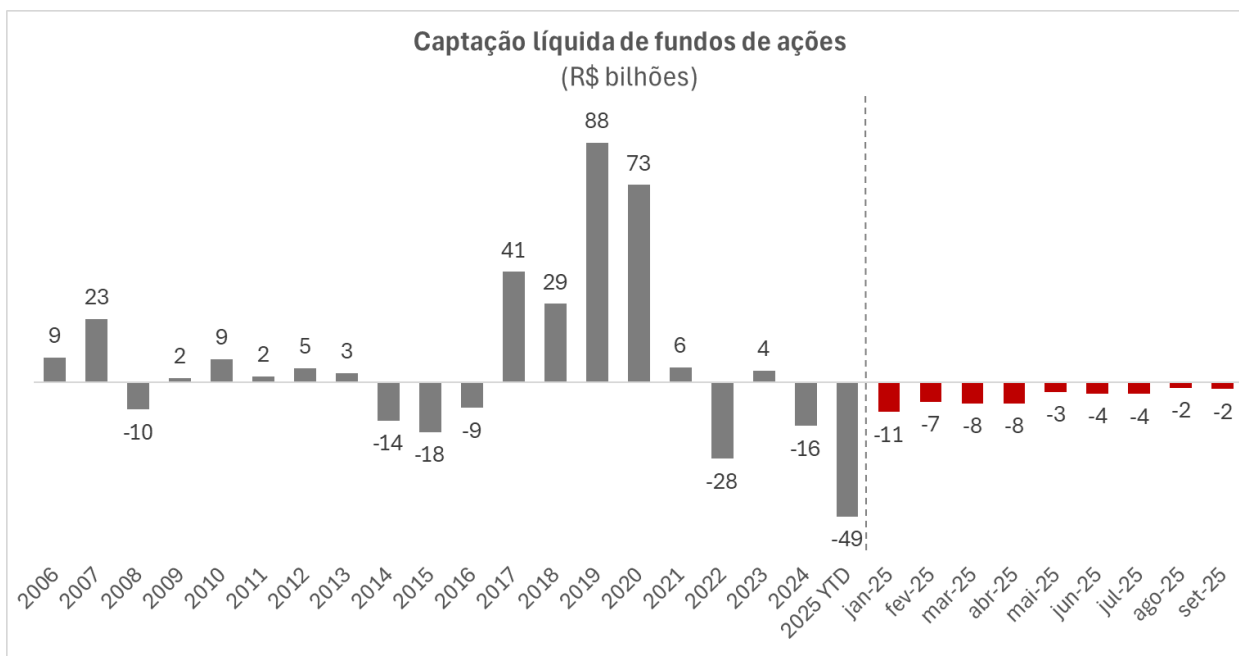
Fonte: Bloomberg. Considera preços de fechamento de 29-setembro-2025.



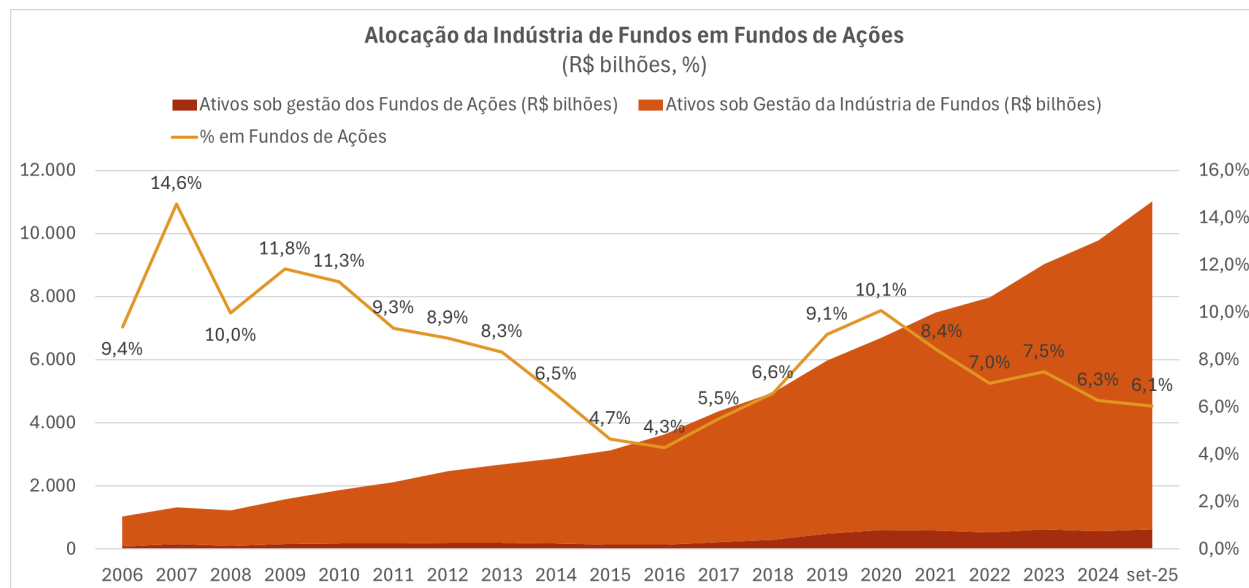
Fonte: Bloomberg. Considera preços de fechamento de 30-setembro-2025.



Fontes: B3, estimativas Empiricus Research. Dados até 25-setembro-2025.



Fontes: Anbima, estimativas Empiricus Research. Dados até 25-setembro-2025.



Fontes: Anbima, estimativas Empiricus Research. Dados até 25-setembro-2025.

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.