

Empiricus 10 Ideias

Ações para dezembro/2025

Larissa Quaresma, CFA

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

Felipe Miranda, CNPI

Analista-Chefe
Empiricus Research

Sumário Executivo

Estamos no topo – ou só começando? Mesmo na máxima histórica, a bolsa segue barata. Aos 160 mil pontos, o múltiplo P/L 2026 do Ibovespa está em 10,8x, ainda abaixo da média de 10 anos e com espaço para valorização adicional. O cenário externo explica a maior parte da alta de 53% em dólar no ano, como denunciado pelos R\$ 29 bilhões em fluxo estrangeiro – o que pode continuar à medida que os EUA seguem cortando seus juros. Entretanto, o próximo grande gatilho está no cenário local: o corte da Selic, cuja mera sinalização por parte do Banco Central é um catalisador por si só, e pode vir já em dezembro. A antecipação de dividendos até 31/12/25 pode ser um impulso adicional, motivado pela tributação acima de R\$ 50mil/mês a partir de 2026. O ciclo de cortes da Selic pode superar 3 pontos percentuais, oferecendo um poderoso motor de crescimento de lucro para as companhias e conferindo fundamento à alta das ações brasileiras.

O que fazer? Aumentamos a sensibilidade a juros da carteira com a inclusão de Multiplan (MULT3) no lugar de Iguatemi (IGTI11). Com um portfólio de alta qualidade e gestão diligente, Multiplan combina um *valuation* atrativo (*cap rate* de 10%) com a sensibilidade a juros, dado que é o *player* mais alavancado do setor (DL/EBITDA de 2,3x). Para fazer espaço, realizamos o ganho de 44% em Iguatemi, versus +41% do Ibovespa no mesmo período. Também diminuímos a exposição ao dólar e ao petróleo com a redução de Prio (PRIO3) e aumento de Porto (PSSA3), aproveitando sua correção.

Empíricus 10 Ideias - Dezembro/2025						
Ticker	Empresa	Peso	Setor	Valor de Mercado (R\$ bilhões)	P/L 2025E	P/L 2026E
ITUB4	Itaú	15%	Financeiro	429,5	9,8x	8,8x
PSSA3	Porto	15%	Financeiro	30,2	9,1x	8,2x
ROXO34	Nubank	10%	Financeiro	354,4	28,8x	20,2x
EQTL3	Equatorial	10%	Energia Elétrica	50,1	16,5x	13,1x
MULT3	Multiplan	10%	Shoppings	15,5	14,8x	13,6x
RENT3	Localiza	10%	Locação de Veículos	49,0	16,0x	11,5x
CSAN3	Cosan	10%	Infraestrutura	24,5	n.m.	6,1x
RDOR3	Rede D'Or	10%	Saúde	108,6	22,9x	18,6x
PRIO3	Prio	5%	Óleo & Gás	33,9	9,4x	5,2x
DIRR3	Direcional	5%	Incorporação	9,7	11,7x	9,3x

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 novembro/25, a carteira 10 Ideias teve uma performance de +6,6%, contra +6,4% do Ibovespa. No ano, o portfólio sobe +34,7%, versus +32,3% do Ibovespa.

Índice

[Mesmo em máxima histórica, a bolsa segue barata](#)

[O principal gatilho doméstico ainda está por vir](#)

[Esperamos dividendos generosos na reta final do ano](#)

[10 Ideias para dezembro/25: de olho na flexibilização](#)

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

[Itaú \(ITUB4\)](#)

[Nu \(ROXO34\)](#)

[Prio \(PRIO3\)](#)

[Equatorial \(EQTL3\)](#)

[Multiplan \(MULT3\)](#)

[Porto \(PSSA3\)](#)

[Localiza \(RENT3\)](#)

[Cosan \(CSAN3\)](#)

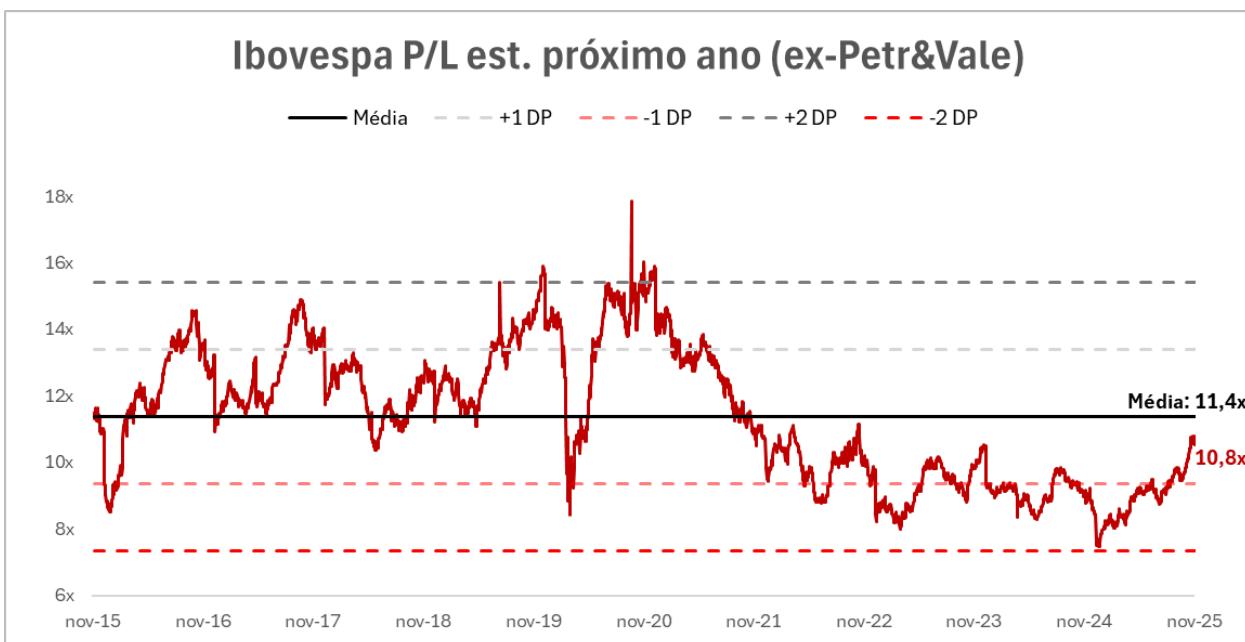
[Rede D'Or \(RDOR3\)](#)

[Direcional \(DIRR3\)](#)

[A bolsa em gráficos](#)

Mesmo em máxima histórica, a bolsa segue barata

Cotado a 160 mil pontos, o Índice Ibovespa pode parecer caro após a alta de 32,3% no ano, ou +53% em dólares. Entretanto, o ponto de partida era bem depreciado: o índice havia caído 10% em 2024 (-30% em dólares), levando seu múltiplo Preço/Lucro a impressionantes 7,0x no começo deste ano. Atualmente, o P/L 2026 do Ibovespa está em 10,8x, excluindo Petrobras e Vale, que distorcem o indicador para baixo. Ainda assim, seguimos abaixo da média histórica dos últimos 10 anos, que é de 11,4x.



Fontes: Bloomberg, Empiricus Research. Dados até 28-nov-25.

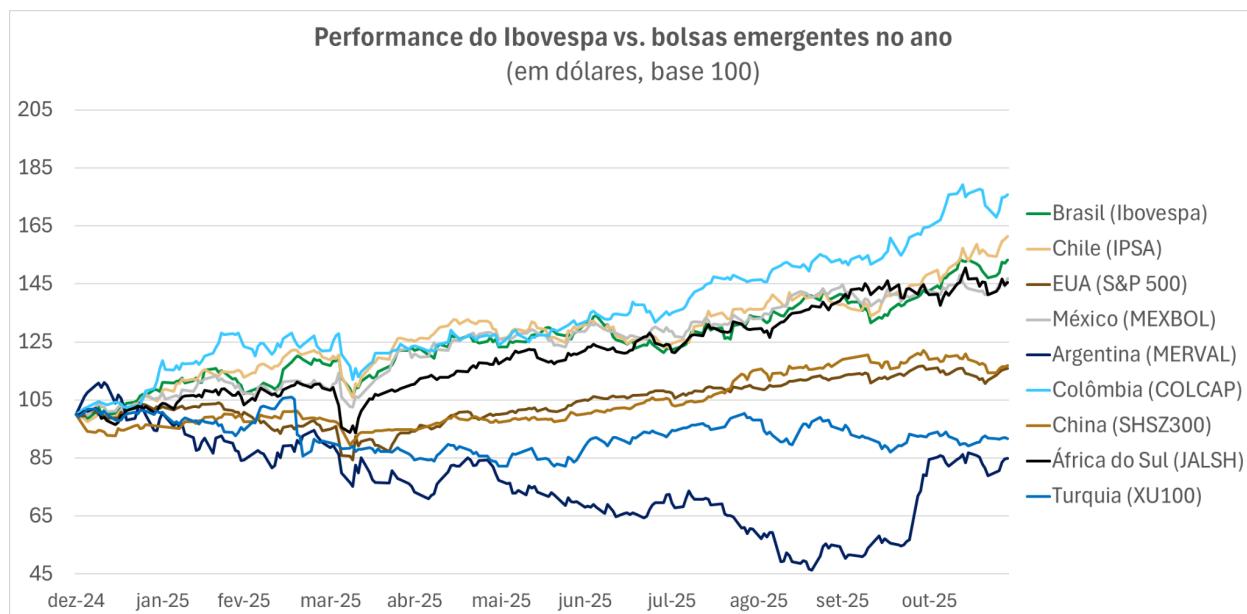
Na comparação regional, também seguimos atrativos. O principal índice da bolsa mexicana negocia a 12,6x na mesma métrica. No caso do Chile, o múltiplo é de 12,9x.

Sob diversos ângulos, nossa bolsa está longe de cara, e vemos ainda bastante espaço para valorização. Apenas o retorno do múltiplo à média dos últimos 10 anos, o que nos parece razoável no curto prazo, corresponde a um potencial de +4%. Ainda, a alta do valuation para além da média histórica é factível, caso o mercado vislumbre uma nova regra fiscal em 2027 – o que será inevitável na nossa opinião. Isso significaria um fechamento da curva de juros reais, o que se traduz em maiores múltiplos justos para as ações.

Para além do potencial de expansão de múltiplos, precisamos considerar a capacidade de crescimento de lucros nos próximos anos. A linha final das companhias deve acelerar a partir de 2026, em especial naquelas voltadas à economia doméstica. O ciclo de queda da Selic, que deve começar no início do próximo ano, deve reduzir substancialmente a despesa financeira das companhias, com benefício direto no lucro líquido. Há fundamento para que o movimento continue.

O principal gatilho doméstico ainda está por vir

É possível argumentar que a maior parte da alta até aqui se deve a fatores externos. A diversificação de recursos para fora dos Estados Unidos foi uma força poderosa para as bolsas emergentes ao longo do ano: México, Colômbia e Chile sobem 46%, 77% e 61% no ano até aqui, em dólares – não muito diferente do Brasil. Recebemos R\$ 29 bilhões em capital estrangeiro no ano, enquanto os fundos de ações sofreram R\$ 54 bilhões em resgates.



Fontes: Bloomberg, Empiricus Research. Dados até 28-nov-25.

O contexto global deve permitir a continuidade do fluxo para emergentes. As condições financeiras tendem a ficar mais frouxas na principal economia do mundo neste dezembro, quando o Federal Reserve encerra o enxugamento do seu balanço (*quantitative tightening*). Ademais, podemos observar mais um corte de juros no

próximo dia 10, quando o Fed pode diminuir a taxa básica em 0,25% – um cenário ao qual o mercado atribui 83% de probabilidade. Assim, ficamos com mais incentivos à diversificação em direção aos emergentes.

Entretanto, do ponto de vista doméstico, o principal gatilho ainda está por vir: o corte da Selic. A inflação está caindo, tanto na leitura corrente quanto nas expectativas, que passaram a apontar um IPCA abaixo do teto da meta já em 2025. A atividade econômica também está desacelerando. Temos o maior juro real do mundo dentre os mercados emergentes investíveis (mais que o dobro do segundo colocado, que é a Colômbia).

Tivemos mais sinalizações da iminência do corte nas últimas semanas, a exemplo da fala de Nilton David, Diretor do Banco Central: “aumentar os juros não está mais no cenário-base do BC”. Embora esse já seja o consenso de mercado, a fala de David foi vista como um abrandamento da comunicação da autoridade monetária, que na última decisão repetiu que “não hesitaria em retomar o ciclo de ajuste caso julgue apropriado”.

Podemos ver uma flexibilização da comunicação do BC já no próximo dia 10, quando a autoridade deve manter os juros em 15,0%, mas já sinalizando um corte em futuro próximo. Isso, por si só, é um gatilho importante – e muito aguardado – para a alta das ações brasileiras. Com a queda efetiva dos juros em 2026 – provavelmente, em janeiro ou março –, os investidores locais podem finalmente retornar à bolsa no próximo ano.

Esperamos dividendos generosos na reta final do ano

Foi sancionada a lei que isenta do IRPF quem ganha até R\$ 5 mil mensais, com a compensação vinda de: i) tributação mínima para rendas mensais acima de R\$ 50 mil; e ii) tributação de 10% sobre dividendos recebidos acima de R\$ 50 mil mensais. As novas regras valem a partir de 2026, de forma que as empresas precisam aprovar a distribuição dos dividendos até dia 31/12/25 para que eles não sejam tributados.

Muito embora isso imponha um desafio fiscal para o próximo ano, também incentiva as companhias a anteciparem o anúncio dos seus dividendos referentes ao resultado de 2025. Esperamos um grande movimento nesse sentido na reta final do ano. Empresas

lucrativas, geradoras de caixa e com boa reserva de lucros acumulados são fortes candidatas, a exemplo do Itaú, que já o fez. Adicionaríamos Rede D'Or, Smart Fit e Direcional ao grupo que pode antecipar proventos, apenas citando aquelas presentes na carteira 10 Ideias. Mais um gatilho para as ações brasileiras.

10 Ideias para dezembro/25: de olho na flexibilização

Realizamos o lucro de 44% em Iguatemi (IGTI11) desde sua entrada na carteira (vs. 41% do Ibovespa) para alocarmos em outro *player* do setor, mais sensível a juros: Multiplan (MULT3). Também com portfólio de ótima qualidade e em bom momento operacional, a companhia é uma das mais alavancadas do setor (2,3x DL/EBITDA v.s. 1,7x dos pares, em média), o que a torna mais propensa a capturar o afrouxamento monetário.

Além disso, visando reduzir a nossa exposição ao dólar e ao petróleo, duas variáveis sem gatilhos positivos de curto prazo, optamos por diminuir a posição em Prio (PRIO3) e realocar em Porto (PSSA3), que teve uma correção em novembro e pode passar por uma recuperação técnica, dado que seus fundamentos permanecem sólidos. Assim, a carteira fica com 10% em utilities, 40% no setor financeiro, 45% em domésticas e 5% em exportadoras.

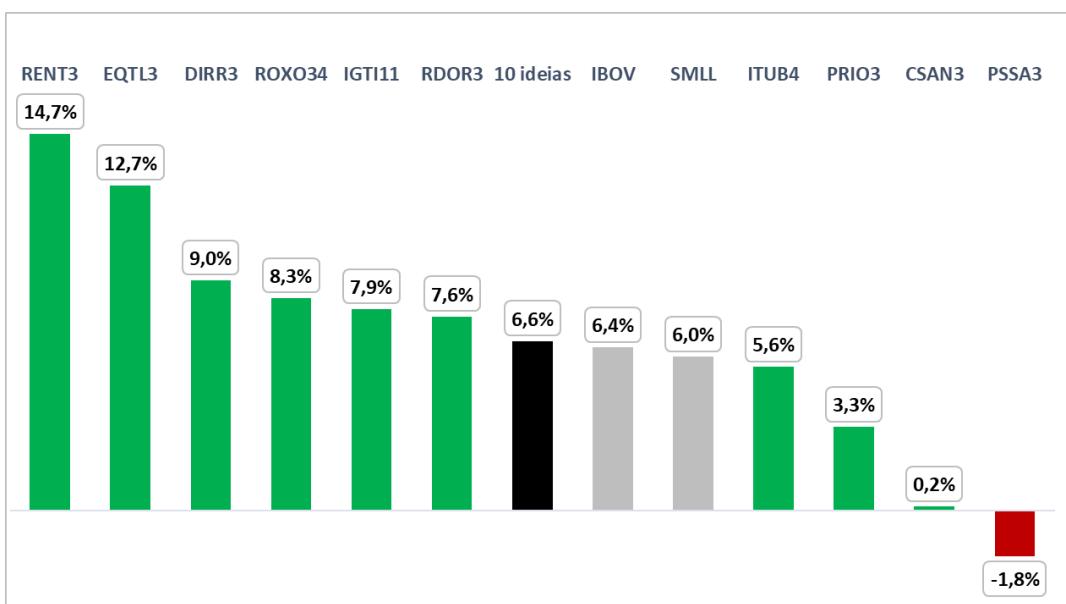
Empiricus 10 Ideias - Dezembro/2025						
Ticker	Empresa	Peso	Setor	Valor de Mercado (R\$ bilhões)	P/L 2025E	P/L 2026E
ITUB4	Itaú	15%	Financeiro	429,5	9,8x	8,8x
PSSA3	Porto	15%	Financeiro	30,2	9,1x	8,2x
ROXO34	Nubank	10%	Financeiro	354,4	28,8x	20,2x
EQTL3	Equatorial	10%	Energia Elétrica	50,1	16,5x	13,1x
MULT3	Multiplan	10%	Shoppings	15,5	14,8x	13,6x
RENT3	Localiza	10%	Locação de Veículos	49,0	16,0x	11,5x
CSAN3	Cosan	10%	Infraestrutura	24,5	n.m.	6,1x
RDOR3	Rede D'Or	10%	Saúde	108,6	22,9x	18,6x
PRIO3	Prio	5%	Óleo & Gás	33,9	9,4x	5,2x
DIRR3	Direcional	5%	Incorporação	9,7	11,7x	9,3x

IGTI11	Iguatemi	-10%
PRIO3	Prio	-5%
PSSA3	Porto	5%
MULT3	Multiplan	10%

Performance do 10 Ideias em Novembro/25

Em novembro/25, a carteira 10 Ideias teve uma performance de +6,6%, contra +6,4% do Ibovespa. No ano, o portfólio sobe +34,7%, versus +32,3% do Ibovespa.

Performance das ações em Novembro/25



Performance acumulada até Novembro/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%	6,6%		34,7%	23,3%
	Ibovespa	4,9%	-2,6%	6,1%	3,7%	1,5%	1,3%	-4,2%	6,3%	3,4%	2,3%	6,4%		32,3%	40,6%
	Small Cap	6,1%	-3,9%	6,7%	8,5%	5,9%	1,0%	-6,4%	5,9%	1,6%	0,4%	6,0%		35,6%	22,4%

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.

	Itaú
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.

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.



Companhia	Nubank
Ticker	ROXO34
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 354,7 bi
Liquidez média diária	R\$ 54,8 mi
Preço/ação	R\$ 15,63
Performance (12M)	23,4%

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\$ 33,4 bi
Liquidez média diária	R\$ 339,0 mi
Preço/ação	R\$ 37,21
Performance (12M)	-5,7%

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.

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.



Companhia	Equatorial
Ticker	EQTL3
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 49,9 bi
Liquidez média diária	R\$ 380,8 mi
Preço/ação	R\$ 39,76
Performance (12M)	28,2%

Multiplan (MULT3)

Fundada em 1975 por José Isaac Peres, a Multiplan é uma empresa imobiliária *full-service*, planejando, desenvolvendo, detendo e administrando um dos maiores portfólios de shoppings do país. Seu portfólio é composto por 20 shopping centers, com área bruta locável de 890 mil m².

Com unidades consolidadas, como Morumbi Shopping, Ribeirão Shopping e BH Shopping, a companhia tem conseguido apresentar crescimento consistente e melhoria de margens (CAGR de 10,7% em vendas e 27% em lucro líquido desde 2007).

Os principais pilares da tese de investimento são:

Multiplan

Companhia	Multiplan
Ticker	MULT3
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 15,5 bi
Liquidez média diária	R\$ 105,6 mi
Preço/ação	R\$ 30,16
Performance (12M)	26,8%

i) Portfólio Consolidado e Crescimento Orgânico. É um dos portfólios de shopping centers mais tradicionais do Brasil. Os ativos oferecem uma experiência além das compras, o que permite resiliência adicional. A companhia apresenta níveis de *cap rate* e *FFO yield* acima da média histórica (em torno de 10,5% e 8%, respectivamente) e ainda possui projetos de aumento de área bruta locável (ABL) em andamento, como no Morumbi Shopping e no Parque Shopping Maceió.

ii) Sensibilidade a Juros. É um dos *players* com maior alavancagem do setor, com dívida líquida/EBITDA em torno de 2,3x, ante 1,7x dos pares, em média.

iii) Valuation Atrativo. A valorização das ações não acompanhou o crescimento de lucro por ações. Negocia a um *cap rate* de 10,5% para 2026, acima do praticado pela empresa – por exemplo, recentemente vendeu fração do ParkShopping São Caetano por um *cap rate* de 8,5%).

Riscos: (i) excesso de alavancagem financeira; (ii) mudança nas expectativas para a Selic; (iii) aumento de vacância.

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\$ 30,5 bi
Liquidez média diária	R\$ 86,8 mi
Preço/ação	R\$ 47,19
Performance (12M)	25,7%

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.

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 36% desta frota são Localiza. Enxergamos uma relevante avenida de crescimento para a companhia, tanto em expansão de mercado como em ganho de market share.

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 destrarar 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.



Companhia	Localiza
Ticker	RENT3
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 49,0 bi
Liquidez média diária	R\$ 340,4 mi
Preço/ação	R\$ 45,25
Performance (12M)	16,0%

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:

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.



Companhia	Cosan
Ticker	CSAN3
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 24,4 bi
Liquidez média diária	R\$ 286,3 mi
Preço/ação	R\$ 6,16
Performance (12M)	-36,3%

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\$ 106,8 bi
Liquidez média diária	R\$ 299,8 mi
Preço/ação	R\$ 46,63
Performance (12M)	70,2%

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\$ 9,6 bi
Liquidez média diária	R\$ 82,0 mi
Preço/ação	R\$ 18,51
Performance (12M)	91,6%

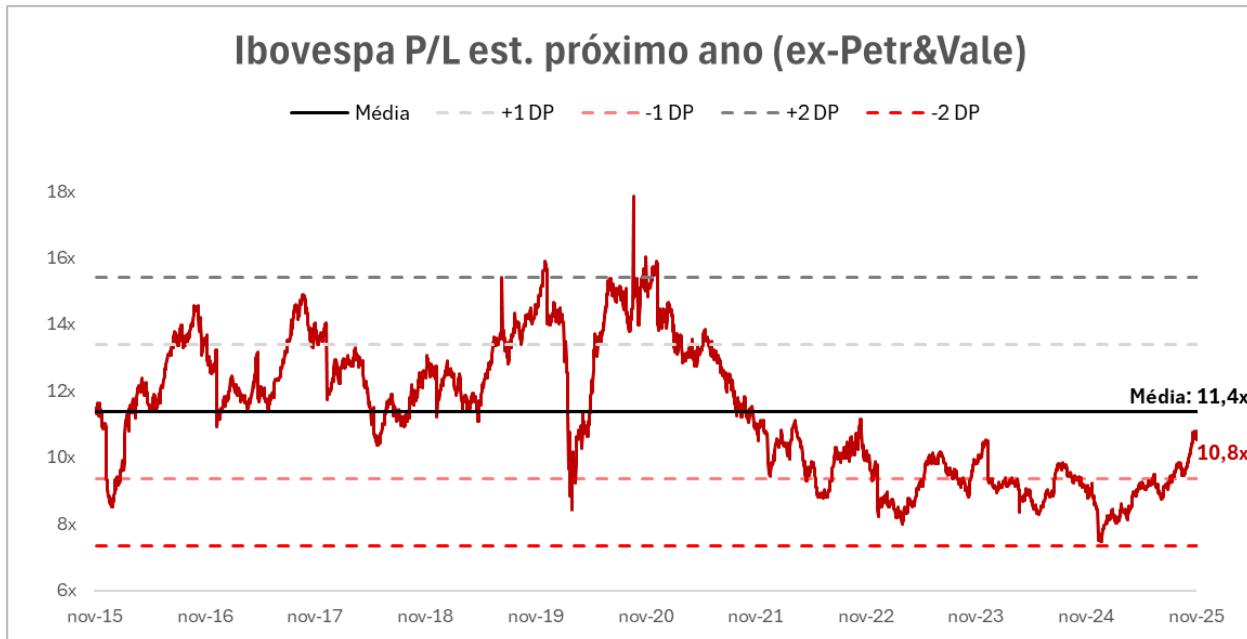
Além de avaliarmos a companhia como a melhor executora do setor de incorporação, a sua sugestão na carteira também passa pelos seguintes fatores:

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.

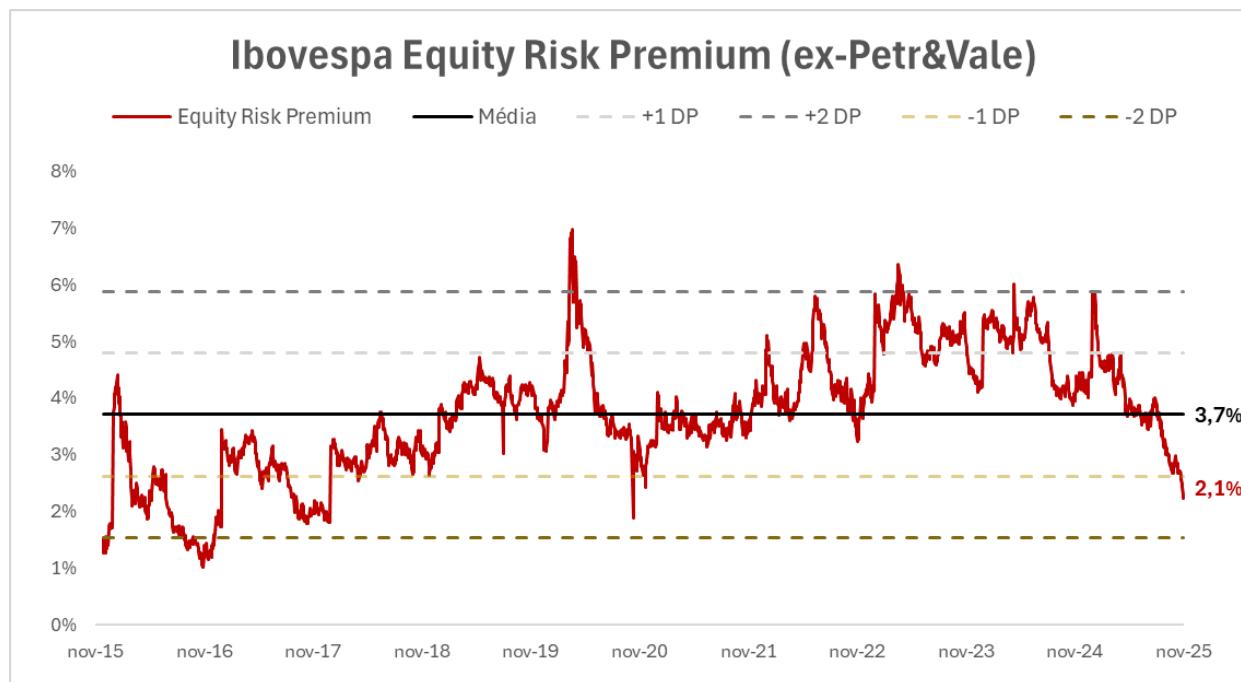
A bolsa em gráficos



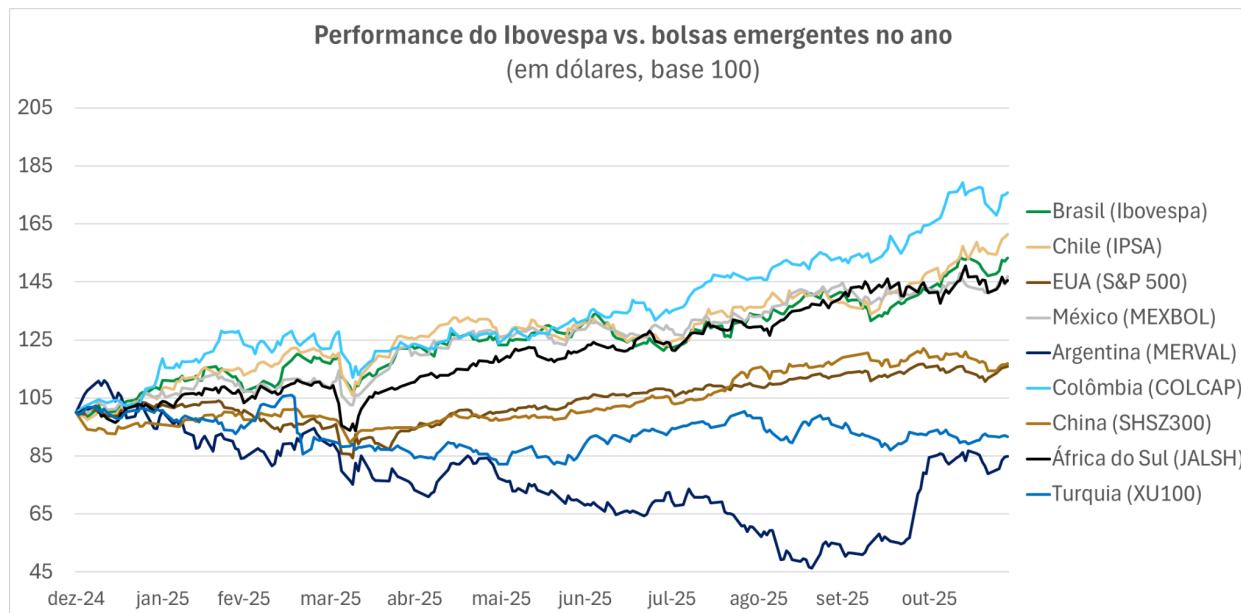
Fonte: Bloomberg. Considera preços de fechamento de 27-novembro-2025.



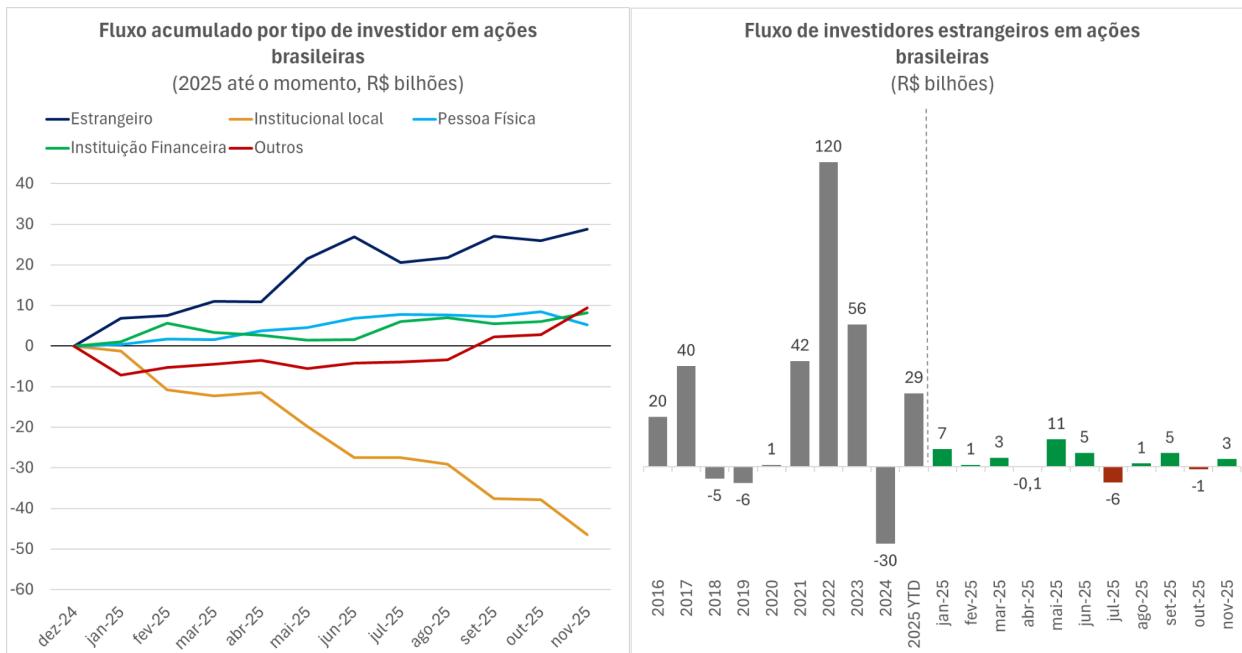
Fonte: Bloomberg. Considera preços de fechamento de 27-novembro-2025.



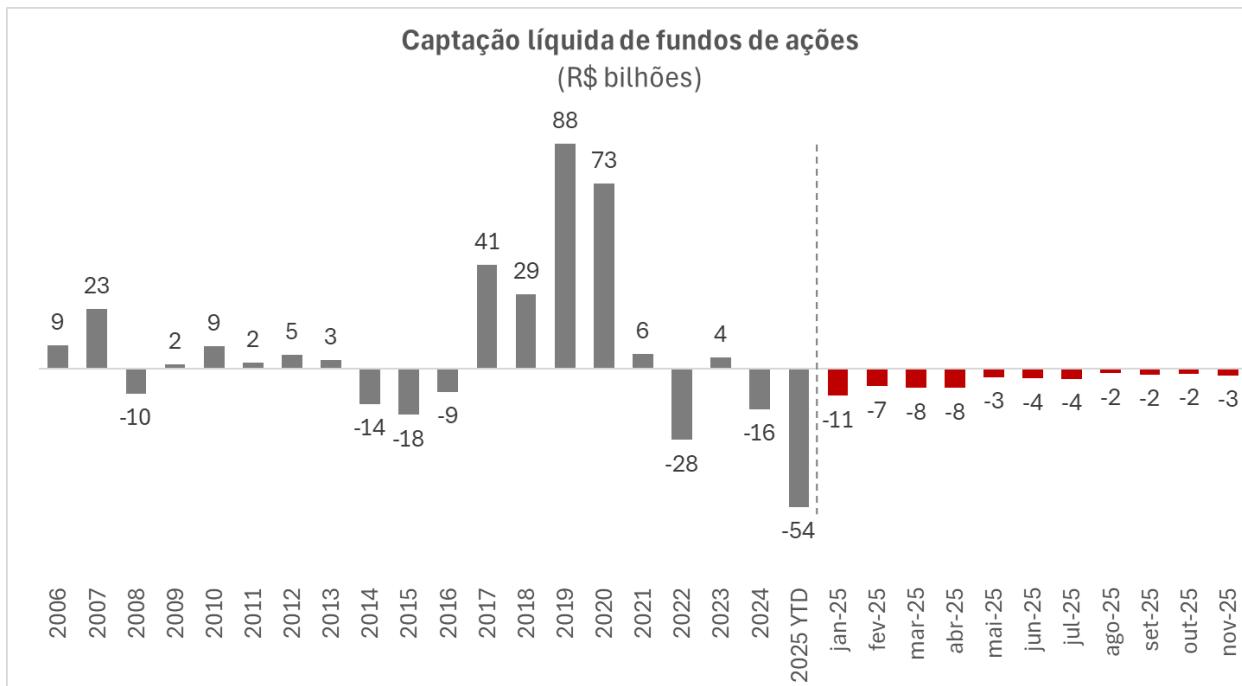
Fonte: Bloomberg. Considera preços de fechamento de 30-outubro-2025.



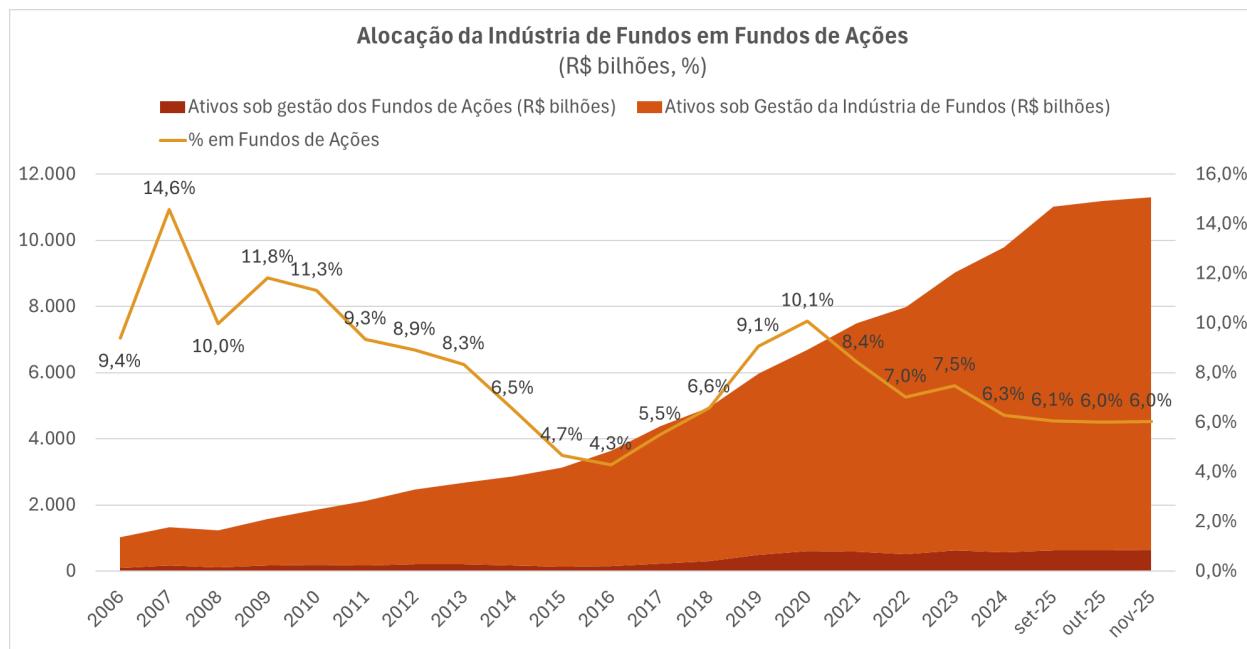
Fonte: Bloomberg. Considera preços de fechamento de 28-novembro-2025.



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



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



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