



Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Novembro 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

Carteira recomendada de Ações (10SIM)



BTG Pactual Equity Research

03 de novembro de 2025

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

Ciclos de flexibilização devem impulsionar os mercados nos próximos meses

Ainda acreditamos que o fator mais poderoso para impulsionar as ações brasileiras nos próximos meses seja a combinação da queda nas taxas nos EUA (já iniciada) e no Brasil (projetada para começar em janeiro). O impacto positivo da queda nas taxas de curto prazo no Brasil sobre os lucros e a atividade econômica deve dar suporte às ações locais nos próximos meses. Com isso em mente, estamos fazendo pequenos ajustes no 10SIM em novembro.

Adicionando risco por meio da Direcional, substituindo a Vibra

Estamos adicionando um pouco mais de risco, embora pequeno, à carteira, incluindo a construtora de imóveis populares Direcional, que substitui a distribuidora de combustíveis Vibra. O momento dos lucros da Direcional é forte e acreditamos que a empresa anunciará dividendos extraordinários consideráveis nos próximos meses (esperamos um yield extraordinário de 13%). Agora temos 15% da 10SIM investido em construtoras por meio da Cyrela (10%, e também com chances de pagar um dividendo extraordinário relevante) e da Direcional (5%).

A Equatorial está de volta, substituindo a Energisa

Por mais um mês, continuamos com uma grande parte da carteira investida em ações que oferecem retornos atraentes, mesmo quando comparadas com taxas de juros reais de longo prazo muito altas. Estamos aumentando nossa exposição ao setor de serviços básicos para 25% da 10SIM, trazendo de volta a Equatorial com um peso de 15%, substituindo a Energisa. A Copel detém os outros 10%. A Localiza e a Rede D'Or também mantêm suas posições por mais um mês, mesmo após o excelente desempenho desta última neste ano.

Itaú e NU, Smartfit 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 e a fabricante de aviões Embraer também permanecem na carteira por mais um mês.

Tabela 1: Portfólio 10SIM para novembro/25

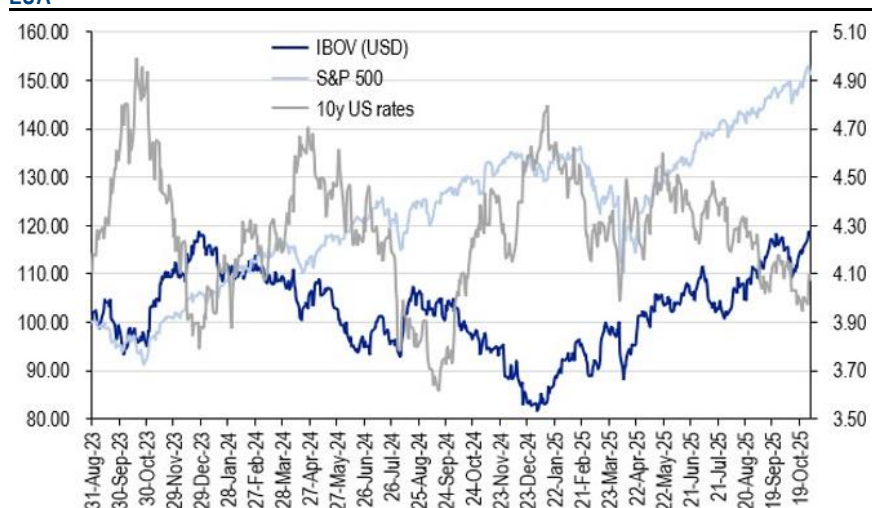
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2025	2026	2025	2026	2025	2026
Nubank	Bancos	ROXO34	10%	426.060	n.a.	n.a.	31,6x	24,4x	8,2x	5,5x
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	401.867	n.a.	n.a.	9,4x	8,8x	2,2x	1,9x
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	95.640	9,8x	8,3x	21,8x	16,5x	3,5x	3,1x
Embraer	Bens de Capital	EMBR3	10%	63.813	15,7x	12,0x	42,4x	28,7x	2,3x	3,0x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	15%	45.896	7,0x	8,2x	8,4x	10,4x	1,5x	1,4x
Localiza	Transportes	RENT3	10%	41.592	5,7x	5,3x	12,7x	10,0x	1,6x	1,4x
Copel	Serviços Básicos	CPLB6	10%	40.279	10,3x	9,7x	17,8x	17,4x	1,7x	1,8x
Smartfit	Varejo	SMFT3	10%	15.039	10,5x	8,7x	20,4x	15,0x	2,5x	2,1x
Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%	11.161	8,6x	7,9x	7,3x	5,0x	1,2x	1,2x
Direcional	Construção Civil	DIRR3	5%	8.830	9,1x	6,7x	11,0x	8,0x	4,1x	3,6x

Fonte: Economática, BTG Pactual

Ciclos de flexibilização e políticas econômicas impulsionam os mercados

A queda contínua das taxas de juros reais de longo prazo nos EUA (as taxas reais de 10 anos caíram 47bps no acumulado do ano e 2bps no último mês) está impulsionando as ações americanas (o S&P500 encerrou outubro com alta de 2%). O Ibovespa aproveitou o bom desempenho do mercado americano e também encerrou o mês em terreno positivo (+2% em real e 1% em dólar).

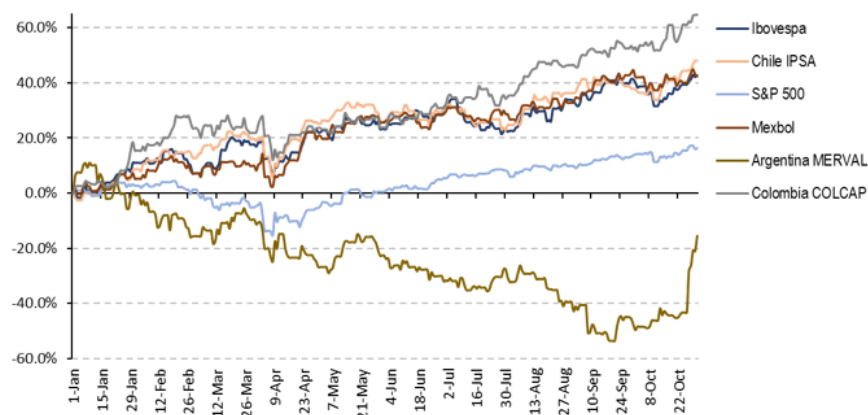
Gráfico 1: Ibovespa (em USD) e S&P500 (base 100 = 23/08) vs. taxas de juros de 10 anos nos EUA



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Nos últimos três meses, o Ibovespa subiu 12% em reais e 17% em dólares, superando o S&P 500 e alguns de seus pares regionais. No acumulado do ano, o Ibovespa subiu 43% em dólares, em linha com seus principais pares da América Latina.

Gráfico 2: Ibovespa (em USD) e S&P500 vs. países da América Latina



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

A atividade econômica está desacelerando gradualmente

Os índices de inflação continuam a mostrar uma tendência de desaceleração, reforçando o provável início do ciclo de flexibilização monetária no Brasil no início do próximo ano – nossa projeção é que o ciclo de flexibilização comece em janeiro. As expectativas de inflação para 2025 e 2026 foram revisadas para baixo, para 4,5% e 4,3%, respectivamente.

A equipe econômica do BTG Pactual projeta uma redução de 300bps na taxa Selic em 2026, o que levaria a taxa básica para 12% no final do ano.

Em nossa opinião, 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.

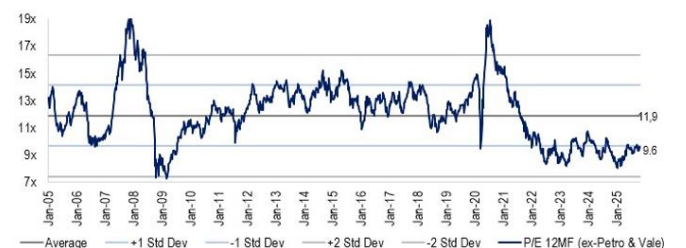
Mesmo após a recente recuperação, as ações brasileiras continuam baratas

Mesmo após a recente alta, as ações brasileiras continuam baratas, sendo negociadas a 9,6x o P/L 12 meses à frente, excluindo a Petrobras e a Vale (8,2x incluindo essas duas empresas), um desvio padrão abaixo da média histórica (de 11,9x).

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 recuperação sustentada, é necessário que as taxas reais de longo prazo caiam ou que os lucros sejam revisados para cima. Neste momento, vemos espaço limitado para revisões mais fortes dos lucros 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.

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 longo prazo do Brasil e dos EUA aumentou

As taxas reais de longo prazo nos EUA caíram 47bps no acumulado do ano (para 1,76%), enquanto as taxas reais de longo prazo do Brasil permaneceram praticamente estáveis, com queda de apenas 2bps no acumulado do ano (para 7,49%). O cenário fiscal e político atual pode estar mantendo as taxas de longo prazo do Brasil extremamente altas.

As taxas de longo prazo mais baixas nos EUA e as taxas mais altas no Brasil fizeram com que o spread entre as taxas brasileiras e americanas 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

Cenário eleitoral: ainda há um longo caminho a percorrer

Nos últimos meses, uma combinação de inflação alimentar em declínio, o anúncio e a aprovação de medidas populares e uma mudança na relação de Lula com o presidente dos EUA, Donald Trump — incluindo negociações em andamento sobre as tarifas dos EUA sobre o Brasil — ajudaram a melhorar significativamente os índices de aprovação do presidente Lula.

Pesquisas de opinião mostram que a popularidade 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 quatro meses.

Gráfico 7: Índice de aprovação/desaprovação do governo Lula

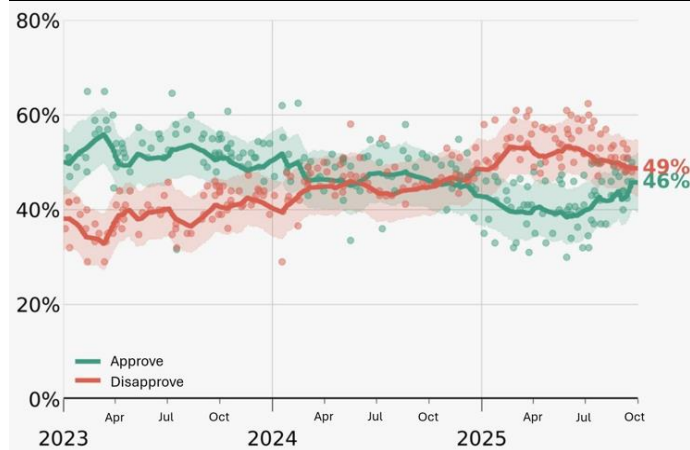
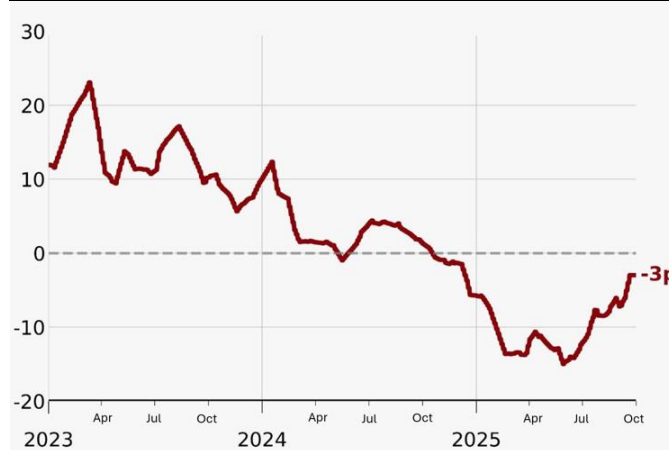


Gráfico 8: Diferença entre aprovação e desaprovação



Dividendos extraordinários antes das mudanças tributárias

A tributação dos dividendos pode gerar pagamentos extraordinário

O novo projeto de lei que revisa as regras do imposto de renda das pessoas físicas foi aprovado na Câmara dos Deputados e agora está sendo discutido no Senado. Entre as muitas disposições incluídas no projeto, uma elimina a isenção fiscal geral dos pagamentos de dividendos, que está em vigor desde 1996. No entanto, os dividendos declarados em 2025 com base nos lucros obtidos este ano e em anos anteriores, ou seja, incluindo lucros acumulados e reservas de lucros, continuariam a ser abrangidos pela regra anterior, o que significa que não estariam sujeitos ao imposto de 10%. Seria natural supor que várias empresas poderiam decidir antecipar os pagamentos para evitar o imposto que se aproxima.

Procurando empresas com potencial para pagar dividendos extraordinários significativos

Fizemos um relatório completo para elaborar uma lista de empresas que acreditamos terem maior chance de anunciar dividendos extraordinários relativamente altos nos próximos meses. Para isso, analisamos algumas variáveis, incluindo: i) se a empresa possui lucros acumulados/reservas de lucros consideráveis (em relação ao seu valor de mercado); ii) o nível de alavancagem em termos absolutos e em relação ao seu grupo de pares; iii) planos de investimento futuros; e iv) composição da base de acionistas, uma vez que a tributação varia de acordo com os acionistas.

Serviços básicos, construtoras, telecom e materiais básicos são os destaques

A lista de empresas em posição de anunciar dividendos extraordinários consideráveis é relativamente longa. Isso porque o Brasil vem crescendo bem, os lucros têm sido sólidos, a alavancagem é baixa e os preços das ações estão pressionados. Encontramos candidatos mais fortes para pagamentos de dividendos extraordinários em alguns setores mais do que em outros. Serviços básicos e telecomunicações contribuem com quatro e três nomes,

content.btgpactual.com

respectivamente. Construtoras e materiais básicos também têm quatro nomes cada.

As 20 empresas com maior probabilidade de fazer grandes pagamentos

Acreditamos que algumas empresas estão em condições de anunciar pagamentos de dividendos extraordinários que podem render retornos entre 15% e 20%. Essa lista inclui: Metalúrgica Gerdau, Unifine, Blau, Marcopolo e Eztec. Outros nomes que acreditamos que podem render retornos na casa dos 15% incluem Copel e Intelbras. Temos motivos para acreditar que todas as outras empresas da lista das 20 principais anunciarão yields extraordinários superiores a 10% (Ambev, TIM, Eletrobras, Direcional, Cyrela, Gerdau, Lavvi, Isa Energia, Energisa, C&A, PetroReconcavo, Usiminas, Irani).

Tabela 2: As 10 empresas com maior probabilidade de realizar grandes pagamentos de dividendos

Sector	Company	Mkt Cap (R\$m)	Expected extraordinary yield	*ND/EBITDA (2025E)
Real Estate	EZTC3	3,430	17%	0.8x
Real Estate	DIRR3	7,670	13%	0.2x
Real Estate	CYRE3	11,020	9-10%	0.7x
Real Estate	LAVV3	2,630	> than 10%	0.6x
Utilities	CPLE6	36,502	14%	3.2x
Utilities	ISAE4	17,699	13%	3.8x
Utilities	ENGI11	24,989	11%	3.6x
Utilities	ELET3	114,718	10%	3.4x
Telecom	FIQE3	1,612	19%	0.6x
Technology	INTB3	3,830	13%	-0.5x
Telecom	TIMS3	56,412	12%	1.0x
Metals & Mining	GOAU	10,900	20%	0.0x
Metals & Mining	GGBR4	38,957	> than 10%	0.7x
Metals & Mining	USIM5	5,478	> than 10%	0.2x
Pulp & Paper	RANI3	1,963	> than 10%	2.1x
Food & Beverage	ABEV3	188,510	> than 10%	-0.7x
Capital Goods	POMO4	10,042	18%	0.1x
Retail	CEAB3	5,240	> than 10%	-0.1x
Healthcare	BLAU3	2,262	> than 10%	-0.3x
Oil & Gas	RECV3	3,803	8-13%	0.7x

Fonte: Empresas e BTG Pactual | dívida líquida/EBITDA atual, sem distribuição de dividendos

Há também pares de ações interessantes para negociação

Também estamos sugerindo alguns trades com base na capacidade e intenção das empresas de pagar dividendos extraordinários. Algumas empresas não podem pagar dividendos extraordinários porque não têm reservas de lucros/lucros acumulados suficientes ou porque estão relativamente alavancadas.

Tabela 3: Lista de operações em pares

Sector	Pair Trades
Telecom	TIMS3 vs. VIVT3
Real Estate	DIRR3 vs. CURY3
Real Estate	IGTI11 vs. ALOS3
Metals & Mining	GOAU4/GGBR4 vs. CSNA3
Metals & Mining	GOAU4 vs. GGBR4
Banks	ITUB4 vs. BBAS3
Metals & Mining	USIM5 vs. CSNA3
Utilities	CPLE6 vs. EGIE3
Retail	CEAB3 vs. AZZA3
Healthcare	BLAU3 vs. HYPE3
Healthcare	FLRY3 vs. DASA3
Car Rental & Logistics	MILS3 vs. VAMO3
Pulp & Paper	RANI3 vs. KLBN3
Food & Beverage	ABEV3 vs. MDIA3

Fonte: BTG Pactual

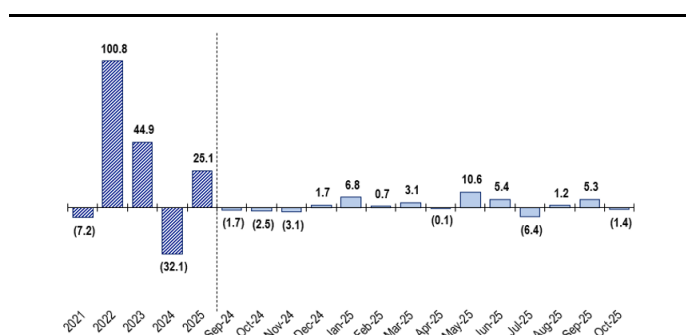
Resgates em outubro, mas captação no final do mês

Outubro foi o terceiro mês do ano com resgate de capital estrangeiro (R\$ 1,4 bilhão), mas elas foram muito mais moderadas do que os R\$ 6,4 bilhões que vimos em julho, mês em que o governo dos EUA impôs altas tarifas ao Brasil.

É importante observar que, embora os fluxos consolidados do mês tenham sido negativos, houve uma mudança no final do mês. De 23 a 29 de outubro, houve captação líquida diárias que somaram R\$ 5,9 bilhões positivos.

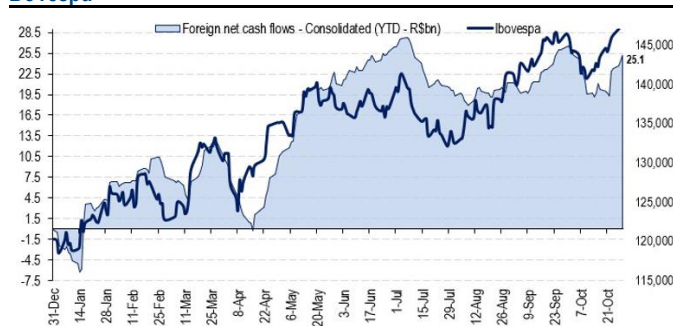
Considerando os fluxos à vista e os fluxos de índices, as entradas foram ainda maiores, chegando a R\$ 7,5 bilhões no mesmo período.

Gráfico 9: Fluxos de investidores estrangeiros (R\$ bilhões)



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Gráfico 10: Fluxo estrangeiro para ações no Brasil, acumulado no ano vs. Bovespa



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Após um mês de julho muito fraco em termos de alocação para o Brasil, as alocações se recuperaram em agosto nas quatro categorias de fundos mostradas abaixo.

No mês seguinte, setembro, as alocações não mudaram muito, com pequenos movimentos em direções opostas. Os fundos globais de mercados emergentes permaneceram praticamente estáveis, em 6,52% contra 6,51% no mês anterior, enquanto os fundos globais tiveram um pequeno aumento de 2bps (agora em 0,62%).

Por outro lado, os fundos globais ex-EUA tiveram uma ligeira queda nas alocações, de 1,23% em agosto para 1,20% em setembro. Enquanto isso, as alocações dos fundos da América Latina caíram para 57,59% (-116bps no mês).

Tabela 4: 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%
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%
Sep-25	6.52%	0.62%	1.20%	57.59%

Fonte: EPFR, BTG Pactual

Resgates cada vez menores dos fundos de ações locais

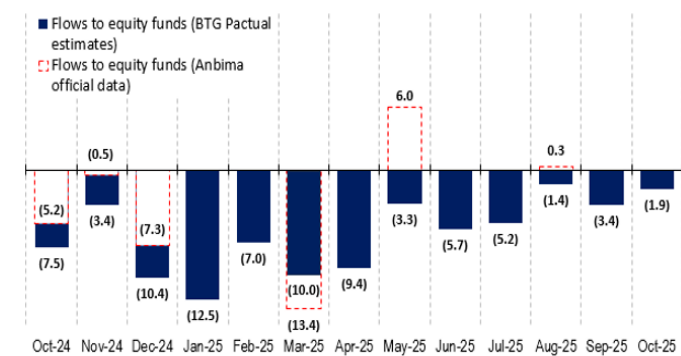
Além disso, dados recentes apontam para uma desaceleração contínua da atividade econômica, com o mercado de trabalho mostrando sinais de inflexão em agosto e uma dinâmica de inflação mais benigna. Isso corrobora a expectativa de nossa equipe econômica de que o ciclo de flexibilização terá início em janeiro de 2026.

Esperamos que a taxa Selic fique em 12% no final de 2026 e em 10,5% no final de 2027, o que deve ajudar a trazer de volta os fluxos de entrada para os fundos de ações.

Após atingir uma alocação de 15,7% em ações por fundos mútuos (incluindo ações, hedge, previdência etc.) em meados de 2021, houve uma tendência consistente de queda até dezembro de 2024, quando as alocações atingiram um mínimo de 7,8%.

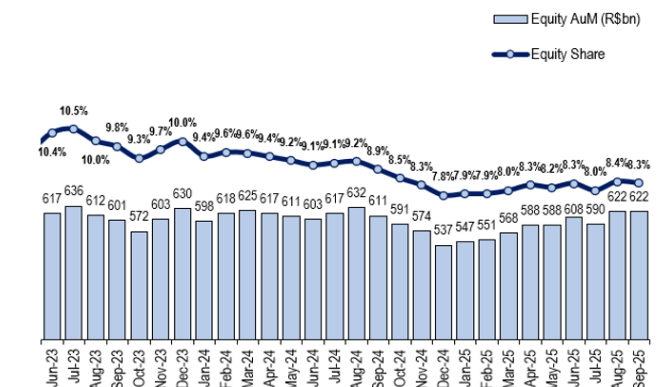
Apesar de ainda estarem em níveis baixos, as alocações aumentaram ligeiramente ao longo do ano, de 7,8% no final de 2024 para 8,3% em setembro de 2025.

Gráfico 11: Fluxos de fundos de ações



Fonte: Anbima, estimativas BTGP Pactual

Gráfico 12: Fundos locais – Alocações em ações



Fonte: Anbima, estimativas BTGP Pactual

Portfólio 10SIM: Ciclos de flexibilização e políticas econômicas devem impulsionar os mercados nos próximos meses

Ainda acreditamos que o catalisador mais poderoso para impulsionar as ações brasileiras nos próximos meses é a combinação da queda nas taxas nos EUA (já iniciada) e no Brasil (projetada para começar em janeiro).

Acreditamos que o impacto positivo da queda das taxas de curto prazo no Brasil (esperamos um corte de 300bps em 2026) sobre os lucros (por meio de menores despesas financeiras) e a atividade econômica deve dar suporte às ações locais nos próximos meses.

Com isso em mente, estamos fazendo pequenos ajustes na 10SIM este mês, mantendo praticamente o mesmo posicionamento estratégico de outubro.

Na verdade, adicionamos um pouco mais de risco, ainda que pequeno, à carteira ao incluir a construtora de imóveis populares Direcional, substituindo a distribuidora de combustíveis Vibra. As construtoras de imóveis populares têm se beneficiado muito da melhoria do programa habitacional popular e, no caso da Direcional, o momento dos lucros é forte e considerável, com dividendos extraordinários prováveis (esperamos que um yield extraordinário de 13% seja anunciado nos próximos meses). Agora temos 15% da 10SIM investido em construtoras por meio da Cyrela (10%, e também com provável pagamento de dividendos extraordinários relevantes) e da Direcional (5%).

Por mais um mês, 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. Estamos aumentando nossa exposição a serviços básicos para 25% da 10SIM, trazendo de volta a Equatorial com um peso de 15%, substituindo a Energisa (que tinha 10% da 10SIM anteriormente). A Copel tem os outros 10%.

A locadora de veículos Localiza e a seguradora hospitalar e de saúde Rede D'Or também mantêm suas posições por mais um mês, mesmo após o excelente desempenho desta última no ano.

Estamos mantendo 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 e a fabricante de aviões Embraer também mantêm suas posições na carteira.

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

Outubro				Novembro			
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%	Direcional	Construção Civil	DIRR3	5%
Localiza	Transportes	RENT3	10%	Localiza	Transportes	RENT3	10%
Energisa	Serviços Básicos	ENGI11	10%	Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	15%
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%
Copel	Serviços Básicos	CPL6	10%	Copel	Serviços Básicos	CPL6	10%
Nubank	Bancos	ROXO34	10%	Nubank	Bancos	ROXO34	10%

Fonte: BTGPactual

Um resumo das nossas escolhas de novembro

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 no Brasil. Acreditamos que estamos em um momento decisivo, em que nos próximos meses devemos ver uma importante estratégia de corte de custos no banco — com o Itaú migrando totalmente para a nuvem, consolidando todos os clientes em um único aplicativo e fazendo ajustes significativos em sua presença de agências e quadro de funcionários. Ao fazer isso e melhorar a relação custo/receita do segmento de varejo em cerca de 10 p.p., acreditamos que o Itaú adotará uma abordagem ofensiva para ganhar participação de mercado e superar os concorrentes, apoiando o cenário de risco de surpresas positivas para as estimativas de consenso e potencialmente levando a uma expansão de múltiplos.

Nubank (ROXO34)

Estamos mantendo o NU em nossa carteira, pois acreditamos que ele está em fase de reaceleração no Brasil e ganhando forte tração no México. Após uma série de revisões negativas nos lucros no início deste ano devido a preocupações com a desaceleração do neobank, acreditamos que, após a divulgação dos resultados do terceiro trimestre, poderemos até mesmo ver espaço para revisões positivas nas estimativas de lucro. Há algumas semanas, o Nubank deu seu primeiro passo formal para operar como banco nos EUA ao solicitar uma licença bancária nacional, reforçando suas ambições globais.

content.btgactual.com

Assim, à medida que a operação mexicana continua ganhando força, também há espaço para o mercado começar a precificar algum valor da oportunidade nos EUA. Dito isso, acreditamos que a expansão internacional continua sendo o catalisador mais importante para a tese de investimento geral do Nu.

Smartfit (SMFT3)

Nos níveis atuais, a Smartfit é negociada a 15x P/L para 2026 – e continua sendo uma das teses mais consensuais entre os investidores locais. No entanto, continua sendo uma das nossas principais histórias de carregamento no varejo da América Latina. A tese de investimento é baseada em: (i) escala incomparável em toda a região; (ii) tese de alto retorno com margens em expansão por meio da alavancagem operacional; e (iii) exposição a um mercado fragmentado com espaço para consolidação. Embora o segundo trimestre não tenha trazido revisões significativas para cima nos números, ele trouxe sinais encorajadores, ancorando o lucro líquido da SMFT para este ano. Apesar dos riscos de curto prazo — valuation elevado, canibalização e intensificação da concorrência —, esperamos 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 em melhoria nos últimos meses, e reiteramos nossa recomendação de Compra.

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 73% 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 poderão impulsionar revisões positivas adicionais dos lucros. Esses gatilhos positivos são: (i) melhor dinâmica no negócio hospitalar (agora se materializando, com um momento potencialmente ainda mais forte no segundo semestre); (ii) taxas de juros mais baixas (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 opcionalidades, 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 à frente, em linha com outras empresas nacionais de alta qualidade na América Latina que também são compounders.

Equatorial (EQTL3)

Vemos a EQTL sendo negociada a uma TIR real de 10,1%. Após o recente desempenho abaixo do esperado, ela está entre as três maiores TIRs entre as empresas que cobrimos em serviços básicos.

A EQTL continua sendo uma ótima opção, uma empresa de primeira linha no setor e uma excelente maneira de obter exposição ao que consideramos taxas reais de longo prazo altamente assimétricas. Com *duration* de mais de 10 anos, proteção total contra a inflação e sensibilidade limitada à desaceleração da economia, ela se destaca como uma de nossas Top Picks. A empresa tem apresentado resultados sólidos e esperamos que essa tendência continue no terceiro trimestre.

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 dezembro), que deve aumentar a liquidez das ações e impulsionar o apetite 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 8,5%, enquanto outras empresas que pagadoras de dividendos que cobrimos são negociadas a TIRs reais entre 6% e 8%.

Localiza (RENT3)

Vemos a Localiza apresentando melhores tendências em todos os seus três segmentos principais: (i) RAC – repasse efetivo de preços, volumes resilientes e ganhos de eficiência estão apoiando a expansão das margens; (ii) Frota – a empresa está focada na melhoria das margens, otimizando o mix da frota e reciclando ativamente veículos muito usados para melhorar a qualidade dos ativos e os retornos; e (iii) Seminovos – acreditamos que o pior dos desafios relacionados ao IPI já passou e está amplamente precificado, especialmente após a redução do valor no terceiro trimestre. Além disso, tanto o quarto trimestre quanto o primeiro trimestre devem apresentar tendências sazonais positivas no curto prazo. Além das operações, vemos a Localiza como uma das empresas de alta qualidade 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 de 10x como um risco/retorno atraente, sendo negociado a um múltiplo bem abaixo da média, que já leva em consideração as expectativas de crescimento menores em relação aos níveis históricos.

Embraer (EMBR3)

A Embraer continua sendo uma das nossas Top Picks no setor de bens de capital. A recente isenção da tarifa de 40% dos EUA marcou um evento importante na redução do risco, e vemos um potencial de alta ainda maior, à medida que a empresa continua seus esforços para eliminar os 10% restantes da tarifa. A carteira de pedidos deste ano registrou um forte volume de encomendas em todos os segmentos, aliviando em grande parte as preocupações dos investidores em

relação à evolução comercial dos jatos da família E2, bem como de certos produtos nos segmentos de defesa e aviação executiva. Em termos de valuation, a Embraer é negociada a 12x EV/EBITDA para 2026, oferecendo um desconto atraente de dois dígitos em relação aos seus pares globais do setor da aviação — reforçando a nossa visão construtiva sobre a empresa.

Direcional (DIRR3)

Estamos adicionando a Direcional ao nosso portfólio 10SIM. De uma perspectiva macro, continuamos otimistas em relação às perspectivas para as construtoras de imóveis populares, dado o forte momento do programa MCMV, que está permitindo que as empresas cresçam rapidamente e com altos retornos. Do ponto de vista micro, a Direcional está bem-posicionada para se beneficiar desse cenário favorável, aproveitando sua forte equipe de engenharia e o controle rigoroso das operações para se expandir (principalmente dentro do novo “Faixa 4” por meio da Riva). Também acreditamos que a empresa está pronta para apresentar resultados sólidos no segundo semestre de 2025 e pode surpreender os investidores em termos de crescimento (já que as estimativas consensuais para 2026 parecem conservadoras). Além disso, a Direcional oferece uma oportunidade atraente para obter um dividend yield robusto, já que esperamos que a empresa anuncie um dividend yield de cerca de 13% até o final do ano. Em termos de valuation, as ações são negociadas a um múltiplo P/L atraente de 7x para 2026.

Cyrela (CYRE3)

Estamos mantendo a Cyrela em nossa carteira 10SIM deste mês, pois a consideramos uma tese de beta com alta qualidade no Brasil. A empresa apresentou sólidos resultados operacionais no primeiro semestre de 2025 e está a caminho de manter sua execução robusta no segundo semestre de 2025. Ela também possui um banco de terrenos de alta qualidade, o que deve sustentar lançamentos sólidos e um bom 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 relacionados ao programa MCMV, o que é mais defensivo em meio a um ambiente macroeconômico difícil. Dito isso, a Cyrela deve continuar a superar seus pares e ganhar participação de mercado, apesar de um cenário macroeconômico mais difícil, enquanto seu valuation em ~5x P/L para 2026 continua atraente. Por fim, também acreditamos que a empresa oferece uma oportunidade de obter um dividend yield adicional de ~9-10% em caso de tributação.

Tabela 4: 10SIM para novembro de 2025

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%	426.060	n.a.	n.a.	31,6x	24,4x	8,2x	5,5x
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	401.867	n.a.	n.a.	9,4x	8,8x	2,2x	1,9x
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	95.640	9,8x	8,3x	21,8x	16,5x	3,5x	3,1x
Embraer	Bens de Capital	EMBR3	10%	63.813	15,7x	12,0x	42,4x	28,7x	2,3x	3,0x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	15%	45.896	7,0x	8,2x	8,4x	10,4x	1,5x	1,4x
Localiza	Transportes	RENT3	10%	41.592	5,7x	5,3x	12,7x	10,0x	1,6x	1,4x
Copel	Serviços Básicos	CPL6	10%	40.279	10,3x	9,7x	17,8x	17,4x	1,7x	1,8x
Smartfit	Varejo	SMFT3	10%	15.039	10,5x	8,7x	20,4x	15,0x	2,5x	2,1x
Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%	11.161	8,6x	7,9x	7,3x	5,0x	1,2x	1,2x
Direcional	Construção Civil	DIRR3	5%	8.830	9,1x	6,7x	11,0x	8,0x	4,1x	3,6x

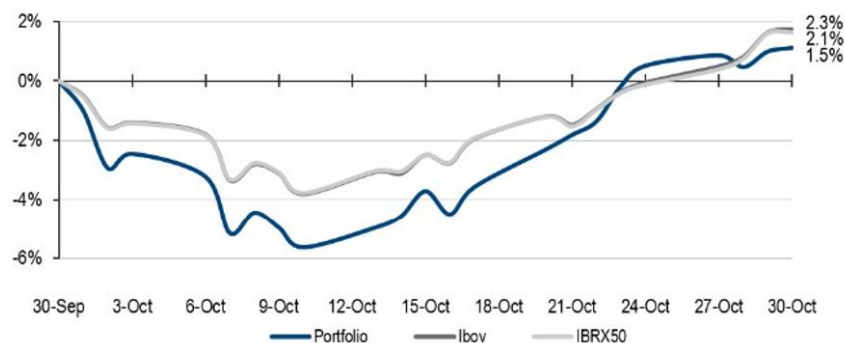
Fonte: Economática, BTG Pactual

Rentabilidade da 10SIM™ em outubro

Rentabilidade mensal*

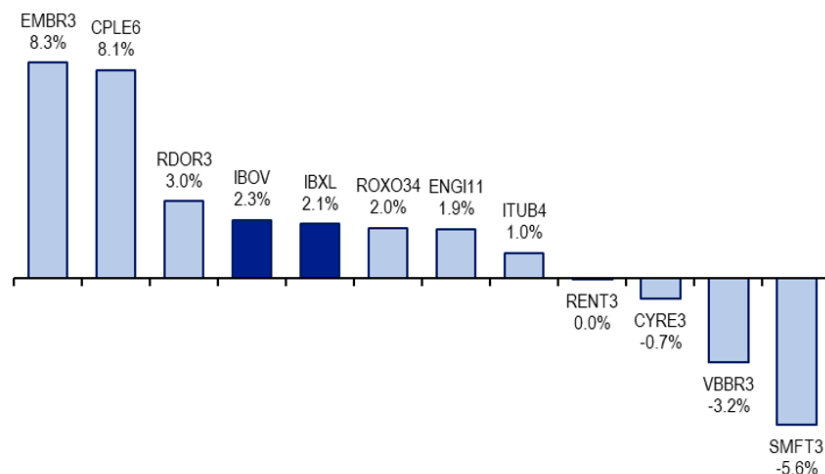
Em outubro, o desempenho do nosso portfólio 10SIM™ foi de 1,5%, ficando abaixo do Ibovespa (2,3%) e do IBrX-50 (2,1%), conforme mostrado abaixo.

Gráfico 13: Rentabilidade em outubro de 2025*



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

Gráfico 14: Desempenho das ações em outubro de 2025

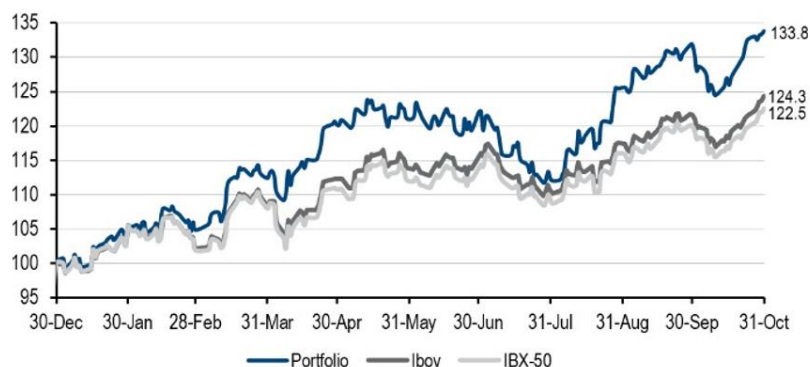


Fonte: BTG Pactual, Economática

Desempenho no acumulado do ano

Desde 31 de dezembro de 2024, nossa carteira 10SIM subiu 33,8%, contra 24,3% do Ibovespa e 22,5% do IBX-50. A taxa do CDI subiu +11,8% no período.

Gráfico 15: Desempenho até o momento



Fonte: BTGPactual, Economática

Desempenho histórico

Desde outubro de 2009, quando Carlos E. Sequeira assumiu a gestão do portfólio 10SIM, a 10SIM teve uma alta de 532,8%, em comparação com 143,1% para o Ibovespa e 188,5% para o IBX-50.

Gráfico 16: Rentabilidade desde out/2009*



Fonte: BTGPactual, Economática

Tabela 7: 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%	1,5%			33,8%	24,3%	532,8%	143,1%

Fonte: Economática, BTGPactual

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, consequentemente, 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