

# 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.

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

**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 \(CSAN3\)](#)

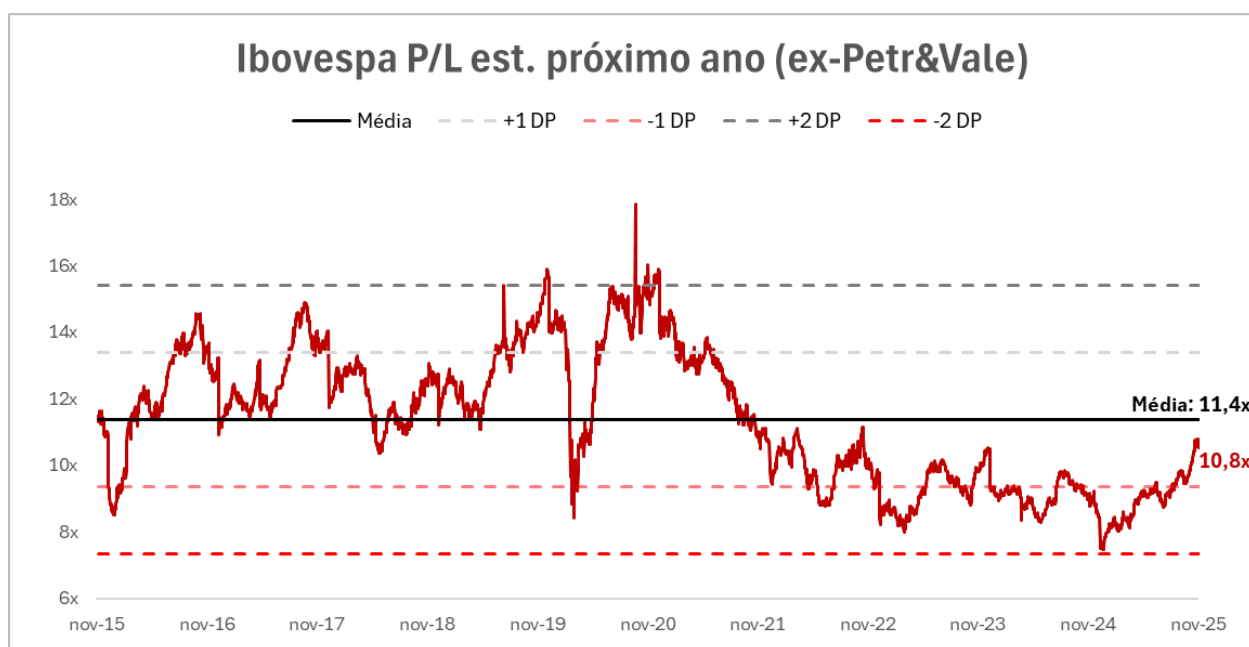
[Rede D'Or \(RDOR3\)](#)

[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.

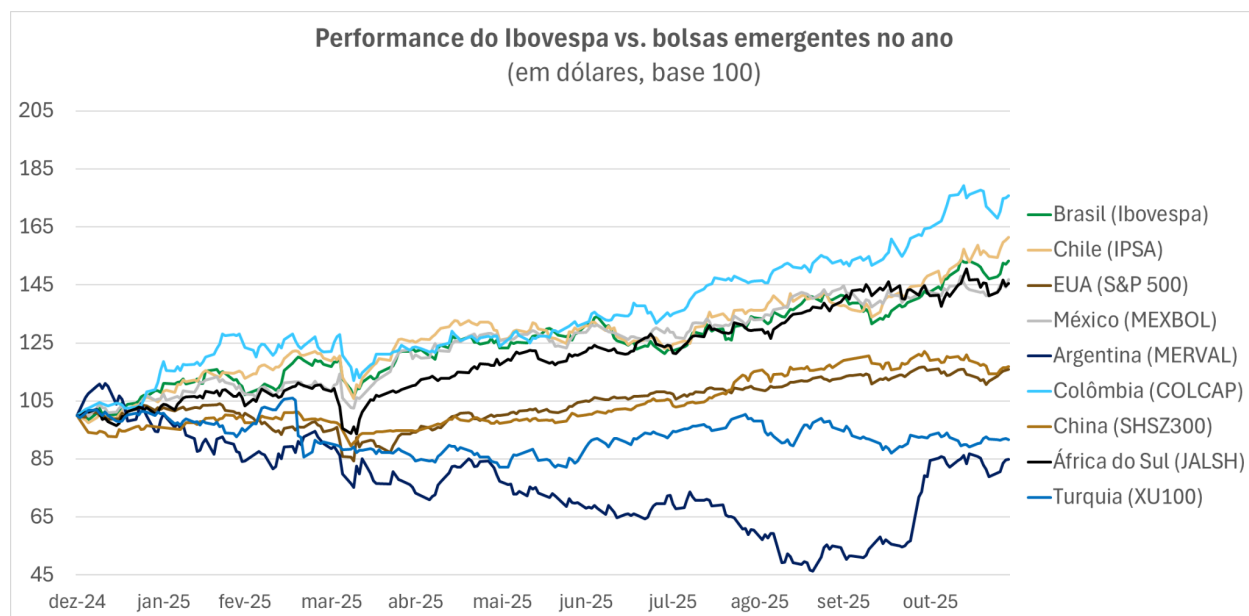
Na comparação regional, também seguimos atrativos. O principal índice da bolsa mexicana negocia a 12,6x na mesma métrica. No caso do Chile, o múltiplo é de 12,9x.

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

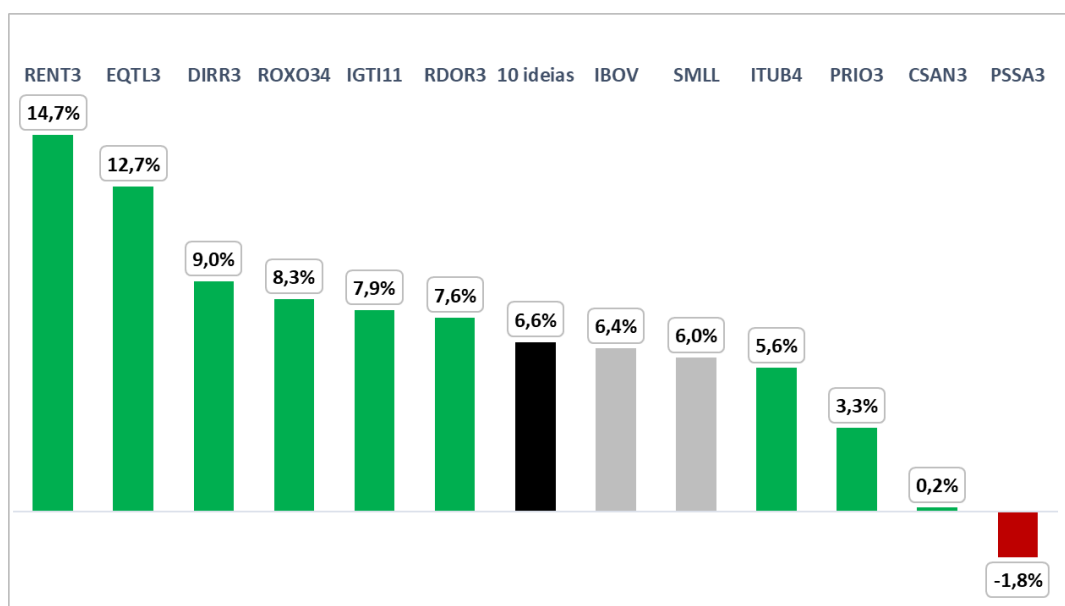
IGTI11	Iguatemi	-10%
PRIO3	Prio	-5%
PSSA3	Porto	5%
MULT3	Multiplan	10%



## 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.

	
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:

	
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 shoppings 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:

**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.



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%

## 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	<b>Porto</b>
Ticker	<b>PSSA3</b>
Recomendação	<b>Compra</b>
Valor de mercado	<b>R\$ 30,5 bi</b>
Liquidez média diária	<b>R\$ 86,8 mi</b>
Preço/ação	<b>R\$ 47,19</b>
Performance (12M)	<b>25,7%</b>

**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.

	
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%

**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:

**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).



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%

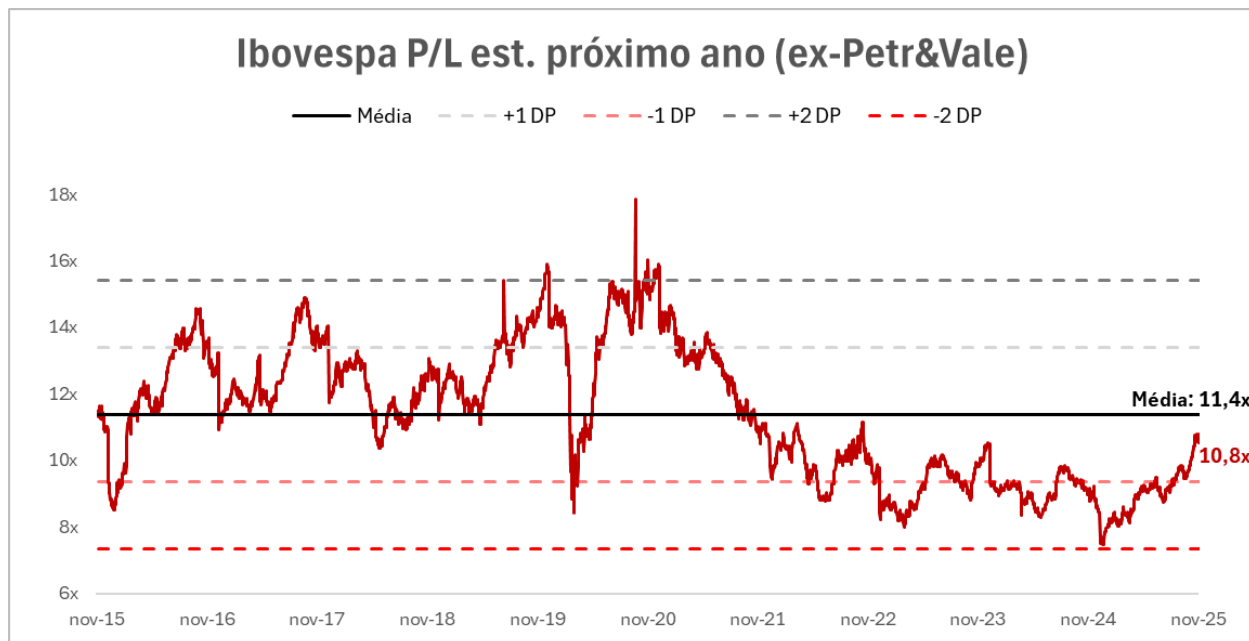
Além de avaliarmos a companhia como a melhor executora do setor de incorporação, a sua sugestão na carteira também passa pelos seguintes fatores:

**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.

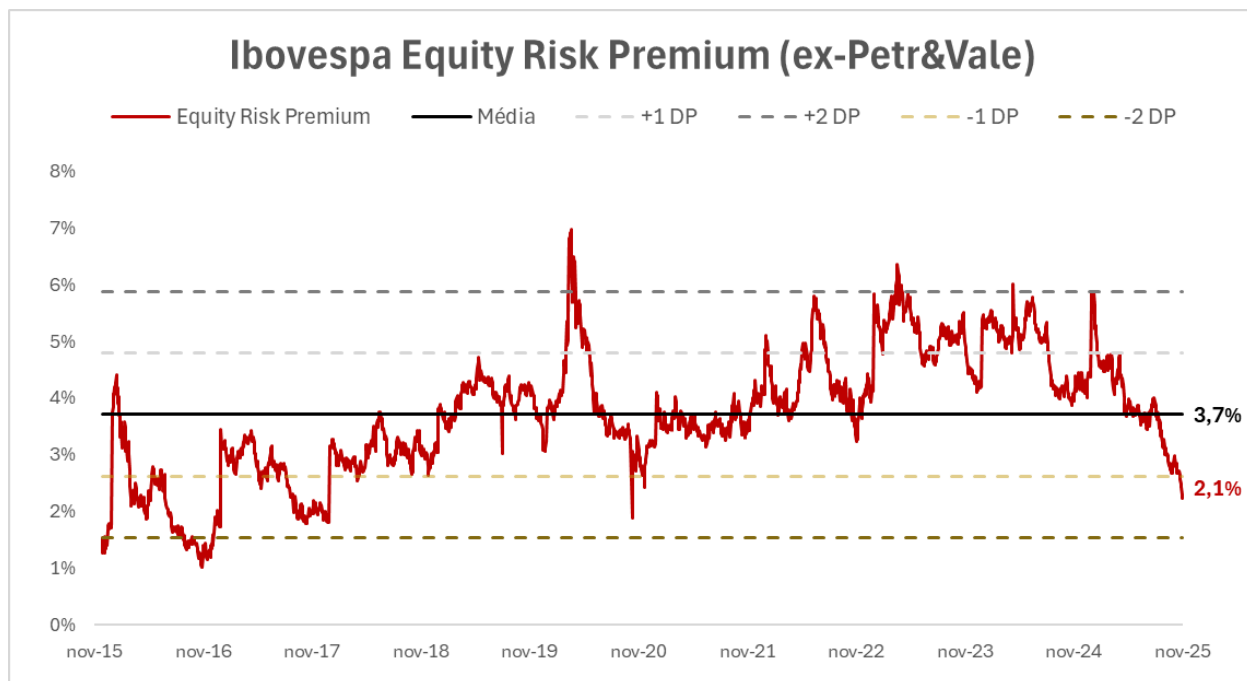
## A bolsa em gráficos



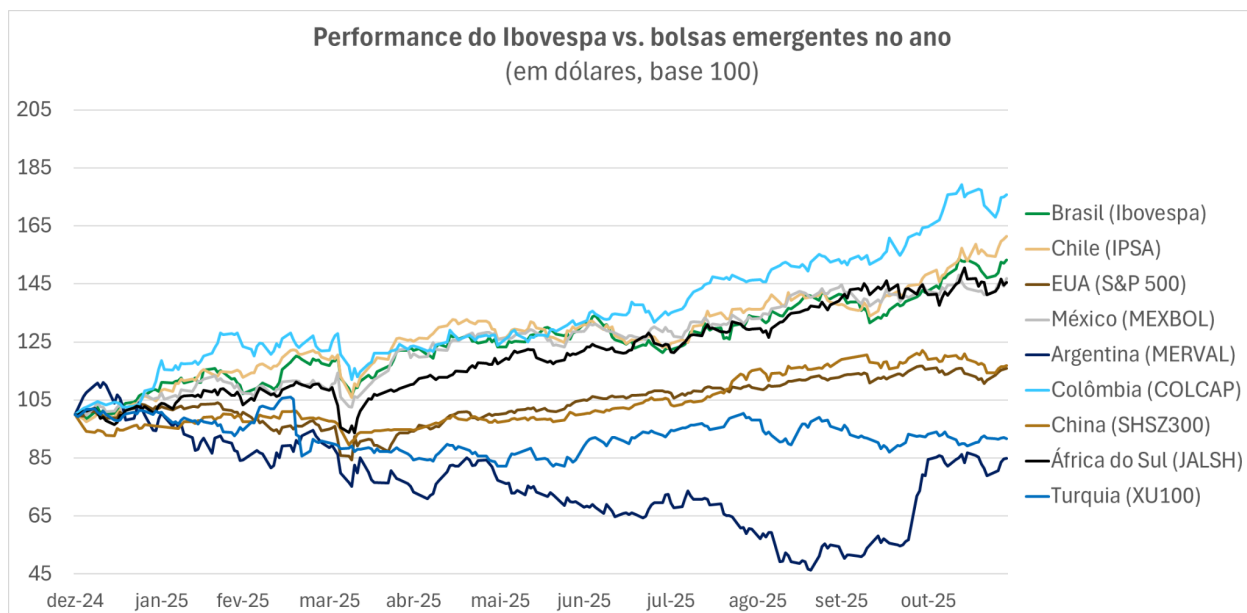
Fonte: Bloomberg. Considera preços de fechamento de 27-novembro-2025.



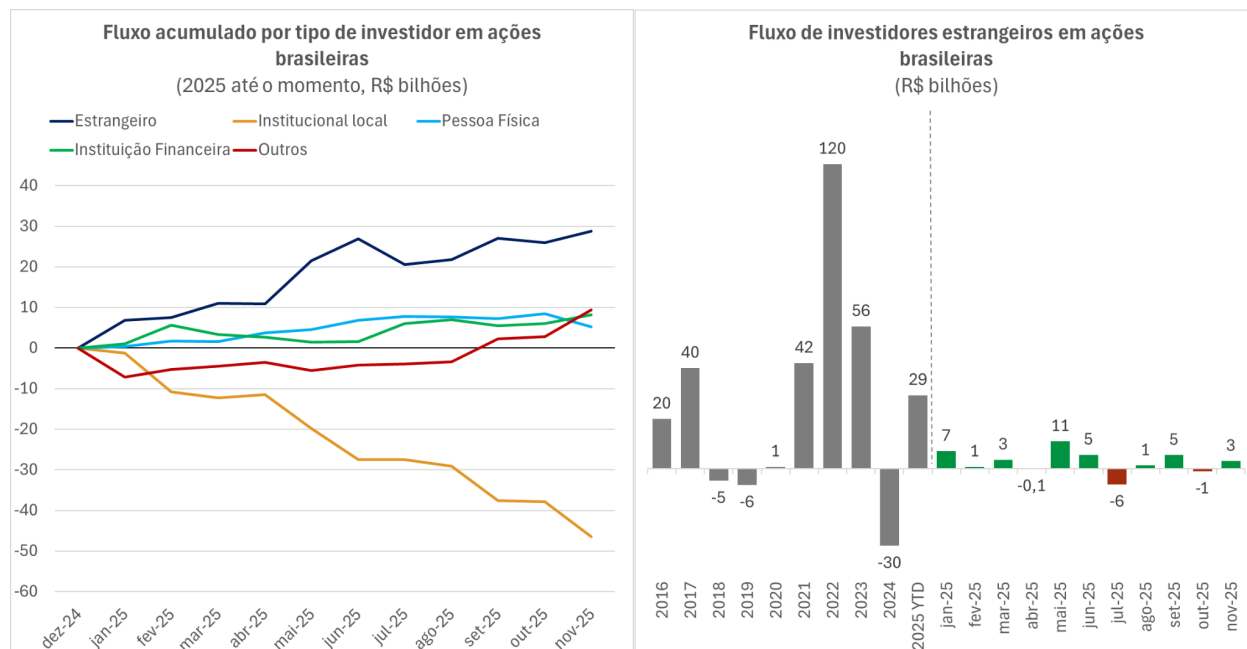
Fonte: Bloomberg. Considera preços de fechamento de 27-novembro-2025.



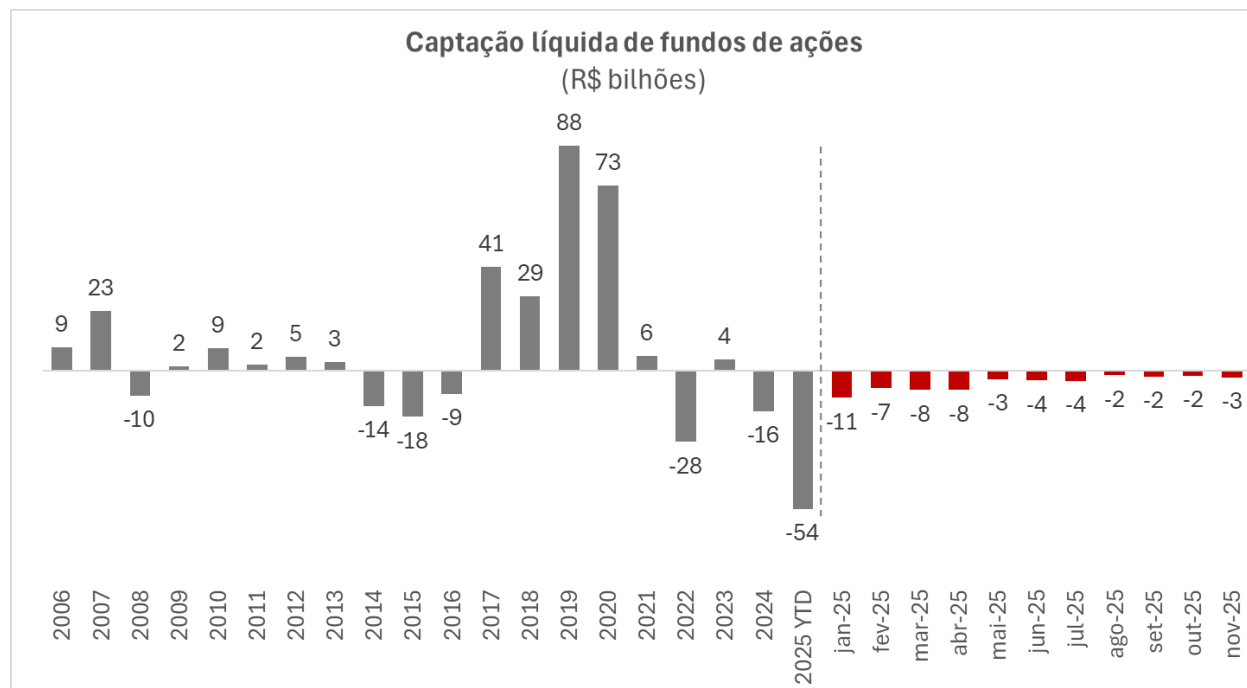
Fonte: Bloomberg. Considera preços de fechamento de 30-outubro-2025.



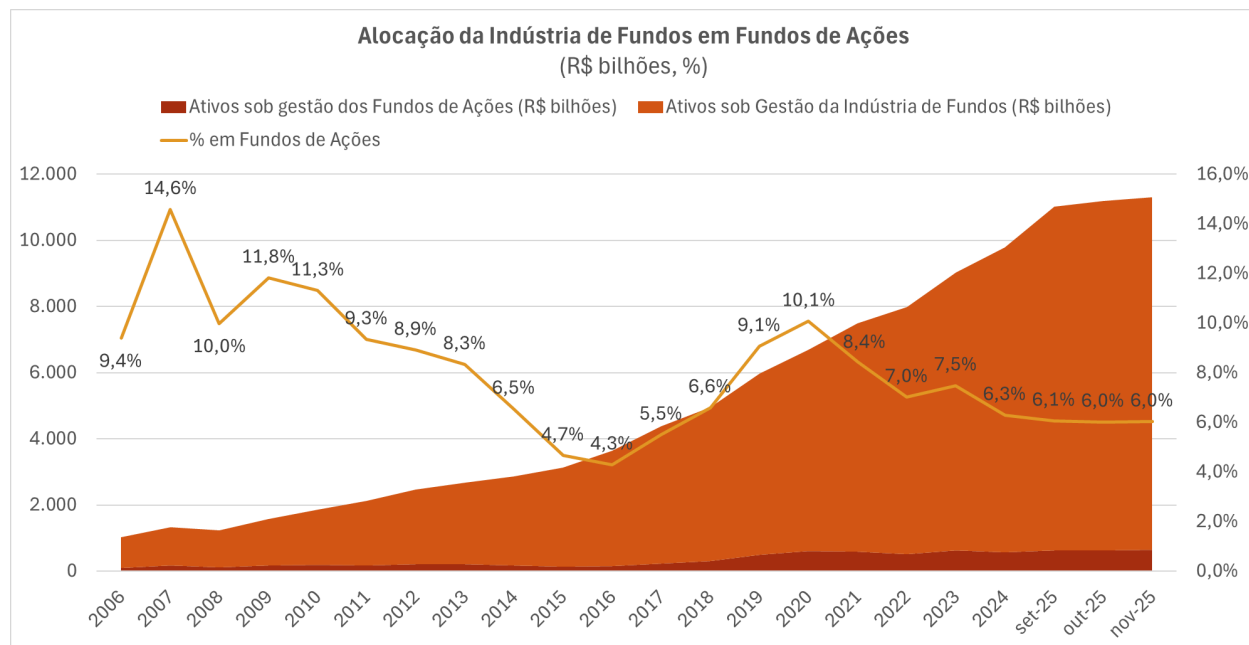
Fonte: Bloomberg. Considera preços de fechamento de 28-novembro-2025.



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.