



Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Outubro 2025

Carlos Sequeira, CFA
New York - BTG Pactual US Capital LLC

Leonardo Correa
São Paulo – Banco BTG Pactual

Antonio Junqueira, CFA
São Paulo – Banco BTG Pactual

Osni Carfi
São Paulo – Banco BTG Pactual

Tcha Chan
São Paulo – Banco BTG Pactual

Bruno Henriques
São Paulo – Banco BTG Pactual

Objetivo da Carteira

A carteira tem como objetivo selecionar as melhores oportunidades e performances do mercado de ações sugerindo cerca de 10 ações a cada mês. O processo de seleção dos ativos é realizado pelo time de estrategistas do Research do Banco BTG Pactual, com base em uma análise conjunta ao time de analistas, sem considerar necessariamente índices de referência ou liquidez.

Pontos Principais

Os ciclos de flexibilização monetária nos EUA e no Brasil apoiam as ações locais

Mantemos nossa expectativa de que os ciclos combinados de flexibilização monetária nos EUA, que já começaram em setembro, e no Brasil, com início esperado para janeiro de 2026, devem apoiar as ações locais. É verdade que as ações brasileiras tiveram um bom desempenho este ano (+41% em dólares), mas o valuation continua atraente, e o início do ciclo de flexibilização monetária nos EUA está atraindo um fluxo maior para os mercados emergentes em geral e para o Brasil em particular.

A Copel substitui a EQTL; a Energisa, a Cyrela e a Rede D'Or mantêm suas posições

Continuamos com uma grande parte da carteira investida em ações que oferecem retornos atraentes em comparação com as taxas de longo prazo. Entre as empresas de serviços básicos, estamos adicionando a Copel, substituindo a Equatorial, enquanto mantemos a Energisa (TIR real de 11%). Os pagamentos de dividendos mais elevados da Copel e a exposição aos preços elevados da energia devem apoiar a ação. Por outro lado, a construtora Cyrela, que deve apresentar resultados muito sólidos no segundo semestre de 2025, e a prestadora de serviços de saúde Rede D'Or mantêm suas posições por mais um mês.

A Localiza está de volta, substituindo a Motiva

Também estamos mantendo uma grande parte da carteira investida em ações com fluxo de caixa concentrado no longo prazo. Decidimos remover a Motiva, após um forte desempenho das ações este ano (+50%), e substituí-la pela Localiza, já que esta última apresenta um sólido momento operacional, especialmente nas divisões de RAC e frota, é uma clara beneficiária da queda nas taxas de juros e é negociada a um valuation atraente (P/L de 10x para 2026).

Itaú e NU, Smartfit, Vibra e Embraer completam a 10SIM

Mantemos nossa exposição de 20% ao setor financeiro inalterada neste mês, dividida entre o Nubank, com beta mais alto e crescimento mais forte, e o Itaú, mais defensivo. A rede de academias Smartfit, a distribuidora de combustíveis Vibra e a fabricante de aviões Embraer também permanecem na carteira por mais um mês.

Tabela 1: Portfólio 10SIM para outubro/25

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VP	
					2025	2026	2025	2026	2025	2026
Nubank	Bancos	ROXO34	10%	417.031	n.a.	n.a.	31,4x	24,3x	7,1x	5,5x
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	397.223	n.a.	n.a.	9,3x	8,7x	2,2x	1,9x
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	92.860	9,5x	8,1x	21,1x	16,5x	3,4x	3,1x
Embraer	Bens de Capital	EMBR3	10%	58.898	14,9x	12,0x	39,7x	26,9x	3,0x	2,8x
Localiza	Transportes	RENT3	10%	41.603	5,7x	5,3	12,7x	10,0x	1,6x	1,4x
Copel	Serviços Básicos	CPLB6	10%	37.210	9,7x	9,1x	16,4x	16,2x	1,5x	1,6x
Vibra Energia	Distribuição de Combustível	VBBR3	10%	27.371	6,2x	5,4x	12,8x	9,0x	1,3x	1,2x
Energisa	Serviços Básicos	ENGI11	10%	24.981	5,7x	5,7x	14,8x	17,0x	1,3x	1,2x
Smartfit	Varejo	SMFT3	10%	15.935	10,9x	9,1x	21,6x	17,0x	2,6x	2,3x
Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%	11.246	8,7x	8,0x	7,4x	5,0x	1,2x	1,2x

Fonte: Economática, BTG Pactual

Os ciclos de flexibilização monetária nos EUA e no Brasil apoiam as ações locais

O início do ciclo de flexibilização monetária nos EUA (o FED reduziu as taxas em 25bps em setembro) e as perspectivas de um ciclo de flexibilização no Brasil no início do próximo ano provocaram um forte desempenho do Ibovespa nos últimos dois meses. Em agosto e setembro, o Ibovespa subiu 9,9% em reais e 15,5% em dólares, superando o S&P500 e alguns de seus pares regionais. No acumulado do ano, o Ibovespa subiu 41% em dólares, em linha com seus principais pares da América Latina e melhor do que o S&P500.

Gráfico 1: Ibovespa (em USD) e S&P500 vs. países da América Latina



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

A atividade econômica está desacelerando, criando condições para cortes nas taxas

Dados econômicos recentes confirmaram a desaceleração gradual da atividade econômica no Brasil. A deterioração das condições de crédito, combinada com o alto endividamento das famílias, aponta para uma economia estagnada no futuro, com crescimento modesto no terceiro trimestre de 2025 e um declínio no quarto trimestre.

Embora as expectativas de inflação tenham apresentado uma tendência de queda há algum tempo, os dados mais recentes mostraram uma piora marginal na dinâmica da inflação, com índices acima do esperado, particularmente na inflação dos serviços, já que as taxas de desemprego estão em níveis relativamente baixos (5,6%). Nossa projeção é de uma inflação ao consumidor de 4,8% em 2025 e 4,2% em 2026.

Com isso em mente, o cenário base da equipe econômica do BTG Pactual é que o início do ciclo de flexibilização monetária será em janeiro de 2026, o que, de fato, é a visão consensual do mercado neste momento. Nossa equipe projeta uma redução de 300bps em 2026, o que levaria a taxa Selic de referência para 12% no final de 2026.

Embora seja possível que o Banco Central do Brasil antecipe o ciclo de flexibilização monetária para 2025, isso exigiria surpresas desinflacionárias significativas e sinais mais claros de aumento do desemprego nos próximos meses — um cenário que, até o momento, parece improvável.

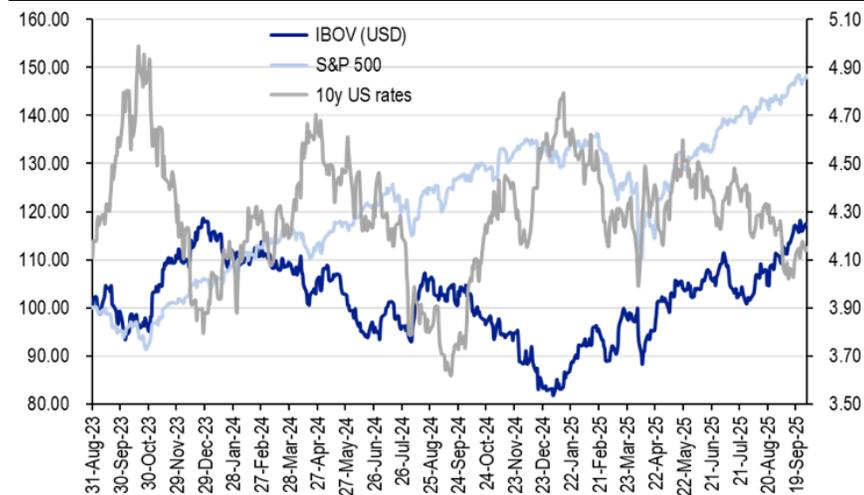
Ainda assim, as perspectivas de um ciclo de flexibilização monetária no Brasil, combinadas com a queda das taxas nos EUA, podem continuar a dar suporte às ações locais. Normalmente, os ciclos de flexibilização monetária são seguidos por preços mais altos das ações.

Naturalmente, as próximas eleições presidenciais ganharão maior relevância como determinantes dos preços dos ativos no Brasil à medida que nos aproximamos das eleições. Dito isso, dado que ainda estão distantes (outubro de 2026) e que há muitas variáveis importantes ainda indefinidas, acreditamos que o ciclo de flexibilização monetária continuará sendo um fator mais relevante na definição dos preços dos ativos no Brasil nos próximos meses.

O início do ciclo de flexibilização monetária nos EUA está atraindo fluxos para os mercados emergentes

Em setembro, o FED iniciou um ciclo de flexibilização monetária muito aguardado, reduzindo as taxas em 25bps. Além disso, há uma perspectiva de mais dois cortes da mesma magnitude até o final do ano e mais dois cortes em 2026, levando a taxa básica de juros para 3,1% em junho de 2026.

O início do ciclo de flexibilização monetária nos EUA está atraindo mais fluxos para os mercados emergentes. De acordo com a EPFR, os fundos Globais investindo em mercados emergentes (GEM) receberam entradas de US\$ 8,7 bilhões em setembro e US\$ 19,5 bilhões nos últimos quatro meses, em comparação com saídas de US\$ 17 bilhões em 2024.

Gráfico 2: Ibovespa (em USD) e S&P500 (base 100= /8/23) vs. taxas de 10 anos dos EUA


Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Mesmo após a recente recuperação, as ações brasileiras continuam baratas

Mesmo após a recente recuperação, as ações brasileiras continuam baratas, sendo negociadas a 9,6x P/L 12 meses à frente, excluindo a Petrobrás e a Vale (8,3x incluindo essas duas empresas), um desvio padrão abaixo da sua média histórica (de 11,9x).

Quando se considera apenas o P/L, o Ibovespa parece, sem dúvida, barato. No entanto, quando ajustado pelas taxas reais de longo prazo (que estão em ~7,5%), o prêmio para manter ações está em 2,9%, em linha com a média (3,1%).

Em nossa opinião, para que ocorra uma performance positiva adicional, ou as taxas reais de longo prazo precisam cair, ou os lucros devem ser revisados para cima. Neste momento, vemos espaço limitado para revisões mais fortes dos lucros para cima no curto prazo, dada a desaceleração econômica esperada. E para que as taxas de longo prazo caiam de forma mais significativa, precisamos ver uma melhora nas contas fiscais do país, o que pode ocorrer só no próximo governo.

Gráfico 3: Bovespa P/L 12 meses à frente (ex Petro & Vale)


Fonte: Economática, BTG Pactual

Gráfico 4: Earnings yield (L/P – taxas reais de 10 anos)


Fonte: Economática, BTG Pactual

A diferença entre as taxas de juros de longo prazo do Brasil e dos EUA aumentou

Embora as taxas reais de longo prazo nos EUA tenham caído 46bps no acumulado do ano (para 1,77%), as taxas reais de longo prazo do Brasil seguiram na direção oposta e subiram 12bps (para 7,53%). Um cenário fiscal e político turbulento pode estar mantendo as taxas de longo prazo do Brasil extremamente altas.

As taxas reais de longo prazo mais baixas nos EUA e as taxas mais altas no Brasil fizeram com que o spread entre as taxas do Brasil e dos EUA aumentasse para 5,7%.

Gráfico 5: Spread (NTN-B 2035 vs. taxas de 10 anos dos EUA)



Fonte: Economática, BTG Pactual

Gráfico 6: Títulos públicos de longo prazo (NTN-B 2035 vs. taxas dos EUA a 10 anos)



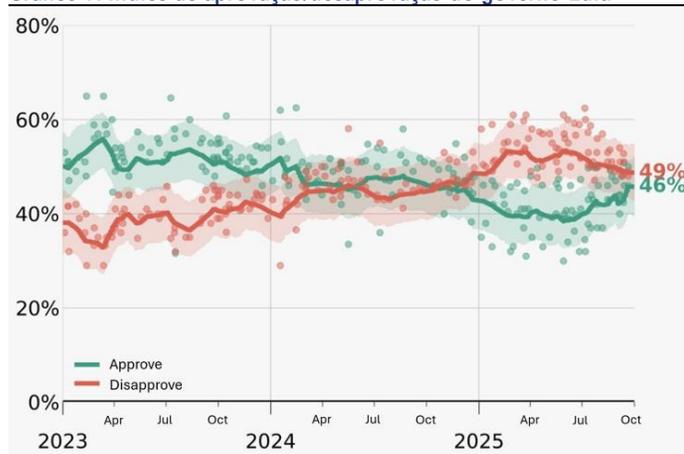
Fonte: Economática, BTG Pactual

O cenário eleitoral está ganhando importância, mesmo que ainda estejamos muito longe das eleições

Nos últimos meses, uma combinação de inflação alimentar em declínio, o anúncio e aprovação de medidas populares e uma disputa com o presidente dos EUA, Donald Trump, ajudaram a melhorar significativamente os índices de aprovação do presidente Lula.

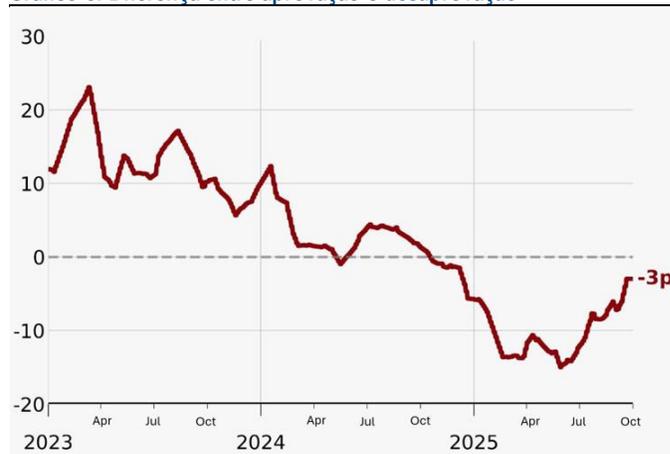
Pesquisas de opinião mostram que a taxa de aprovação do presidente Lula melhorou (de 39% para 46%), reduzindo a diferença entre aprovação e desaprovação para apenas 3 pontos percentuais, ante 15 pontos percentuais há apenas três meses.

Gráfico 7: Índice de aprovação/desaprovação do governo Lula



Fonte: JOTA

Gráfico 8: Diferença entre aprovação e desaprovação



Fonte: JOTA

Embora nossa opinião seja de que ainda é muito cedo para fazer qualquer projeção confiável sobre as eleições do próximo ano, à

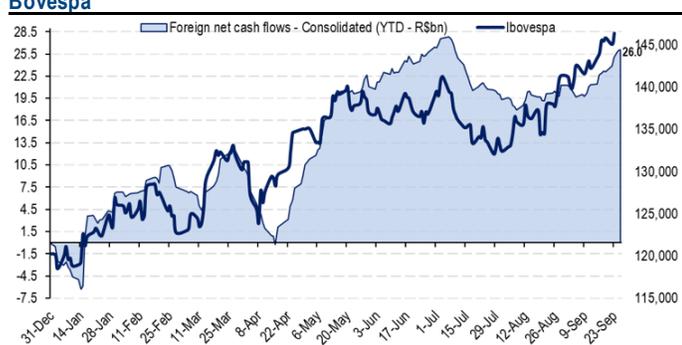
medida que elas se aproximam, os preços dos ativos tendem a reagir mais diretamente a qualquer notícia relacionada à disputa.

Setembro registrou entradas estrangeiras mais fortes

Setembro foi mais um mês de sólidos fluxos estrangeiros para as ações brasileiras (+R\$ 4,8 bilhões), elevando os influxos líquidos acumulados no ano para R\$ 26 bilhões. Na verdade, apenas dois meses neste ano tiveram saídas, um cenário muito diferente em relação a 2024, quando as saídas totalizaram R\$ 32 bilhões e houve apenas três meses com fluxo de entrada para o Brasil.

Ajustando pela deslistagem da Santos Brasil, na qual os investidores estrangeiros venderam cerca de R\$ 1,4 bilhão, setembro registrou entradas líquidas de R\$ 6,2 bilhões.

Gráfico 9: Fluxo estrangeiro para ações no Brasil, acumulado no ano vs. Bovespa



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Gráfico 10: Fluxo estrangeiro para ações no Brasil, acumulado no ano vs. Bovespa (ex-STBP3)



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Após um mês de julho fraco para as ações brasileiras, quando os estrangeiros venderam R\$ 6,4 bilhões, as alocações se recuperaram em agosto, com melhorias nas quatro categorias de fundos.

As alocações em ações brasileiras encerraram agosto em 6,51% (alta de 50bps no mês), e as alocações em ações globais, exceto dos EUA, encerraram em 1,23% (alta de 19bps). Com fluxos mais fortes em setembro, esperamos que as alocações continuem a aumentar.

Tabela 2: Alocações de fundos para o Brasil

Fund Allocations to Brazil				
Date	G.E.M.	Global	Global (ex-US)	LatAm
Dec-16	8.15%	0.68%	1.18%	56.03%
Dec-17	6.73%	0.52%	0.69%	56.42%
Dec-18	7.69%	0.54%	0.70%	59.85%
Dec-19	8.18%	0.45%	0.55%	65.86%
Dec-20	5.29%	0.25%	0.36%	62.71%
Dec-21	4.34%	0.26%	0.42%	55.09%
Dec-22	6.31%	0.42%	0.68%	59.12%
Dec-23	7.61%	0.56%	0.85%	58.88%
Nov-24	6.25%	0.50%	0.80%	57.09%
Dec-24	5.57%	0.52%	0.77%	55.55%
Jan-25	6.24%	0.59%	0.88%	58.64%
Feb-25	5.98%	0.58%	0.94%	56.56%
Mar-25	6.52%	0.51%	1.01%	58.49%
Apr-25	6.80%	0.62%	1.08%	57.57%
May-25	6.66%	0.57%	1.04%	57.24%
Jun-25	6.71%	0.62%	1.11%	58.99%
Jul-25	6.02%	0.59%	1.04%	57.54%
Aug-25	6.51%	0.60%	1.23%	58.75%

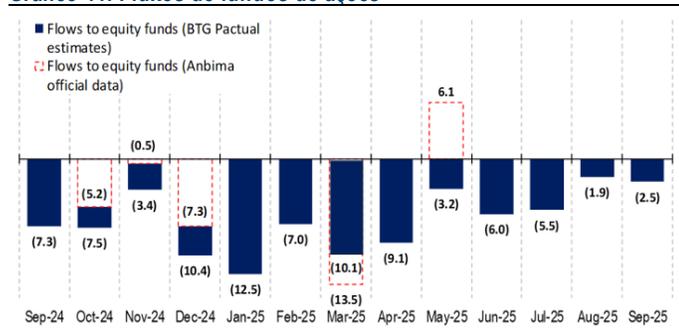
Fonte: EPFR, BTG Pactual

Fundos de ações locais: os saques persistem, mas estão diminuindo

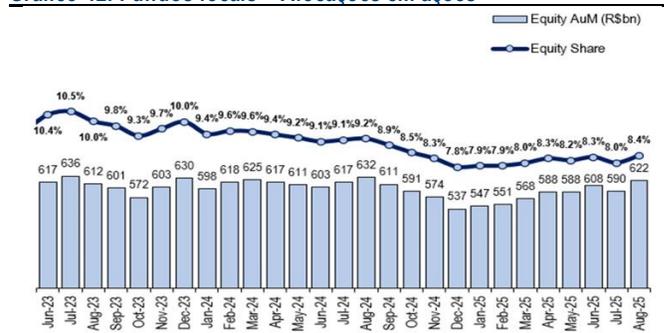
Os saques dos fundos de ações locais foram de R\$ 2,5 bilhões em setembro, um fluxo muito menor. Observando os fluxos médios mensais por trimestre, a tendência de queda é clara. No 1T25, as saídas foram em média de R\$ 9,9 bilhões por mês, no 2T25 de R\$ 6,1 bilhões por mês e no 3T25 de R\$ 3,3 bilhões por mês.

Nossa equipe econômica ainda espera que a taxa Selic termine o ano em 15%, com o ciclo de flexibilização começando em janeiro de 2026. Embora os cortes possam começar no final deste ano, a inflação mais forte e os dados do mercado de trabalho reduziram essa probabilidade.

Nas alocações de fundos multimercados, que incluem fundos de ações, hedge e pensões, houve um ligeiro aumento na exposição a ações. As alocações estão agora em 8,4%, contra 7,8% no final de 2024. Até o momento, o cenário macroeconômico não tem sido favorável o suficiente para impulsionar um aumento significativo na alocação de ações.

Gráfico 11: Fluxos de fundos de ações


Fonte: Anbima, estimativas BTG Pactual

Gráfico 12: Fundos locais – Alocações em ações


Fonte: Anbima, estimativas BTG Pactual

Portfólio 10SIM: Ciclos de flexibilização monetária nos EUA e no Brasil apoiam as ações locais

Mantemos nossa projeção de que os ciclos combinados de flexibilização monetária nos EUA, que já começaram em setembro, e no Brasil, com início esperado para janeiro de 2026, devem dar suporte às ações locais.

E embora reconheçamos que as ações brasileiras já tiveram um bom desempenho este ano (alta de 41% em dólares) e nos últimos dois meses (+15,5%), o valuation ainda é atraente, especialmente considerando a queda nas taxas e o potencial impacto positivo que isso deve ter sobre os lucros (menores despesas financeiras) e a atividade econômica em 2026.

Ao mesmo tempo, o início do ciclo de flexibilização monetária nos EUA está atraindo maiores fluxos para os mercados emergentes. De acordo com a EPFR, os fundos GEM receberam entradas de US\$ 8,7 bilhões em setembro e US\$ 19,5 bilhões nos últimos quatro meses (contra saídas de US\$ 17 bilhões em 2024). No Brasil, os estrangeiros compraram R\$ 6,2 bilhões líquidos em setembro e cerca de R\$ 27,5 bilhões no acumulado do ano.

Com isso em mente, mantemos o mesmo posicionamento estratégico da carteira do mês passado, mesmo após a forte recuperação observada nos últimos dois meses.

Continuamos com uma grande parte da carteira aplicada em ações que oferecem retornos atraentes, mesmo quando comparadas às taxas de juros reais de longo prazo muito altas. Nossa exposição a serviços básicos permanece em 20% da 10SIM, mas decidimos substituir a Equatorial pela Copel, mantendo a Energisa (TIR real de 11%). Acreditamos que a migração para o Novo Mercado e o aumento dos pagamentos de dividendos podem apoiar as ações da Copel no curto prazo. Além disso, a empresa deve se beneficiar dos altos preços da energia, dada sua posição não contratada no segmento de geração.

Também estamos mantendo uma grande parte da carteira investida em ações com um fluxo de caixa concentrado no longo prazo. Decidimos remover a Motiva, após o forte desempenho das ações este ano (+48%), e substituí-la pela Localiza, pois vemos esta última com um bom momento operacional, especialmente nas divisões RAC e frota, uma clara beneficiária da queda nas taxas de juros e negociada a um valuation atraente.

A construtora Cyrela, que deve apresentar resultados muito sólidos no segundo semestre de 2025 e está sendo negociada a ~5x P/L, permanece na carteira. Esperamos que o forte momento operacional e os pagamentos de dividendos mais elevados continuem impulsionando as ações. A prestadora de serviços de saúde Rede D'Or também mantém sua posição por mais um mês, mesmo após o excelente desempenho das ações este ano.

Mantemos nossa exposição de 20% ao setor financeiro inalterada neste mês, dividida entre o Nubank, com um beta mais alto e crescimento mais forte, e o Itaú, mais defensivo. Também mantemos a rede de academias Smartfit, a distribuidora de combustíveis Vibra e a fabricante de aviões Embraer na carteira.

Tabela 4: Mudanças na 10SIM™ (Setembro vs. Outubro)

Setembro				Outubro			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%
Vibra Energia	Distribuição de combustível	VBBR3	10%	Vibra Energia	Distribuição de combustível	VBBR3	10%
Motiva	Transportes	MOTV3	10%	Localiza	Transportes	RENT3	10%
Energisa	Serviços Básicos	ENGI11	10%	Energisa	Serviços Básicos	ENGI11	10%
Embraer	Bens de Capital	EMBR3	10%	Embraer	Bens de Capital	EMBR3	10%
Smartfit	Varejo	SMFT3	10%	Smartfit	Varejo	SMFT3	10%
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%
Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%	Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	Copel	Serviços Básicos	CPLE6	10%
Nubank	Bancos	ROXO34	10%	Nubank	Bancos	ROXO34	10%

Fonte: BTG Pactual

Um resumo das nossas escolhas de outubro

Rede D'Or (RDOR3)

A empresa atingiu um estágio estável e equilibrado, gerando caixa, expandindo-se organicamente, mantendo-se bem-posicionada com o Bradesco para acelerar projetos de expansão, pagando dividendos e melhorando constantemente as margens hospitalares e a sinistralidade. À luz da recente recuperação (RDOR3 com alta de 70% no acumulado do ano), vemos as ações sendo negociadas agora a ~16,5x P/L para 2026. A partir de agora, uma nova expansão de múltiplos dependerá de alguns catalisadores, que também podem impulsionar revisões adicionais para cima nos lucros. Esses gatilhos positivos são: (i) melhor dinâmica no negócio hospitalar (agora se materializando, com momento potencialmente ainda mais forte no segundo semestre); (ii) taxas de juros mais baixas (a RDOR é um ativo de capital intensivo e *long duration*); (iii) novas melhorias na unidade de seguros; (iv) um ambiente mais favorável para M&A (conforme refletido nas notícias recentes sobre uma possível fusão com a Fleury); e (v) outras opções, como um maior crescimento na área de oncologia ou novos projetos na joint venture com o Bradesco a serem anunciados. Em nosso preço-alvo, a RDOR poderia ser negociada mais perto de 20x P/L, em linha com outras empresas nacionais de alta qualidade na América Latina que também são teses de carregamento.

Cyrela (CYRE3)

Estamos mantendo a Cyrela em nossa carteira 10SIM deste mês, pois a consideramos uma tese de qualidade com beta de alto no Brasil. A empresa apresentou sólidos resultados operacionais no primeiro semestre de 2025 e está a caminho de manter sua execução robusta no terceiro trimestre. Ela também possui um banco de terrenos de alta qualidade, o que deve sustentar lançamentos sólidos e um bom

content.btgpactual.com

desempenho de vendas nos próximos trimestres. Além disso, a Cyrela está aumentando sua exposição ao programa MCMV por meio de sua subsidiária Vivaz e suas joint ventures Cury e Plano&Plano, com aproximadamente 40% de seus lucros vinculados ao MCMV, o que é mais defensivo em meio a um ambiente macroeconômico difícil. Dito isso, acreditamos que a Cyrela deve continuar a superar seus pares e ganhar participação de mercado, apesar de um cenário macroeconômico mais difícil, enquanto seu valuation de ~5x P/L para 2026 continua atraente.

Smartfit (SMFT3)

Nos níveis atuais, a Smartfit é negociada a 17x P/L para 2026 – a empresa teve um desempenho superior no último mês e é uma das teses mais consensuais entre os investidores locais. No entanto, continua sendo uma de nossas Top Picks de carregamento no setor de varejo da América Latina. A tese de investimento é apoiada por: (i) escala incomparável; (ii) números de alto retorno com margens em melhoria por meio da alavancagem operacional; e (iii) exposição a um mercado fragmentado com espaço para consolidação. Embora o segundo trimestre não tenha trazido revisões positivas significativas nos números, ele trouxe sinais encorajadores, ancorando o lucro líquido da SMTF para este ano. Apesar dos riscos de curto prazo — valuation elevado, canibalização e intensificação da concorrência —, projetamos um atraente CAGR de 36% para o LPA (2024-27). Em nossa opinião, a Smartfit continua sendo uma história única de crescimento de longo prazo no setor de consumo da América Latina, com liquidez crescendo nos últimos meses, e reiteramos nossa recomendação de Compra.

Copel (CPLE6)

A Copel tem cumprido consistentemente suas metas pós-privatização. Vemos fatores positivos nos próximos meses, incluindo (i) sua migração para o Novo Mercado (prevista para o 4º trimestre), o que deve aumentar a liquidez das ações e impulsionar o apelo para investidores estrangeiros, e (ii) pagamentos de dividendos sob a nova política aprovada no início deste ano. A empresa também se beneficia dos preços mais altos da energia, dada sua posição não contratada para os próximos anos no segmento de geração. As ações estão sendo negociadas a uma TIR real de 9,2%, enquanto outras empresas que cobrimos que pagam dividendos são negociadas a TIRs reais entre 7% e 8%.

Energisa (ENGI11)

Estamos mantendo a Energisa em nossa carteira, reforçando nossa estratégia de longo prazo em teses de qualidade com proteção contra a inflação. As ações estão sendo negociadas a uma TIR real de 11%, ao mesmo tempo em que apresentam sólidos resultados operacionais.

Vibra Energia (VBBR3)

Continuamos otimistas em relação à Vibra, apoiados por catalisadores de curto prazo e fundamentos robustos de médio prazo. Sendo a empresa mais próxima de uma distribuidora de combustíveis pura, a

Vibra está bem-posicionada para se beneficiar de benefícios regulatórios, medidas repressivas, monetização de créditos fiscais, amortização do ágio da Comerc e potencial criação de valor com a entrada de um acionista estratégico. Olhando para o futuro, esperamos um terceiro trimestre de 2025 particularmente forte, com margens EBITDA bem acima das médias históricas (R\$ 164/m³), impulsionadas por cotas maiores da Petrobras, uma janela de importação fechada e condições de mercado mais restritas. Esse momento deve se estender ao quarto trimestre, reforçado por uma fiscalização regulatória mais rigorosa e um campo de atuação estruturalmente mais nivelado. Com mais espaço para ganhos de eficiência e um cenário competitivo mais disciplinado, a VBBR se destaca como a empresa mais bem posicionada para capturar um potencial de valorização. Vemos a Vibra sendo negociada a um valuation atraente de 9x P/L para 2026, além de um yield de geração de caixa (FCFE) de 18% para 2025-26, o que abre espaço para desalavancagem adicional, dividendos e um momento positivo de lucros para o segundo semestre de 2025.

Itaú Unibanco (ITUB4)

Estamos mantendo as ações do Itaú na carteira por mais um mês, pois continuam sendo nossa única recomendação de Compra e nossa Top Pick entre os bancos incumbentes do Brasil. No mês passado, o banco realizou seu Investor Day, onde a administração reforçou que o banco está investindo pesadamente em IA e pretende migrar 75% de seus clientes atuais para um serviço totalmente digital/remoto (contra apenas 15% atualmente), uma medida que deve melhorar significativamente a eficiência. A meta da administração é reduzir o índice de custo/receita do varejo dos atuais 40% para cerca de 30% em cinco anos. Eles também pretendem dobrar a carteira de empréstimos de varejo até 2030, o que implica um CAGR de cerca de 15%. À medida que o custo de atendimento diminui, o Itaú deve alcançar um crescimento sustentável, mantendo altos retornos. Em resumo: alcançar ganhos de eficiência permitiria ao banco reinvestir mais capital e, potencialmente, expandir o seu P/VP justo.

Nubank (ROXO34)

Apesar da forte recuperação nos últimos dois meses, mantemos o NU na carteira, pois continuamos acreditando que a empresa acelerará o crescimento tanto no México quanto no Brasil, e esperamos que os dados dos próximos meses corroborem ainda mais essa visão. Embora tenhamos sido bastante pessimistas em relação às ações do NU desde a oferta pública inicial (IPO) em 2021, desde abril deste ano passamos a ter uma visão mais otimista, adicionando o nome a esta carteira desde então, e há algumas semanas elevamos nossa recomendação das ações para Compra. Os resultados recentes do segundo trimestre e os dados atualizados nos dão mais confiança de que o NuBank está i) recuperando participação de mercado em cartões de crédito no Brasil, o que consideramos fundamental para os

resultados de curto prazo, mas também para fortalecer a primazia do cliente, e ii) finalmente ganhando força no México, com aceleração do crescimento dos empréstimos e impressionante retenção de depósitos. Acreditamos que a internacionalização seja provavelmente o aspecto mais importante da tese de investimento geral do Nu. Dito isso, a melhoria na dinâmica da receita líquida e a crescente confiança no sucesso fora do Brasil nos levam a acreditar que há espaço para uma expansão de múltiplos para as ações.

Localiza (RENT3)

Observamos que a Localiza apresenta melhores tendências em todos os seus três segmentos principais: (i) RAC – repasse efetivo de preços, volumes resilientes e ganhos de eficiência estão sustentando a expansão das margens; (ii) Frota – a empresa está focada na melhoria das margens, otimizando o mix da frota e desativando ativamente veículos muito usados para melhorar a qualidade dos ativos e os retornos; e (iii) Seminovos – acreditamos que o pior momento relacionado ao IPI já passou e está amplamente precificado, especialmente após impairment no terceiro trimestre. Além das operações, vemos a Localiza como uma das empresas mais bem posicionadas em nossa cobertura para se beneficiar de um ambiente de taxas de juros mais baixas, dado seu perfil de beta mais alto e capital intensivo. Em termos de valuation, vemos o P/L para 2026 em 10x apresentando uma relação atraente de risco/retorno, sendo negociado a um múltiplo bem abaixo da média, que já leva em consideração as expectativas de crescimento mais baixas em relação aos níveis históricos.

Embraer (EMBR3)

A Embraer continua sendo uma de nossas Top Picks no setor de bens de capital. A recente isenção da tarifa de 40% dos EUA representa um importante evento de redução de risco, e vemos um potencial de valorização adicional à medida que a empresa continua seus esforços para eliminar os 10% restantes da tarifa. A Embraer está se beneficiando de um forte momento de lucros, e esperamos uma possível revisão positiva do guidance no segundo semestre de 2025, especialmente porque a empresa já apresentou uma margem EBIT consolidada de 8,7%, superando o limite superior de sua faixa de guidance para 2025 (8,3%). As recentes ordens estratégicas da Avelo e da LATAM também apoiam a tese de investimento. Estas ordens marcam momentos importantes para a plataforma E2, que está agora entrando em novos mercados, e podem contribuir adicionalmente para a elevação do guidance de fluxo de caixa livre para 2025 através de entradas de PDP (pagamento pré-entrega). Com um ano sólido de pedidos, acreditamos que o foco agora muda para a execução — ou seja, a evolução das entregas para atender às expectativas do backlog. Em termos de valuation, a Embraer é negociada a 12x EV/EBITDA para 2026, oferecendo um desconto atraente de dois dígitos em relação às empresas globais do setor de aviação — reforçando nossa visão construtiva sobre a tese.

Tabela 4: 10SIM para outubro de 2025

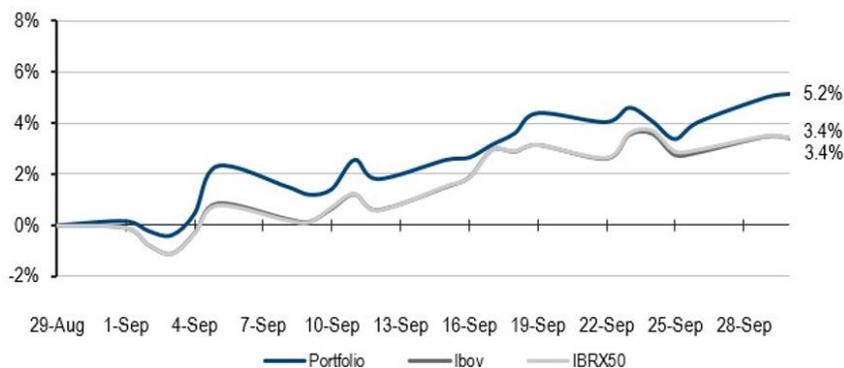
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ m)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2025	2026	2025	2026	2025	2026
Nubank	Bancos	ROXO34	10%	417.031	n.a.	n.a.	31,4x	24,3x	7,1x	5,5x
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	397.223	n.a.	n.a.	9,3x	8,7x	2,2x	1,9x
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	92.860	9,5x	8,1x	21,1x	16,5x	3,4x	3,1x
Embraer	Bens de Capital	EMBR3	10%	58.898	14,9x	12,0x	39,7x	26,9x	3,0x	2,8x
Localiza	Transportes	RENT3	10%	41.603	5,7x	5,3	12,7x	10,0x	1,6x	1,4x
Copel	Serviços Básicos	CPLB6	10%	37.210	9,7x	9,1x	16,4x	16,2x	1,5x	1,6x
Vibra Energia	Distribuição de Combustível	VBBR3	10%	27.371	6,2x	5,4x	12,8x	9,0x	1,3x	1,2x
Energisa	Serviços Básicos	ENGI11	10%	24.981	5,7x	5,7x	14,8x	17,0x	1,3x	1,2x
Smartfit	Varejo	SMFT3	10%	15.935	10,9x	9,1x	21,6x	17,0x	2,6x	2,3x
Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%	11.246	8,7x	8,0x	7,4x	5,0x	1,2x	1,2x

Fonte: Economática, BTG Pactual

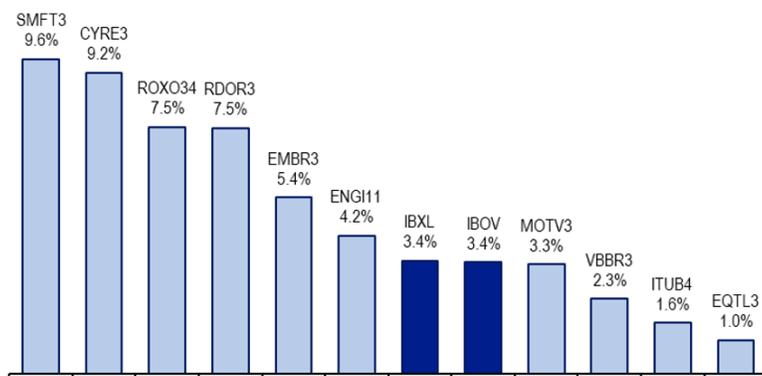
Rentabilidade da 10SIM™ em setembro

Rentabilidade mensal*

Em setembro, o desempenho do nosso portfólio 10SIM™ foi de 5,2%, acima do Ibovespa (3,4%) e do IBrX-50 (3,4%), conforme mostrado abaixo.

Gráfico 13: Rentabilidade em junho de 2025*


Fonte: BTG Pactual, Economática, (*) rentabilidade considerando o último preço de fechamento

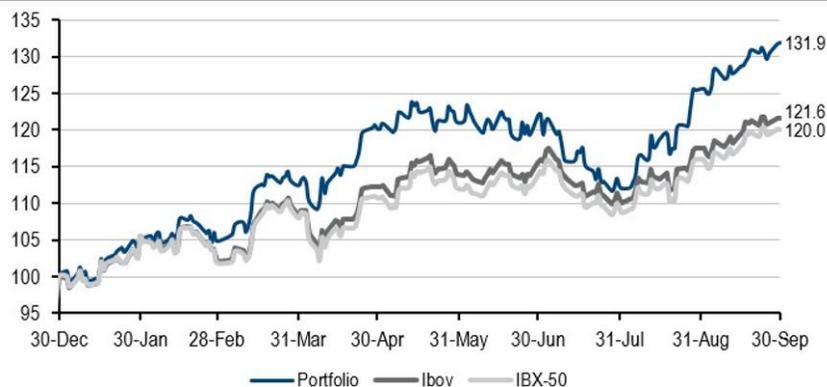
Gráfico 14: Desempenho das ações em setembro de 2025


Fonte: BTG Pactual, Economática

Desempenho no acumulado do ano

Desde 31 de dezembro de 2024, nossa carteira 10SIM subiu 31,9%, contra 21,6% do Ibovespa e 20,0% do IBX-50. A taxa do CDI subiu +10,4% no período.

Gráfico 15: Desempenho até o momento

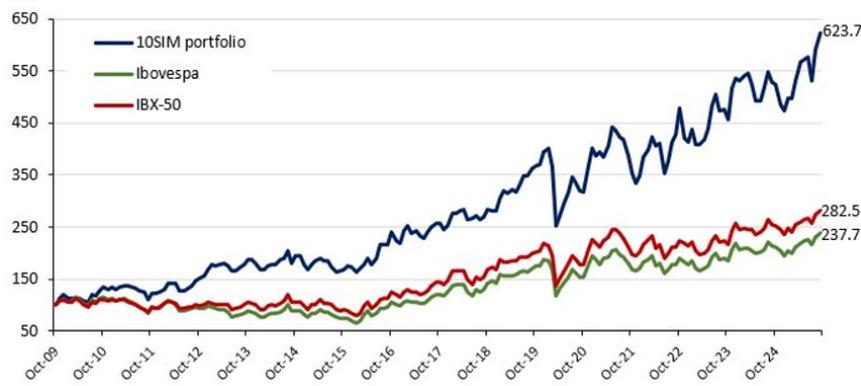


Fonte: BTG Pactual, Economática

Desempenho histórico

Desde outubro de 2009, quando Carlos E. Sequeira assumiu a gestão do portfólio 10SIM, a 10SIM teve uma alta de 523,7%, em comparação com 137,7% para o Ibovespa e 182,5% para o IBX-50.

Gráfico 16: Rentabilidade desde out/2009*



Fonte: BTG Pactual, Economática

Tabela 6: Rentabilidade mensal histórica*

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	No ano	IBOV	Carteira Acum.	IBOV Acum.
2009										0,2%	13,3%	4,8%	19,1%	11,5%	19,1%	11,5%
2010	-5,5%	0,3%	0,1%	-1,1%	-2,8%	-2,4%	12,3%	-1,4%	8,6%	4,8%	-2,4%	2,3%	12,0%	1,0%	33,4%	12,7%
2011	-2,2%	2,7%	1,6%	0,6%	-1,4%	-2,2%	-4,6%	-1,0%	-10,8%	9,5%	0,2%	2,1%	-6,5%	-18,1%	24,7%	-7,7%
2012	3,2%	10,3%	-0,2%	-0,8%	-8,7%	-0,1%	2,3%	5,1%	6,9%	3,0%	2,1%	8,1%	34,4%	7,4%	67,6%	-0,9%
2013	6,1%	-1,9%	1,4%	1,9%	-2,1%	-6,1%	-0,5%	5,1%	2,8%	5,3%	-0,6%	-3,5%	7,3%	-15,5%	79,9%	-16,3%
2014	-6,1%	-0,7%	4,0%	1,5%	0,2%	5,6%	1,9%	6,4%	-10,8%	6,8%	0,8%	-8,6%	-0,9%	-2,9%	78,3%	-18,7%
2015	-6,3%	6,2%	3,6%	3,5%	-3,1%	-0,1%	-5,5%	-6,8%	2,4%	1,5%	3,6%	-0,4%	-2,4%	-13,3%	73,9%	-29,5%
2016	-5,5%	3,2%	4,4%	7,2%	-6,0%	6,8%	12,9%	0,9%	-0,2%	10,9%	-6,5%	-2,5%	26,0%	38,9%	119,1%	-2,1%
2017	11,2%	3,9%	-5,6%	1,7%	-4,2%	-2,1%	5,7%	4,3%	2,9%	-0,9%	-4,6%	2,9%	14,7%	26,9%	151,4%	24,2%
2018	10,2%	-0,4%	1,6%	1,5%	-6,7%	0,1%	1,9%	-2,7%	2,5%	5,0%	-0,7%	0,2%	12,3%	15,0%	182,3%	42,9%
2019	8,3%	2,1%	-2,1%	2,3%	-1,6%	5,2%	4,8%	-0,1%	4,3%	1,2%	0,8%	6,7%	39,9%	31,6%	294,9%	88,0%
2020	1,7%	-9,2%	-30,7%	8,0%	7,7%	8,3%	9,0%	-3,6%	-4,1%	-1,1%	16,2%	9,2%	1,8%	2,9%	302,0%	93,5%
2021	-3,9%	2,2%	-2,7%	5,6%	8,8%	-1,1%	-3,1%	-0,9%	-7,6%	-8,9%	-5,6%	4,6%	-13,3%	-11,9%	248,5%	70,4%
2022	10,5%	3,8%	6,1%	-3,9%	1,1%	-14,0%	6,4%	9,9%	3,2%	12,1%	-12,4%	-1,3%	18,9%	4,7%	314,4%	78,4%
2023	5,7%	-6,8%	0,0%	2,5%	5,1%	10,0%	4,5%	-6,6%	0,8%	-3,9%	13,1%	3,5%	29,4%	22,3%	436,1%	118,1%
2024	-0,9%	1,9%	1,1%	-4,2%	-6,2%	0,2%	5,6%	5,6%	-3,6%	-1,1%	-7,5%	-2,5%	-11,8%	-10,4%	372,9%	95,5%
2025	5,3%	0,3%	6,5%	6,9%	0,8%	0,7%	-7,9%	11,7%	5,2%				31,9%	21,6%	523,7%	137,7%

Fonte: Economática, BTG Pactual

Informações importantes

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

(i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso;

(ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas aqui ou vinculadas ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes:

- (i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes;
- (ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão;
- (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis;
- (iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual.

Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.

Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.

Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. OBTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.

A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou não ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação.

O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse: www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx