

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 ruptura 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 disrupção – algo positivo para as empresas mundo afora e, consequentemente, para o apetite a risco global.

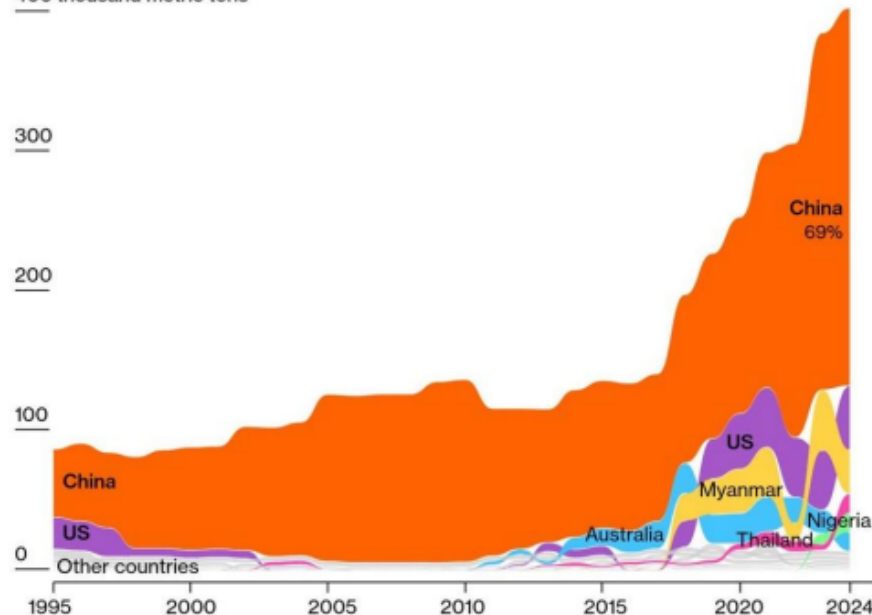
A agora conciliatória postura de Trump beneficiou não só à China, mas também diversos outros países com os quais os EUA fez acordo nas últimas semanas. Foi o caso de Coréia do Sul, Japão, Malásia, Camboja, Vietnã, Tailândia e Austrália. Os tratados não só apaziguaram as tarifas bilaterais, como também 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.

China Dominates Mined Production of Rare Earths

It was responsible for almost 70% of global output in 2024

400 thousand metric tons



Fonte: Bloomberg

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

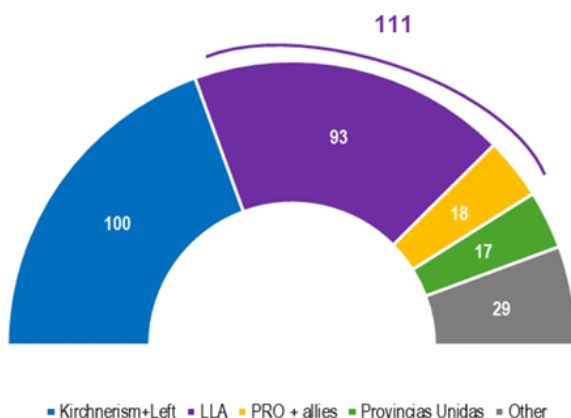
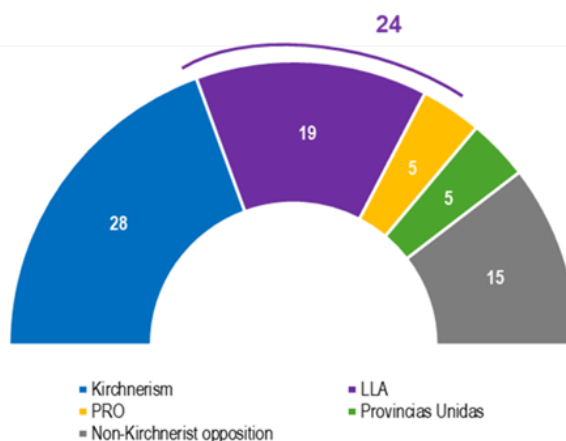


Chart 2: Projected Senate composition



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 sadio 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

Diante 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						
Índice	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%

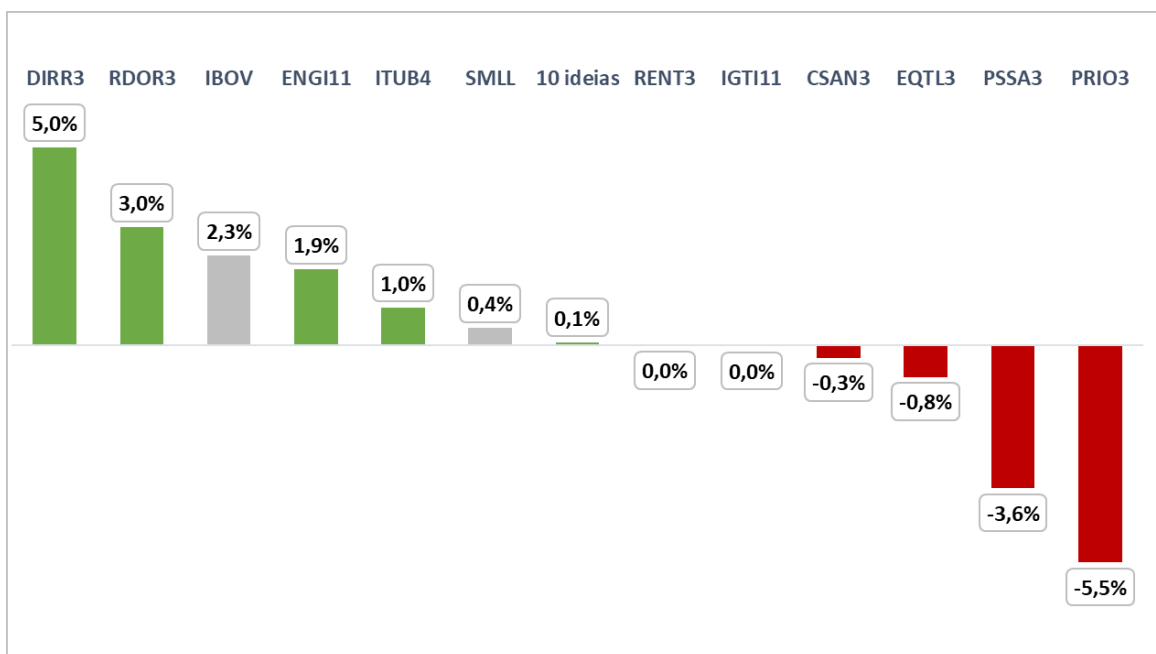
Para abrir espaço, retiramos a Energisa, realizando um lucro de 7,2% desde sua entrada em julho. Reduzimos a exposição ao setor elétrico brasileiro, sem gatilho notável de curto prazo.

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.

	
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%

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.

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:

	
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:

	
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%

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 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.

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).

	
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%

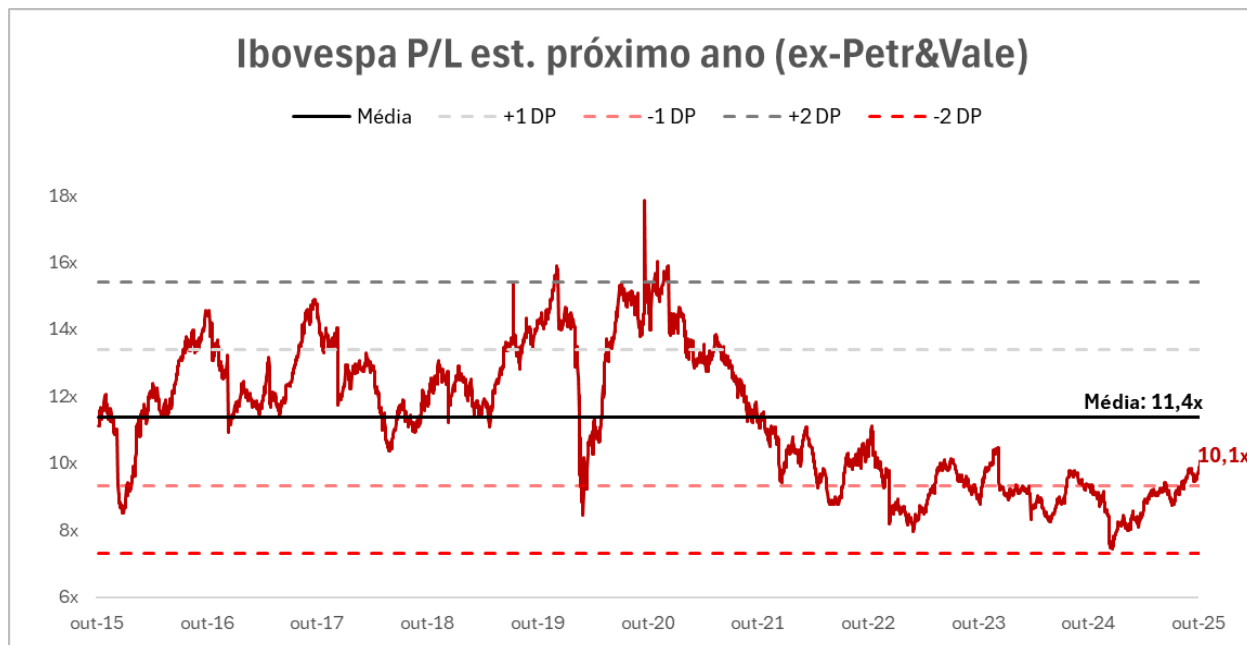
Além de avaliarmos a companhia como a melhor executora do setor de incorporação, a sua sugestão na carteira também passa pelos seguintes fatores:

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.

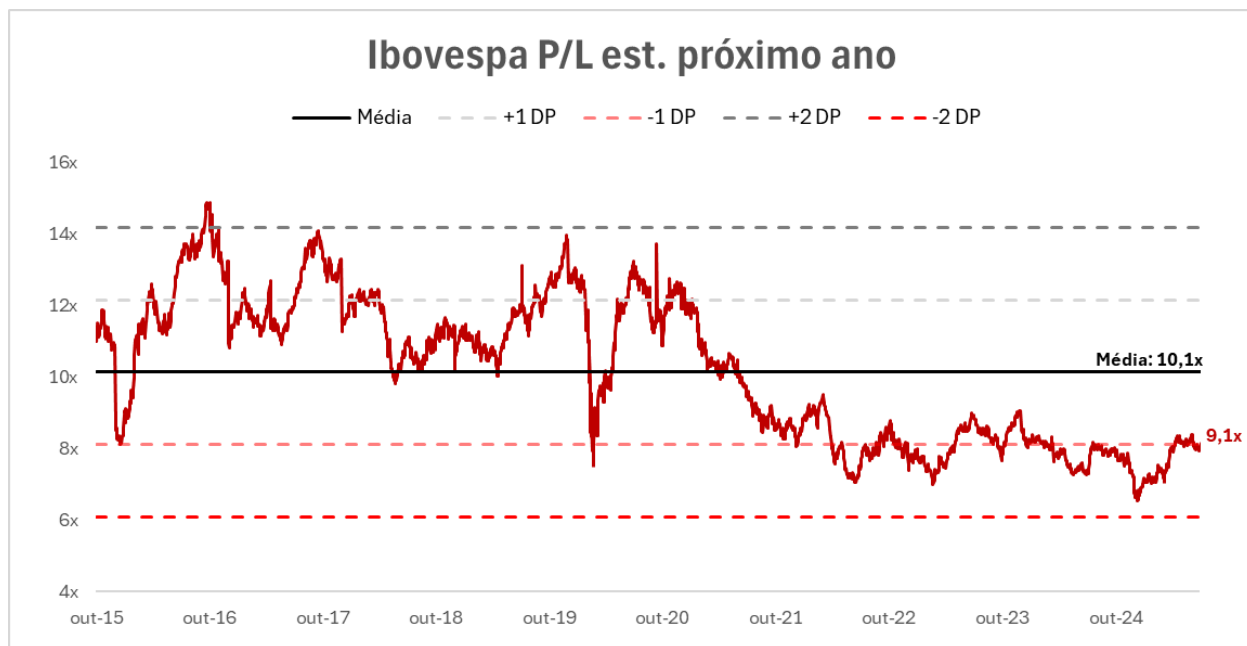
ii) Valuation. Negociando a um múltiplo P/L atrativo para 2026 e, em nossa visão, em um ciclo de crescimento de lucro sustentável para os próximos trimestres, a companhia está com um desconto relevante em relação ao seu múltiplo histórico, um belo ponto de entrada.

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

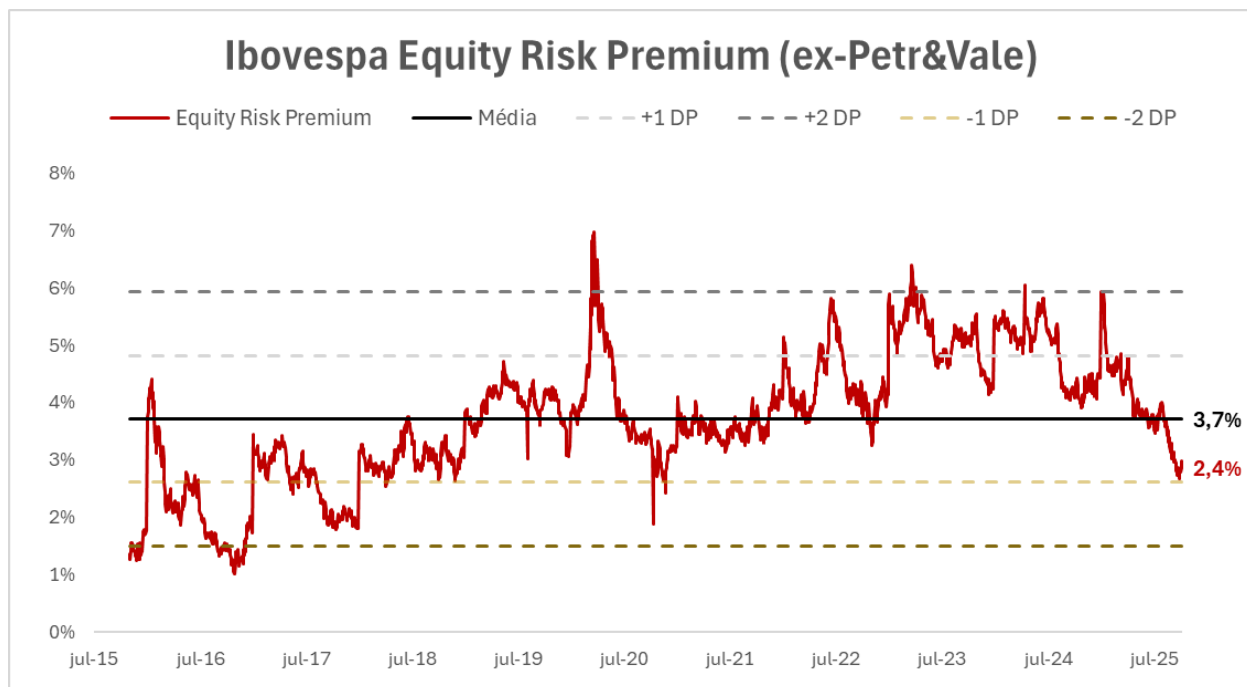
A bolsa em gráficos



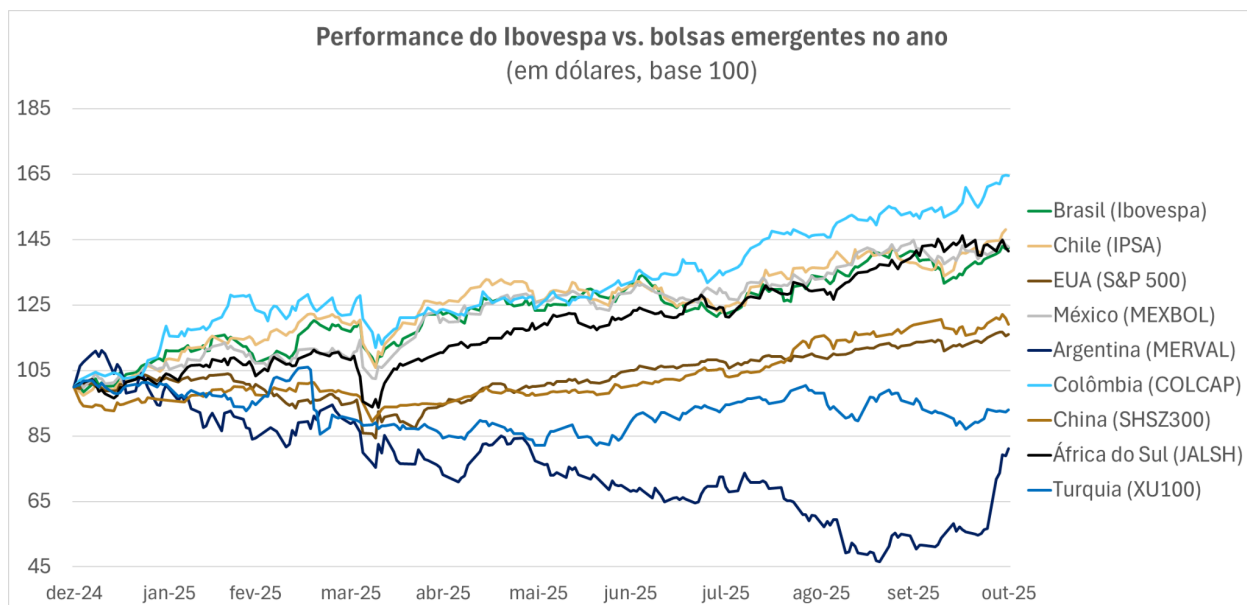
Fonte: Bloomberg. Considera preços de fechamento de 30-outubro-2025.



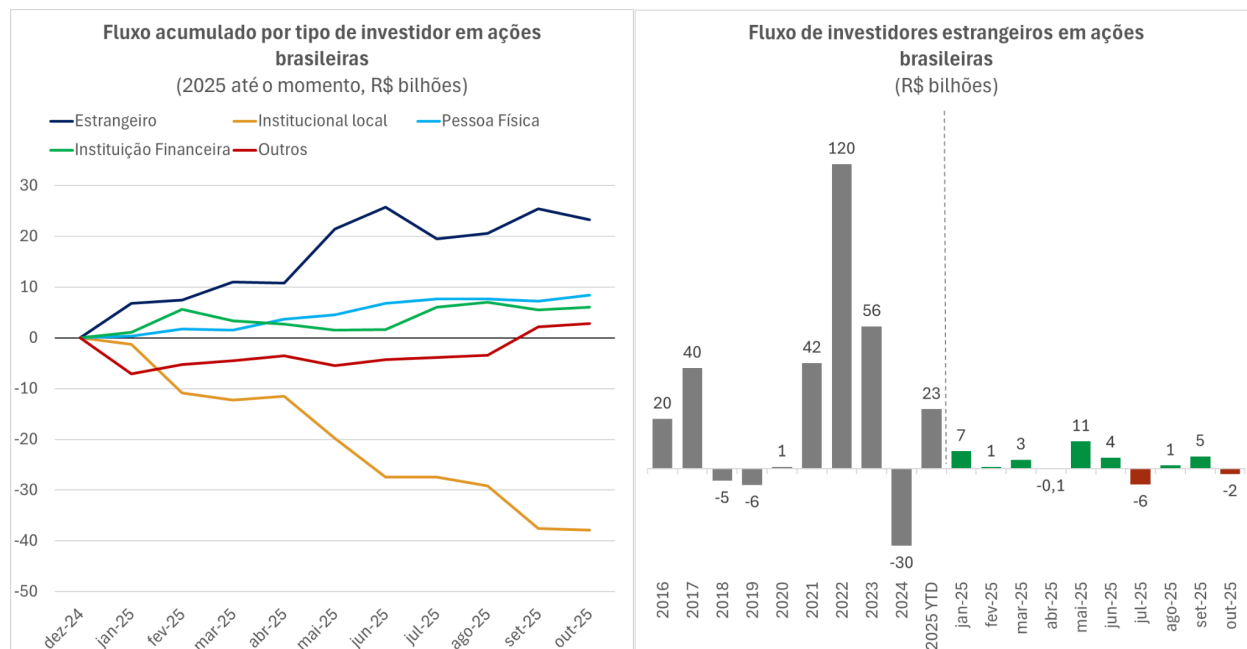
Fonte: Bloomberg. Considera preços de fechamento de 30-outubro-2025.



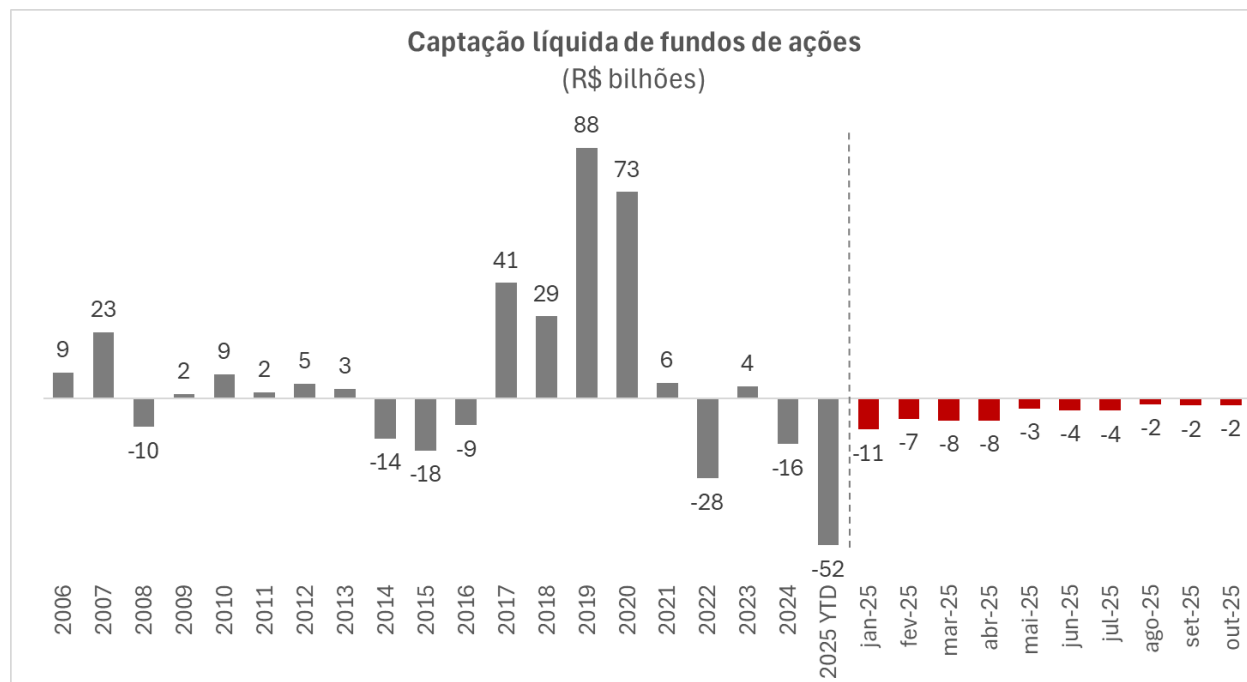
Fonte: Bloomberg. Considera preços de fechamento de 30-outubro-2025.



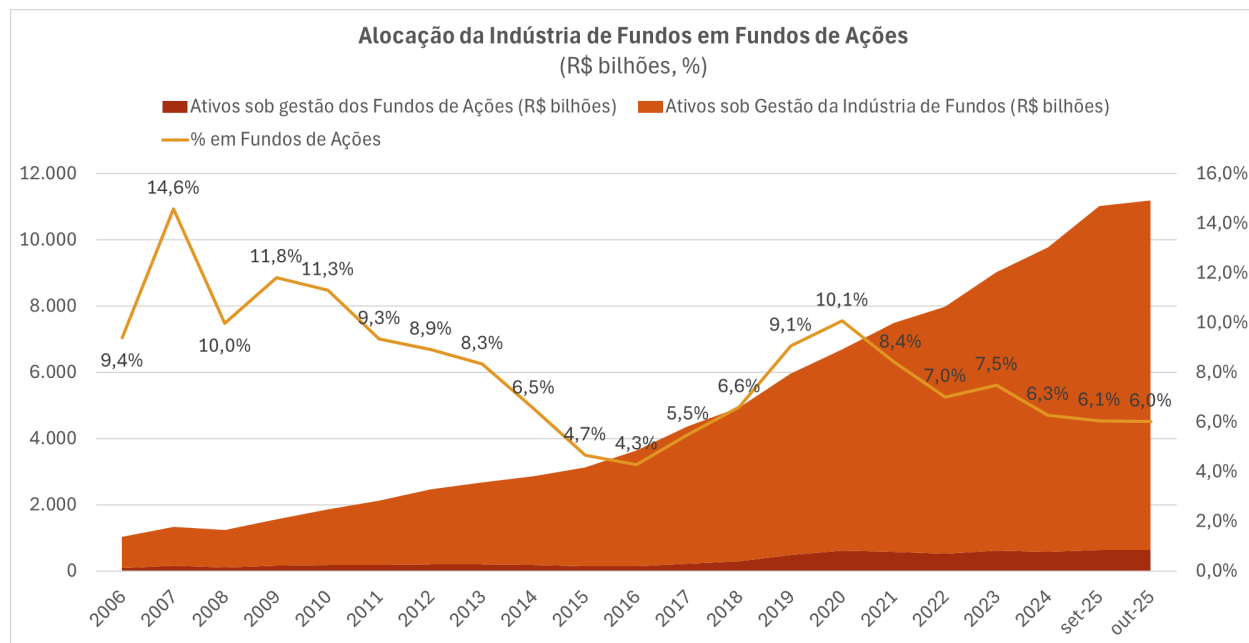
Fonte: Bloomberg. Considera preços de fechamento de 30-outubro-2025.



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.