

Empiricus 10 Ideias

Ações para novembro/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. O cenário global aponta para uma fase mais construtiva à frente, com o recente acordo entre Estados Unidos e China abrindo espaço para um ciclo de reaproximação comercial. A trégua tarifária de 1 ano, somada à ampliação de parcerias dos EUA com países asiáticos e à retomada do diálogo com o Brasil, reduz o risco de disruptão nas cadeias produtivas e melhora o horizonte para empresas mundo afora. A política monetária americana também caminha nessa direção: com o juro básico cortado para 3,75%-4,00% e o fim do enxugamento de balanço a partir de dezembro, as condições financeiras favorecem o fluxo para mercados emergentes. Na América do Sul, o fortalecimento político de Javier Milei, cuja coalizão consolidou maioria relativa no Congresso argentino, reforça a expectativa de um novo ciclo liberal na região, com fluxo adicional de investidores. No Brasil, a combinação de inflação em queda, desaceleração controlada da atividade e corte iminente da Selic criam as condições para valorização adicional da bolsa local. O *valuation*, ainda 14% abaixo da média histórica e abaixo dos pares regionais, reforça a atratividade das nossas ações.

O que fazer? Aumentamos a exposição à queda de juros com a inclusão de Nubank (ROXO34), que combina sensibilidade à Selic e forte crescimento operacional. Retiramos Energisa (ENGI11), realizando lucro de 7,2% e reduzindo o peso em energia elétrica. A carteira passa a ter 35% em financeiros, 10% em energia, 10% em exportadoras e 45% em nomes domésticos sensíveis aos juros.

Empiricus 10 Ideias - Novembro/2025						
Ticker	Empresa	Peso	Setor	Valor de Mercado (R\$ bilhões)	P/L 2025E	P/L 2026E
ITUB4	Itaú	15%	Financeiro	402,5	9,3x	8,4x
ROXO34	Nubank	10%	Financeiro	327,4	27,3x	19,5x
PRI03	Prio	10%	Óleo & Gás	32,2	8,7x	5,0x
EQTL3	Equatorial	10%	Energia Elétrica	45,6	15,3x	11,8x
IGTI11	Iguatemi	10%	Shoppings	6,9	13,5x	11,8x
PSSA3	Porto	10%	Financeiro	31,3	9,4x	8,5x
RENT3	Localiza	10%	Locação de Veículos	42,6	14,4x	10,0x
CSAN3	Cosan	10%	Infraestrutura	11,2	n.m.	5,7x
RDOR3	Rede D'Or	10%	Saúde	99,2	21,4x	17,4x
DIRR3	Direcional	5%	Incorporação	8,8	10,5x	8,4x

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

Performance do Empiricus 10 Ideias. Em outubro/25, a carteira 10 Ideias teve uma performance de +0,1%, contra +2,3% do Ibovespa. No ano, o portfólio sobe +26,3%, versus +24,3% do Ibovespa.

Índice

[Cenários comerciais extremos parecem ter saído da mesa](#)

[Há fundamento para o otimismo global](#)

[A renovação do legislativo argentino pode reverberar no Brasil](#)

[Olhos voltados para o corte da Selic](#)

[10 Ideias para novembro/25: posicionados para o corte de juros, mas com qualidade](#)

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

[Itaú \(ITUB4\)](#)

[Nu \(ROXO34\)](#)

[Prio \(PRIO3\)](#)

[Equatorial \(EQTL3\)](#)

[Iguatemi \(IGTI11\)](#)

[Porto \(PSSA3\)](#)

[Localiza \(RENT3\)](#)

[Cosan \(CSAN3\)](#)

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

[Direcional \(DIRR3\)](#)

[A bolsa em gráficos](#)

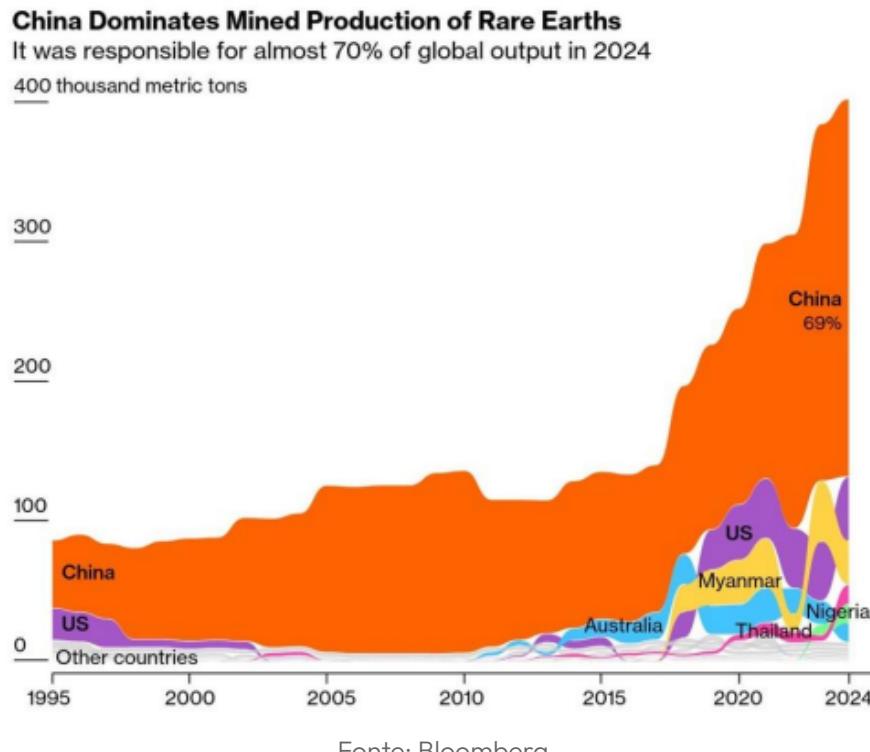
Cenários comerciais extremos parecem ter saído da mesa

Após diversas ameaças entre Estados Unidos e China, os dois países finalmente chegaram a um acordo comercial, o que reduz a probabilidade de cenários extremos para o crescimento global. Passada a corrida para ativos seguros do início do mês, desencadeada pelas intimidações entre as duas maiores economias do mundo, as bolsas globais respiram aliviadas com a redução do risco de ruptura no comércio internacional.

Donald Trump, presidente dos EUA, e Xi Jinping, presidente da China, atingiram um consenso. O país de Xi voltou a comprar soja americana e manteve a exportação de terras raras para os EUA; em troca, Trump concordou com a trégua de 1 ano na tarifa à China, além de ter autorizado a exportação de chips avançados ao país asiático. Com os maiores mercados do mundo voltando a fazer comércio entre si, as cadeias de produção correm menos risco de disruptão – algo positivo para as empresas mundo afora e, consequentemente, para o apetite a risco global.

A agora conciliatória postura de Trump beneficiou não só à China, mas também diversos outros países com os quais os EUA fez acordo nas últimas semanas. Foi o caso de Coréia do Sul, Japão, Malásia, Camboja, Vietnã, Tailândia e Austrália. Os tratados não só apaziguaram as tarifas bilaterais, como também garantiram investimentos em tecnologia americana e acesso dos EUA a minerais de terras raras. Esses materiais são um conjunto de 17 elementos químicos essenciais para a fabricação de alta tecnologia, como ímãs superpotentes, motores de carros elétricos, turbinas eólicas, telas de celular e equipamentos militares.

Embora o nome desses elementos sugira que são escassos, eles são abundantes na crosta terrestre; o que os torna tão valiosos é a complexidade da sua extração. Eles são encontrados em baixas concentrações, o que exige uma tecnologia de separação cara e específica – e quase monopolizada pela China. Por isso é tão importante para os EUA garantirem acesso a esses minerais, inclusive por meio de outros países que não a China, reduzindo a dependência do seu rival oriental.



Inclusive o Brasil se beneficiou da postura amigável de Trump, que teve uma conversa amistosa com o presidente Lula, seguida de sinal verde para negociação tarifária entre os países. É possível que tenhamos um acordo comercial bilateral. Entretanto, ainda que esse não seja o caso, a mera reabertura dos canais diplomáticos com a principal economia do mundo configura uma redução de riscos extremos para o Brasil, ponto positivo para o ambiente corporativo nacional e o apetite a risco local.

Há fundamento para o otimismo global

Ainda que a paralisação do governo americano esteja prejudicando a divulgação de dados econômicos essenciais, o Federal Reserve optou por cortar os juros pela segunda vez neste ciclo. A taxa básica da economia americana caiu 0,25%, para a faixa entre 3,75% e 4,00% anuais, decisão motivada pelo enfraquecimento do mercado de trabalho, que se pode observar mesmo pelos dados privados, não-oficiais. Ademais, a autoridade decidiu interromper o enxugamento do seu balanço a partir de dezembro, o que significa mais liquidez na economia. Em suma, o principal mercado do mundo está com custo de capital menor e condições financeiras mais favoráveis.

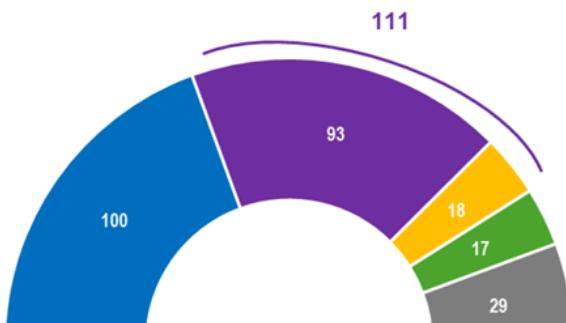
Muito embora o presidente do Fed tenha sido cauteloso no discurso que sucedeu a decisão, ainda acreditamos que o juro seguirá caindo nos EUA. Jerome Powell enfatizou que um novo corte em dezembro “está longe de ser uma conclusão dada”, o que foi interpretado pelo mercado como uma sinalização de pausa, uma leitura da qual discordamos.

O mercado de trabalho deve seguir enfraquecendo à medida que a paralisação do governo caminha para quebrar o recorde histórico em duração (35 dias). Ademais, a inflação ao consumidor surpreendeu para baixo em setembro, tanto no quantitativo quanto no qualitativo. Os resultados corporativos mostram que as tarifas não estão sendo integralmente repassadas aos consumidores, suavizando o efeito sobre a inflação. Portanto, há motivos para acreditar em mais um corte de juros neste ano, seguido de mais alguns em 2026 – um cenário favorável à tomada de riscos, especialmente em mercados emergentes.

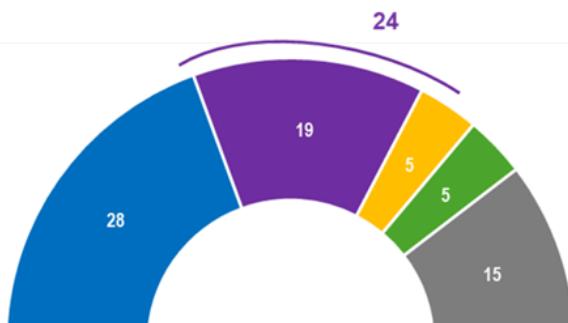
A temporada de balanços americana referente ao 3T25 também contribui para o apetite a risco. Com 63% das empresas do S&P 500 tendo reportado seus números, 82% superaram as expectativas de lucro, linha que cresceu 5% no agregado, até aqui. A boa performance operacional diminui a chance de estarmos em uma bolha similar à pontocom, do início dos anos 2000 – um temor frequentemente circulado no mercado. Há, portanto, fundamento para sustentar a alta das ações globais.

A renovação do legislativo argentino pode reverberar no Brasil

Em terras latinoamericanas, Javier Milei superou as próprias expectativas nas eleições legislativas de meio de mandato. A coalizão do presidente obteve 41% dos votos, contra 32% dos Kirchneristas, na renovação de metade do Congresso Nacional. Com isso, a aliança que suporta Milei ficou com 43% da Câmara dos Deputados, e 33% do Senado, o que é suficiente para manter a governabilidade até o fim do mandato do liberal. Com essas proporções, Milei mantém seu poder de veto a pautas legislativas, além de ganhar força para continuar avançando com sua agenda de reformas. Ponto positivo para os mercados do país vizinho, que reagiram favoravelmente ao resultado.

Chart 1: Projected Lower House composition

■ Kirchnerism+Left ■ LLA ■ PRO + allies ■ Provincias Unidas ■ Other

Chart 2: Projected Senate composition

■ Kirchnerism
■ PRO
■ Non-Kirchnerist opposition
■ LLA
■ Provincias Unidas

Fontes: Clarin, BTG Pactual

A Argentina pode estar inaugurando um novo ciclo pró-mercado na América do Sul — movimento que ganha força após a recente guinada à direita também observada na Bolívia. Mais do que um episódio isolado, o avanço de Milei faz parte de um movimento maior de realinhamento político na América Latina, impulsionado pelo desgaste de modelos estatizantes que predominaram nas últimas décadas. O avanço de agendas mais liberais, pró-mercado e fiscalmente responsáveis sinaliza uma mudança de ciclo: governos e eleitores vêm buscando pragmatismo econômico, responsabilidade fiscal e maior eficiência do Estado — cenário que, no Brasil, poderia ser reproduzido caso haja alternância de poder nas eleições do próximo ano.

Mesmo que esse não seja o caso, o resultado favorável a Milei pode atrair fluxo adicional para mercados emergentes. A bolsa argentina reagiu favoravelmente à votação, o que pode se traduzir em fluxo adicional inclusive para ETFs de mercados emergentes, dos quais o Brasil faz parte. Ademais, as empresas brasileiras com exposição à economia argentina – caso de Cosan – também se beneficiam de um ambiente econômico mais saudável no país vizinho.

Olhos voltados para o corte da Selic

Muito embora as preocupações com a situação fiscal brasileira tenham voltado ao radar, acreditamos que o foco do investidor deveria estar na queda da nossa taxa

básica de juros. É verdade que as diversas medidas de expansão de gastos criam um desafio fiscal para 2026, entretanto, vemos poucas novidades nesse cenário, dado que a maioria das medidas já era esperada (isenção do IR, Vale Gás, Pé-de-Meia, expansão do Minha Casa Minha Vida). Para a realidade corporativa e o apetite a risco, vemos mais relevância na queda da Selic, que está no maior patamar em 19 anos.

A inflação segue com bom comportamento no Brasil: o IPCA ficou abaixo do esperado em setembro e até meados de outubro, inclusive com arrefecimento no grupo de serviços – importante porque é inercial. As expectativas de inflação, também importantes para decisões de juros, continuam em forte queda, inclusive para horizontes mais longos. Para o IPCA 2025, a projeção mediana do mercado está em 4,56%, muito próxima ao teto da meta de inflação, de 4,50% anuais. Ademais, a atividade econômica dá mais sinais de desaceleração, ainda que de forma suave, preservando o crescimento positivo da economia – e das receitas corporativas.

A combinação de inflação em queda e atividade arrefecendo é consistente com o corte da Selic, especialmente quando esta implica um juro real (acima da inflação) de 10% ao ano – um dos maiores do mundo.

A queda do juro brasileiro é um gatilho importante para as ações brasileiras, na medida em que cria um motor duplo de valorização. De um lado, o juro menor reduz a despesa financeira das empresas, beneficiando diretamente seu lucro líquido. De outro lado, o juro menor reduz o custo de capital para se investir em bolsa, o que se traduz em múltiplos justos mais elevados para as ações.

Seguimos com um valuation atrativo: o múltiplo preço/lucro do Ibovespa para 2026, excluindo Petrobras e Vale, está em 10,1x, 14% abaixo da média de 10 anos. Com Petrobras e Vale, estamos em 9,1x, 11% abaixo da mesma média. A título de comparação regional, o principal índice mexicano negocia a 12,5x na mesma métrica; o chileno, a 12,0x. Sob vários ângulos, seguimos baratos.

10 Ideias para novembro/25: posicionados para o corte de juros, mas com qualidade

Dante do cenário de inflação doméstica controlada somada ao afrouxamento monetário nos EUA, decidimos aumentar nossa exposição à tese de queda de juros, por meio de um nome sensível à Selic e com *valuation* atrativo. Adicionamos Nubank, uma das maiores *fintechs* do mundo e que continua em ritmo de expansão acelerada. Por seu custo de *funding* atrelado ao CDI, a queda desse fator significa redução direta de custos, melhorando as margens e as expectativas de expansão de lucro. Ainda assim, a tese tem conseguido crescimentos expressivos no *bottom-line* com os juros a 15%, o que evidencia sua excelência operacional em cenários adversos.

Empiricus 10 Ideias - Novembro/2025						
Ticker	Empresa	Peso	Setor	Valor de Mercado (R\$ bilhões)	P/L 2025E	P/L 2026E
ITUB4	Itaú	15%	Financeiro	402,5	9,3x	8,4x
ROXO34	Nubank	10%	Financeiro	327,4	27,3x	19,5x
PRI03	Prio	10%	Óleo & Gás	32,2	8,7x	5,0x
EQTL3	Equatorial	10%	Energia Elétrica	45,6	15,3x	11,8x
IGTI11	Iguatemi	10%	Shoppings	6,9	13,5x	11,8x
PSSA3	Porto	10%	Financeiro	31,3	9,4x	8,5x
RENT3	Localiza	10%	Locação de Veículos	42,6	14,4x	10,0x
CSAN3	Cosan	10%	Infraestrutura	11,2	n.m.	5,7x
RDOR3	Rede D'Or	10%	Saúde	99,2	21,4x	17,4x
DIRR3	Direcional	5%	Incorporação	8,8	10,5x	8,4x

ENGI11	Energisa	-10%
ROXO34	Nubank	+10%

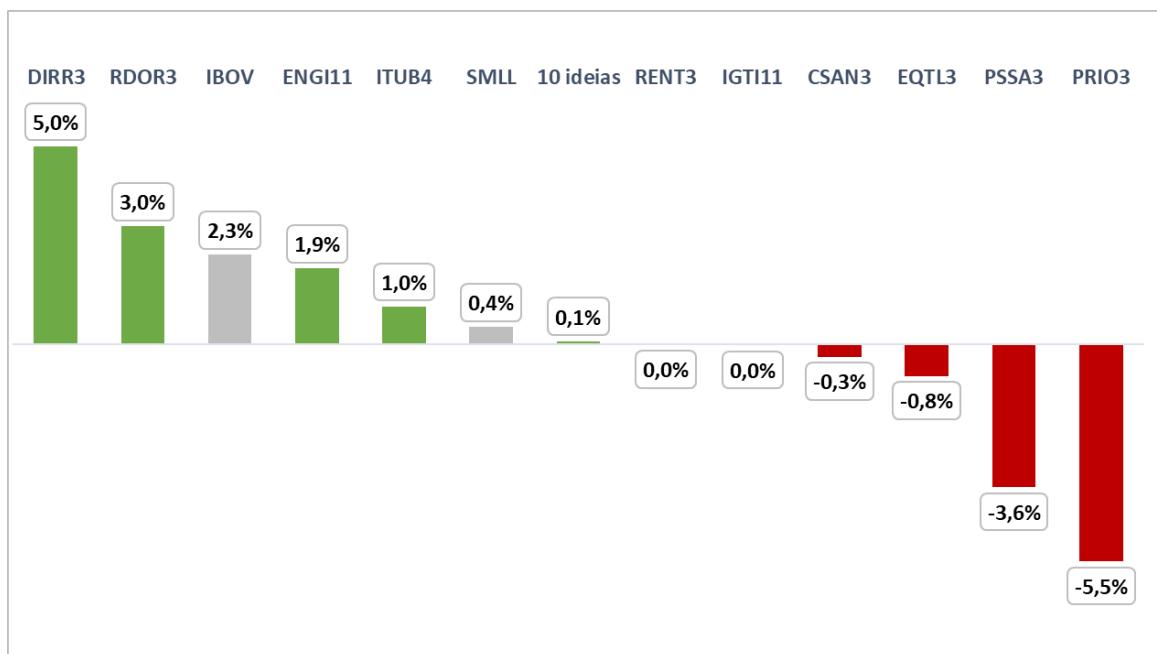
Para abrir espaço, retiramos a Energisa, realizando um lucro de 7,2% desde sua entrada em julho. Reduzimos a exposição ao setor elétrico brasileiro, sem gatilho notável de curto prazo.

Prio, Equatorial, Iguatemi, Itaú, Porto, Localiza, Cosan, Direcional e Rede D'Or completam o portfólio. Assim, ficamos com 35% de exposição ao setor financeiro; 10% a energia elétrica; 10% em exportadoras e 45% em nomes domésticos, sensíveis a juros.

Performance do 10 Ideias em Outubro/25

Em outubro/25, a carteira 10 Ideias teve uma performance de +0,1%, contra +2,3% do Ibovespa. No ano, o portfólio sobe +26,3%, versus +24,3% do Ibovespa.

Performance das ações em Outubro/25



Performance acumulada até Outubro/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%	0,1%			26,3%	15,6%
	Ibovespa	4,9%	-2,6%	6,1%	3,7%	1,5%	1,3%	-4,2%	6,3%	3,4%	2,3%			24,3%	32,2%
	Small Cap	6,1%	-3,9%	6,7%	8,5%	5,9%	1,0%	-6,4%	5,9%	1,6%	0,4%			27,9%	15,4%

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 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 1,95x 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.

	Companhia	Itaú
Ticker	ITUB4	
Recomendação	Compra	
Valor de mercado	R\$ 401,9 bi	
Liquidez média diária	R\$ 608,5 mi	
Preço/ação	R\$ 39,44	
Performance (12M)	23,9%	

Nu (ROXO34)

O Nu é uma das maiores fintechs do mundo, com mais de 120 milhões de clientes e presença no Brasil, México e Colômbia. Com baixo custo e alta escalabilidade, combina crescimento acelerado e rentabilidade crescente, com potencial de penetração ainda elevado na América Latina.

i) Expansão geográfica: A presença da fintech fora do país já tem crescido, principalmente no México e na Colômbia, mas os planos são de maior expansão. No México, já alcança 13% da população adulta e 25% das emissões de cartão, ainda com amplo espaço de digitalização (o país ainda usa muito dinheiro em cédulas). Uma vez acertado o modelo de crédito no México, a fintech está pronta para acelerar o crédito no país. A empresa iniciou operações nos EUA, começando pelos brasileiros que residem por lá, para se expandir posteriormente, adotando o modelo da América Latina.

	
Companhia	Nubank
Ticker	ROXO34
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 331,1 bi
Liquidez média diária	R\$ 25,2 mi
Preço/ação	R\$ 14,59
Performance (12M)	1,0%

ii) Expansão dos produtos: Além do sucesso com o Pix Financing, produto com alta margem e bom engajamento (40% dos clientes de cartão), Nubank pretende acelerar o crédito consignado de funcionários públicos.

iii) Performance superior de crédito: diferentemente do setor, a Nubank tem sido pouco afetada pelo aumento na inadimplência nos últimos meses, resultado de suas frequentes revisões de políticas de crédito, utilizando inteligência artificial e *open finance*. Isso a permite ser mais precisa no crédito à baixa renda, aumentando limites onde há potencial.

iv) Valuation: Com um ROE de 28% e uma expansão de lucros de 40% esperada para 2026, a ação, mesmo com a valorização nos últimos 3 anos, negocia a um P/L de 20,8x, abaixo da média de 28,3x desse período.

Riscos: i) alta de juros; ii) aumento da inadimplência; iii) operações mal-sucedidas nos países em que está entrando.

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:

PRIO	
Companhia	Prio
Ticker	PRIO3
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 32,3 bi
Liquidez média diária	R\$ 289,0 mi
Preço/ação	R\$ 36,03
Performance (12M)	-12,1%

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 100% do Campo de Peregrino, o que deve fazer sua produção aumentar em mais 55 mil boe/d em 2026.

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 no primeiro óleo do Campo de Wahoo e/ou no *closing* de peregrino; 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\$ 46,0 bi
Liquidez média diária	R\$ 400,8 mi
Preço/ação	R\$ 36,65
Performance (12M)	14,1%

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 15 shoppings centers (todos sob administração da companhia) de altíssima qualidade, 2 outlets premium e 3 torres comerciais, que juntos totalizam quase 500 mil metros quadrados de ABL própria.

 IGUATEMI Empresa de Shopping Centers SA	
Companhia	Iguatemi
Ticker	IGTI11
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 6,9 bi
Liquidez média diária	R\$ 44,1 mi
Preço/ação	R\$ 24,47
Performance (12M)	15,3%

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.

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:

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 carregamento. A Porto negocia por apenas 9,33x lucros esperados para 2025, um dividend yield superior a 5,04% 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.



Companhia	Porto
Ticker	PSSA3
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 31,1 bi
Liquidez média diária	R\$ 85,6 mi
Preço/ação	R\$ 48,05
Performance (12M)	26,0%

Localiza (RENT3)

A Localiza é a maior locadora de veículos da América Latina. O grupo possui como acionistas de referência a família Mattar, fundadora da companhia e os fundadores da Locamerica. 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\$ 42,7 bi
Liquidez média diária	R\$ 248,9 mi
Preço/ação	R\$ 39,44
Performance (12M)	-6,1%

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\$ 11,5 bi
Liquidez média diária	R\$ 111,2 mi
Preço/ação	R\$ 6,17
Performance (12M)	-48,0%

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\$ 99,2 bi
Liquidez média diária	R\$ 169,2 mi
Preço/ação	R\$ 43,34
Performance (12M)	47,6%

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).

DIRECIONAL	
Companhia	Direcional
Ticker	DIRR3
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 8,8 bi
Liquidez média diária	R\$ 70,8 mi
Preço/ação	R\$ 16,98
Performance (12M)	62,9%

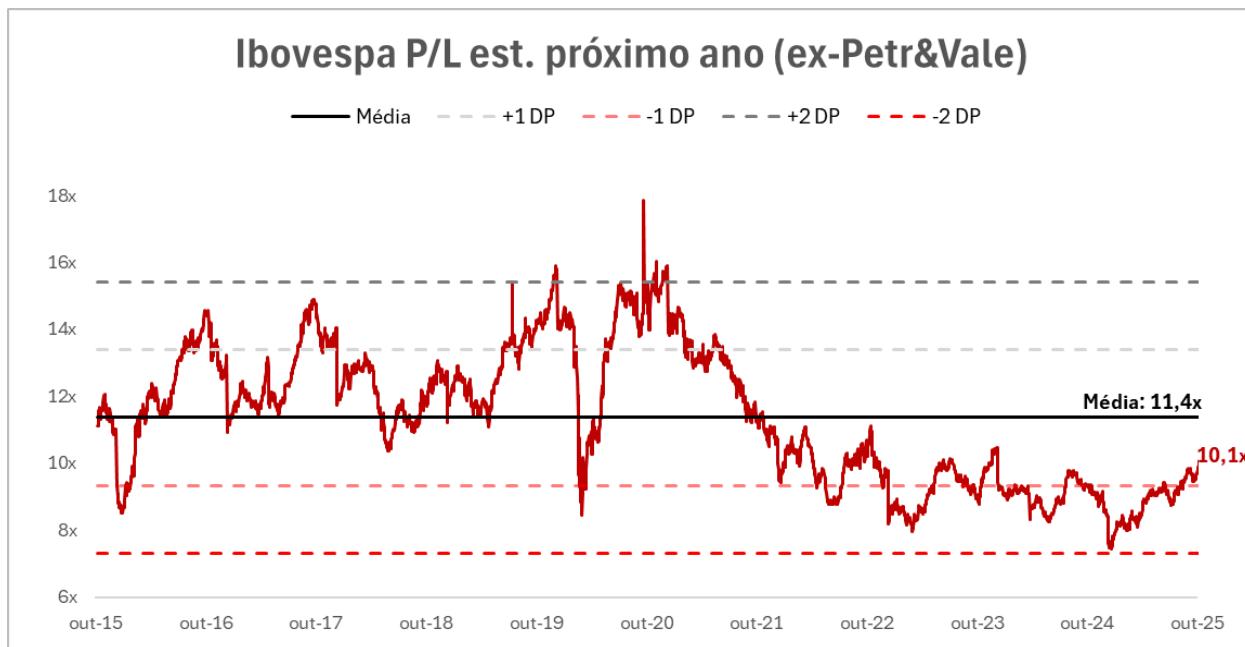
Além de avaliarmos a companhia como a melhor executora do setor de incorporação, a sua sugestão na carteira também passa pelos seguintes fatores:

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.

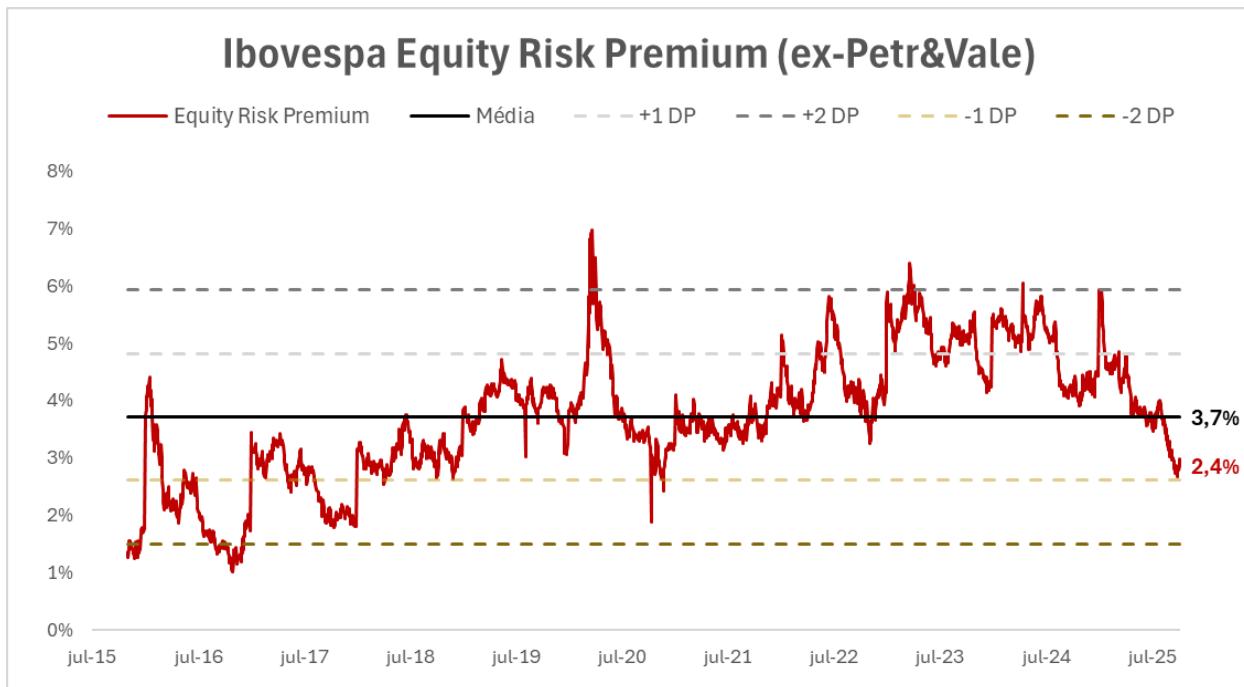
A bolsa em gráficos



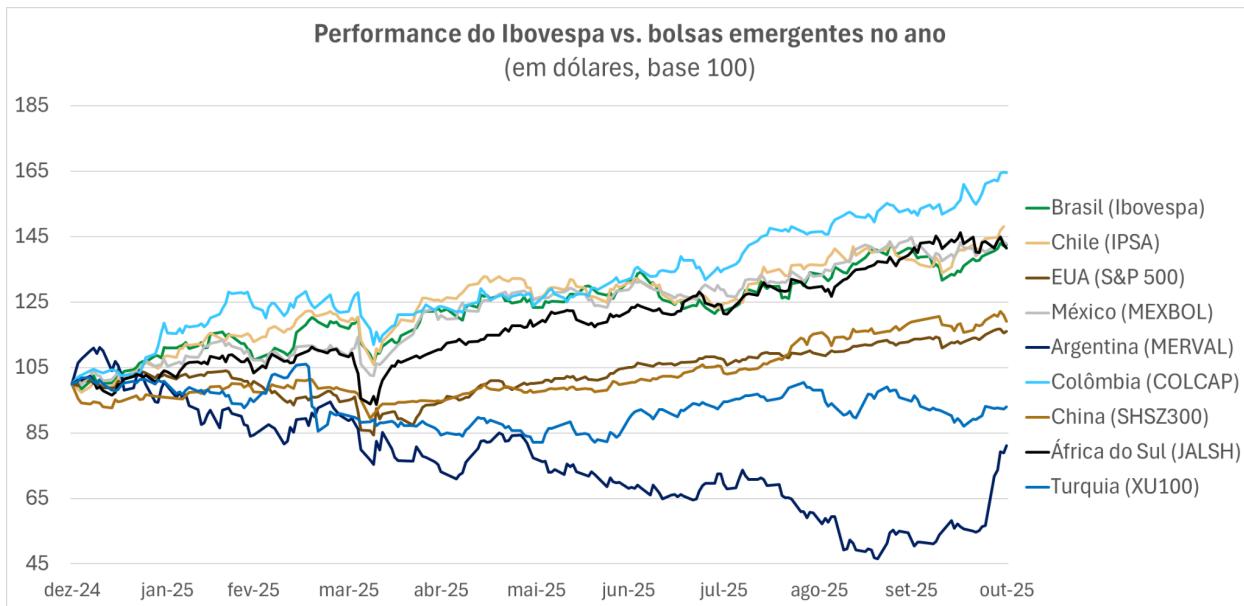
Fonte: Bloomberg. Considera preços de fechamento de 30-outubro-2025.



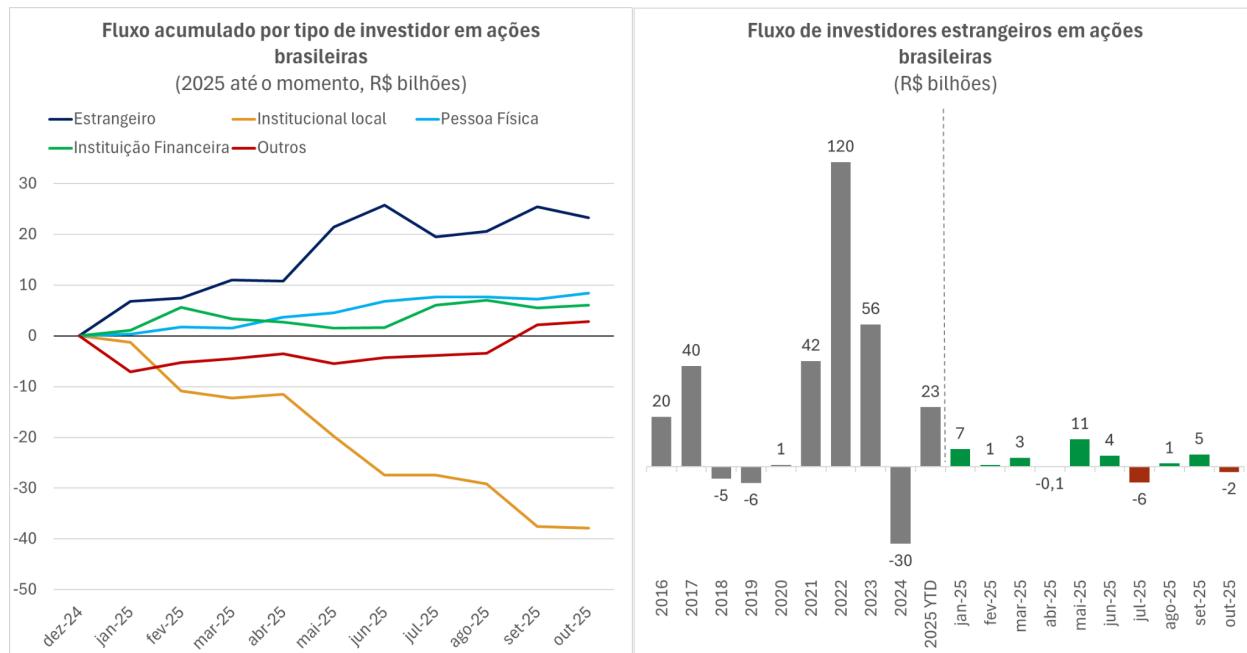
Fonte: Bloomberg. Considera preços de fechamento de 30-outubro-2025.



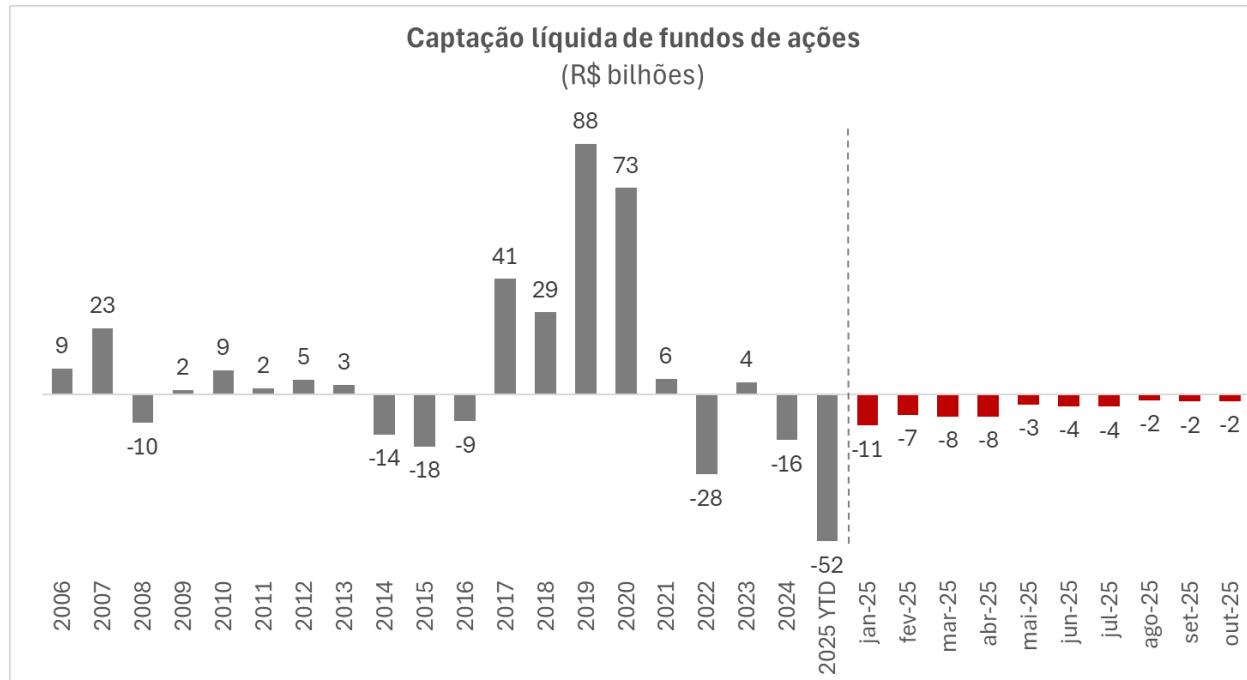
Fonte: Bloomberg. Considera preços de fechamento de 30-outubro-2025.



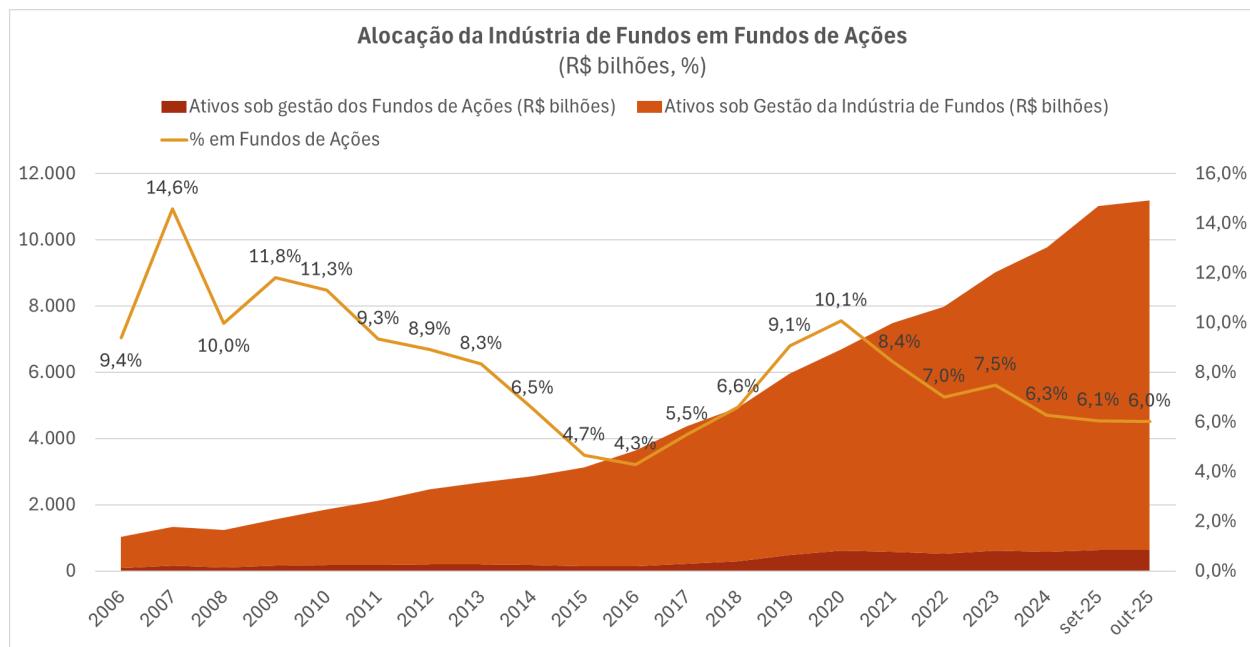
Fonte: Bloomberg. Considera preços de fechamento de 30-outubro-2025.



Fontes: B3, estimativas Empiricus Research. Dados até 28-outubro-2025.



Fontes: Anbima, estimativas Empiricus Research. Dados até 27-outubro-2025.



Fontes: Anbima, estimativas Empiricus Research. Dados até 27-outubro-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.