



Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Dezembro 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

Bruno Henriques
São Paulo – Banco BTG Pactual

analise.acoes@btgpactual.com

Carteira recomendada de Ações (10SIM)



BTG Pactual Equity Research

01 de dezembro 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

Ciclo de flexibilização monetária prestes a começar no Brasil

O mercado acionário brasileiro teve mais um mês forte em novembro, acumulando um ganho de 6% em reais (7% em dólares). Em nossa opinião, à medida que os investidores ganham mais confiança de que o ciclo de flexibilização monetária está prestes a começar no Brasil (estimamos o primeiro corte em janeiro de 2026 e uma redução total de 300bps em 2026), eles devem continuar a aumentar a exposição às ações locais. Há alguns meses, posicionamos nossa carteira para nos beneficiarmos da queda das taxas tanto no Brasil quanto nos EUA. Vamos manter essa estratégia por mais um mês.

A Eneva é a única novata deste mês

A única alteração que estamos fazendo na 10SIM é adicionar a geradora de energia Eneva, mesmo após o desempenho muito forte das ações este ano. Ao adicionar a Eneva, estamos ganhando exposição ao próximo leilão de capacidade energética, previsto para março de 2026, que deve recontratar a capacidade das usinas térmicas que já expirou, bem como nova capacidade. Dependendo da demanda total e do preço (variáveis ainda desconhecidas), o leilão pode trazer um acréscimo muito relevante ao VPL da Eneva.

O Itaú está fora; o Nubank sobe 15%

Estamos adicionando a Eneva com um peso de 10% e, para limitar nossa exposição ao setor de serviços públicos (atualmente em 25%), estamos reduzindo a EQTL para 10% (de 15%) e mantendo a Copel em 10%, para uma exposição total ao setor de 30%. O Itaú, que está na carteira há muito tempo e teve um desempenho muito forte no acumulado do ano, está saindo. Para evitar que nossa exposição aos bancos caia muito, estamos aumentando o NU de 10% para 15%.

RENT, Rede D'Or, construtoras, Embraer e Smartfit completam a 10SIM

Estamos mantendo o restante da carteira inalterado. Mantemos 15% alocados em construtoras (Cyrela e Direcional), além de ações de fluxo de caixa de longo prazo, como Localiza e Rede D'Or. Smartfit e Embraer, nossa única escolha com exposição ao dólar, mantêm suas posições por mais um mês.

Tabela 1: Portfólio 10SIM para dezembro/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	15%	460.102	n.a.	n.a.	30,0x	21,2x	7,5x	5,5x
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	102.900	8,5x	6,9x	21,9x	17,0x	3,6x	3,3x
Embraer	Bens de Capital	EMBJ3	10%	61.649	14,4x	11,0x	26,7x	23,2x	2,7x	2,5x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	49.888	7,3x	8,6x	9,1x	11,3x	1,7x	1,5x
Localiza	Transportes	RENT3	10%	47.715	6,3x	5,6x	17,7x	12,0x	1,9x	1,7x
Copel	Serviços Básicos	CPL5	10%	41.775	10,5x	9,8x	18,2x	17,9x	1,7x	1,8x
Eneva	Serviços Básicos	ENEV3	10%	38.067	8,3x	8,8x	20,5x	30,4x	1,9x	1,8x
Smartfit	Varejo	SMFT3	10%	15.678	10,8x	9,0x	21,9x	15,0x	2,6x	2,3x
Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%	13.088	10,0x	9,1x	8,6x	6,0x	1,4x	1,4x
Direcional	Construção Civil	DIRR3	5%	9.624	9,9x	7,2x	12,0x	8,0x	4,5x	3,9x

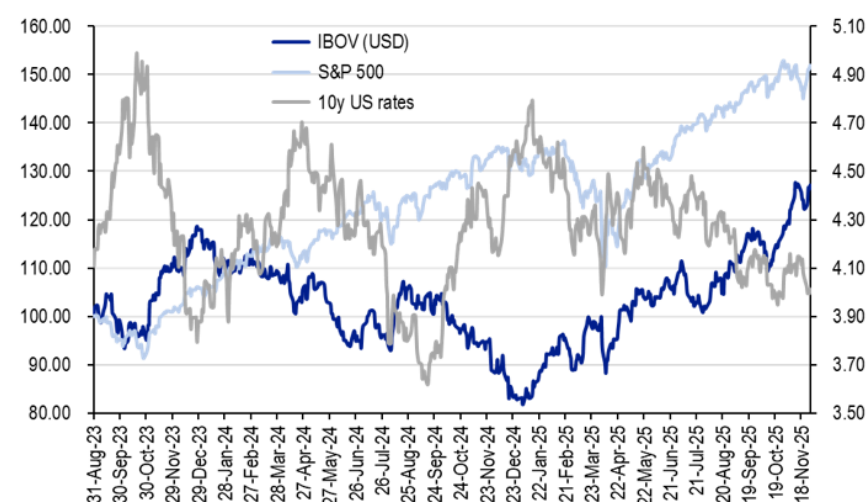
Fonte: Economática, BTG Pactual

Ciclo de flexibilização monetária prestes a começar no Brasil; os mercados devem continuar a subir

Por mais um mês, o Ibovespa encerrou em território positivo — +6% em real e 7% em dólar — mesmo em um mês em que as taxas reais de longo prazo nos EUA praticamente não se alteraram (as taxas reais de 10 anos aumentaram menos de 1bp no mês passado; elas ainda estão 47bps abaixo no acumulado do ano).

No mês passado, as perspectivas do início do ciclo de flexibilização monetária no Brasil (estamos cada vez mais confiantes de que as taxas começarão a ser reduzidas em janeiro e projetamos um corte total de 300bps em 2026), uma economia em desaceleração — embora gradual — e um cenário político que sugere que o candidato da oposição deve ser pelo menos competitivo nas eleições do próximo ano podem estar por trás do bom desempenho do Ibovespa em novembro. De fato, as taxas reais de longo prazo no Brasil caíram 32bps em novembro, para um nível ainda incrivelmente alto de 7,21%.

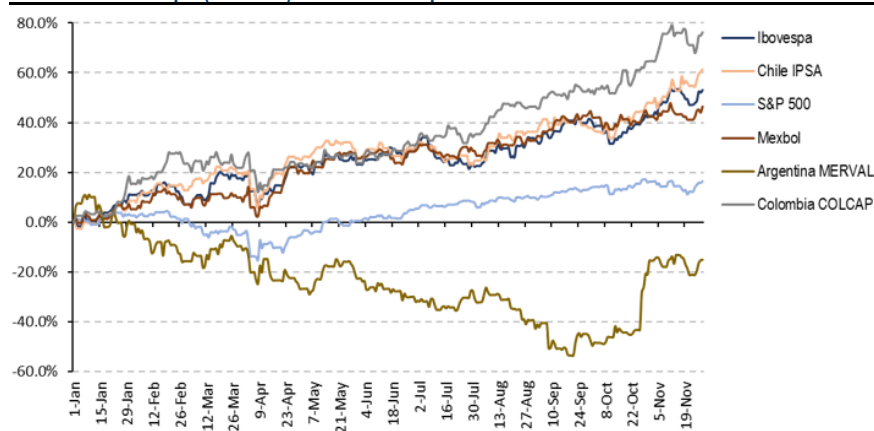
Gráfico 1: Ibovespa (em USD) e S&P500 (base 100 = 23/08) vs. taxas de juros de 10 anos nos EUA



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

No total, nos últimos quatro meses, o Ibovespa subiu 20% em reais e 25% em dólares. No acumulado do ano, o Ibovespa subiu 53% em dólares, superando o S&P por uma boa margem e a maioria de seus principais pares da América Latina.

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



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Estamos cada vez mais confiantes de que os cortes nas taxas começarão em janeiro

A atividade econômica está desacelerando gradualmente, o mercado de trabalho finalmente mostra sinais de recuperação e, consequentemente, a dinâmica da inflação tornou-se mais benigna. Após a mais recente rodada de revisões das estimativas, a pesquisa Focus do Banco Central aponta para projeções de inflação próximas do ponto central da meta para o horizonte relevante, o que abre espaço para o início do ciclo de flexibilização monetária em breve.

A equipe econômica do BTG Pactual espera que o Banco Central comece a reduzir gradualmente as taxas em janeiro (em 25bps) e, eventualmente, acelere o ritmo à medida que os dados confirmarem a

convergência da inflação para a meta. Nossa projeção é que a taxa Selic termine 2026 em 12%, uma redução de 300bps.

Em nossa opinião, a combinação dos ciclos de flexibilização monetária no Brasil e nos EUA deve continuar a dar suporte às ações locais.

Mesmo após a recente alta, as ações brasileiras parecem baratas

Mesmo após o forte desempenho deste ano, as ações brasileiras continuam baratas, sendo negociadas a 10,4x o P/L 12 meses à frente, excluindo a Petrobras e a Vale (8,9x incluindo essas duas empresas), entre um desvio padrão abaixo da sua média histórica e a média (11,9x).

Embora os lucros das empresas brasileiras listadas possam ser afetados negativamente por uma desaceleração da economia no curto prazo, o declínio tem sido mais fraco do que o previsto. Ao mesmo tempo, com a redução das taxas, os lucros das empresas (especialmente aquelas mais alavancadas e com dívidas atreladas à Selic) devem melhorar gradualmente ao longo de 2026. Apenas para ilustrar, a taxa média da Selic em 2025 é de 14,6%, cerca de 360bps acima da taxa de 2024. Em 2026, a taxa média da Selic deve cair 150bps (para 13,1%).

Voltando ao valuation, alguns apontariam, com razão, que as taxas reais de longo prazo ainda estão muito altas (em 7,2%) e, por esse motivo, o prêmio para manter ações não é atraente — na verdade, o prêmio está atualmente em 2,4%, abaixo da média histórica.

Consideramos o atual nível elevado das taxas reais de juros de longo prazo uma oportunidade à medida que entramos em 2026. Com as eleições presidenciais ganhando relevância, um resultado que indique políticas fiscais mais disciplinadas poderia ter o potencial de reduzir rapidamente as taxas reais de longo prazo, abrindo caminho para uma expansão significativa de múltiplos dos ativos brasileiros (incluindo ações).

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

Primeira análise da temporada de resultados do terceiro trimestre de 2025 no Brasil

Com a temporada de resultados do 3T encerrada, enviamos uma rápida análise mostrando como os resultados consolidados se compararam às nossas estimativas e aos trimestres anteriores. À primeira vista, os resultados (excluindo Petrobras e Vale) parecem

mistos, com receita e EBITDA 1,6% e 1,5% acima dos nossos números, enquanto o lucro líquido ficou 3,0% abaixo das nossas estimativas. Em comparação com o ano anterior, a receita (excluindo Petrobras e Vale) e o EBITDA aumentaram 10% e 7% a/a, respectivamente, enquanto o lucro líquido diminuiu 22% a/a. No entanto, ao ajustar os resultados do terceiro trimestre de 2024 pelos eventos pontuais relevantes que impulsionaram os resultados da Vibra, Sabesp e Cemig, os resultados do terceiro trimestre de 2025 diminuiram 11% a/a.

Analisando apenas as empresas que vendem principalmente no mercado interno, os resultados foram ligeiramente melhores do que o esperado. As receitas, o EBITDA e o lucro líquido superaram nossas estimativas em 3,7%, 2,1% e 2,1%, respectivamente. Em uma base anual, as receitas cresceram 17% a/a e o EBITDA expandiu 10%. O lucro líquido das empresas nacionais diminuiu 16% a/a, mas, quando ajustado para as três empresas mencionadas acima, a queda foi muito menor, cerca de 2% a/a. O restante da queda nos lucros é explicado em grande parte pela taxa Selic significativamente mais alta em comparação com o ano passado — a Selic média no trimestre foi de 15% contra 10,5% no terceiro trimestre de 2024.

Tabela 2: Resultados consolidados

Resultados consolidados							
R\$ milhões	3T25A	3T25E	A x E	3T24	AxA	2T25	TxT
Total							
Receita	995.315	980.312	1,5%	907.766	9,6%	885.505	12,4%
EBITDA	232.919	227.029	2,6%	214.005	8,8%	202.739	14,9%
Margem EBITDA (%)	23,4%	23,2%	+24 bp	23,6%	-17 bp	22,9%	+51 bp
Lucro líquido	118.615	114.521	3,6%	133.713	-11,3%	108.078	9,7%
Total (Ex-Petro & Vale)							
Receita	798.880	786.201	1,6%	725.210	10,2%	716.605	11,5%
EBITDA	137.772	135.758	1,5%	128.837	6,9%	125.451	9,8%
Margem EBITDA (%)	17,2%	17,3%	-2 bp	17,8%	-52 bp	17,5%	-26 bp
Lucro líquido	68.132	70.233	-3,0%	87.783	-22,4%	69.171	-1,5%
Doméstico							
Receita	553.185	533.535	3,7%	473.190	16,9%	486.189	13,8%
EBITDA	107.090	104.863	2,1%	97.615	9,7%	98.752	8,4%
Margem EBITDA (%)	19,4%	19,7%	-30 bp	20,6%	-127 bp	20,3%	-95 bp
Lucro líquido	63.790	62.465	2,1%	76.223	-16,3%	61.085	4,4%
Commodities							
Receita	442.130	446.778	-1,0%	434.577	1,7%	399.316	10,7%
EBITDA	125.829	122.166	3,0%	116.390	8,1%	103.987	21,0%
Margem EBITDA (%)	28,5%	27,3%	+112 bp	26,8%	+168 bp	26,0%	+242 bp
Lucro líquido	54.825	52.055	5,3%	57.491	-4,6%	46.993	16,7%

Fonte: Empresas e BTG Pactual

Crescimento da receita líquida liderado por Alimentos & Bebidas e Varejo; Agronegócio apresentou desempenho abaixo do esperado

Em comparação com o 3T24 (excluindo Petrobras e Vale), 14 dos 17 setores registraram crescimento na receita líquida. A expansão da receita líquida foi impulsionada principalmente pelo setor de Alimentos & Bebidas (+R\$ 21,2 bilhões; +11% a/a), seguido pelo Varejo (+R\$ 4,3 bilhões; +5% a/a). Alimentos & Bebidas tem sido o setor com o maior crescimento de receita por seis temporadas consecutivas de resultados. A JBS (+R\$ 12,6 bilhões; +11% a/a) foi a principal contribuinte para o crescimento da receita, apoiada por preços mais altos e aumento de volumes tanto na carne bovina quanto de aves.

No setor de Varejo, o terceiro trimestre ficou um pouco abaixo do esperado, refletindo um cenário mais desafiador para o consumo. A receita líquida consolidada cresceu 5% a/a, e entre as grandes empresas, os destaques positivos foram a SmartFit (+R\$ 0,4 bilhão) e a Raia Drogasil (+R\$ 1,3 bilhão), com receitas 28% e 13% maiores a/a, respectivamente.

O setor imobiliário também apresentou forte crescimento da receita no trimestre (+R\$ 1,8 bilhão; +15% a/a). Enquanto as incorporadoras de média/alta renda apresentaram um desempenho geral satisfatório, as construtoras de baixa renda se destacaram. Beneficiadas pelas condições favoráveis do programa MCMV, essas empresas registraram fortes vendas e lançamentos, o que se traduziu em resultados sólidos (as construtoras de baixa renda aumentaram sua receita líquida em 23% a/a). Dentro do grupo, os principais destaques no crescimento da receita foram a Cury (+R\$ 0,4 bilhão; +34% a/a) e a Direcional (+R\$ 0,2 bilhão; 27% a/a), seguidas pela Tenda (+R\$ 0,2 bilhão; +24% a/a).

Por outro lado, o Agronegócio emergiu como o setor que mais contribuiu para o declínio nas receitas, registrando uma redução de R\$ 10,6 bilhões (-13% a/a).

Em termos de EBITDA (excluindo Petrobras e Vale), Mineração & Siderurgia (+R\$ 1,9 bilhão; +25% a/a) e Aluguel de carros & Logística (+R\$ 1,0 bilhão; +11% a/a) foram os principais destaques. Entre as empresas de Mineração & Siderurgia, a CSN (+R\$ 1,0 bilhão) e a CMIN3 (+R\$ 0,9 bilhão) tiveram um bom desempenho, e a Aura (+R\$ 0,4 bilhão) também aumentou seu EBITDA em 91% a/a, impulsionado pelo crescimento da produção e pelos altos preços do ouro.

No setor de Aluguel de carros & Logística, a Movida (+R\$ 0,2 bilhão; +19% a/a) registrou um sólido aumento no EBITDA, apoiado pela força dos preços e volumes resilientes nas divisões RAC e GTF, juntamente com uma forte operação de seminovos em margens e volumes. A Localiza também registrou crescimento no EBITDA, aumentando em R\$ 0,2 bilhão (+7% a/a). O setor vem promovendo aumentos significativos nos preços, uma vez que a depreciação e as taxas de juros estruturalmente mais altas tornaram a rotação de ativos mais desafiadora, levando as empresas a reajustar os preços das frotas para restaurar o spread do ROIC, a principal métrica de rentabilidade do setor.

Apesar de ser o setor com o melhor desempenho em receita líquida, o de Alimentos & Bebidas foi o que mais ficou para trás em EBITDA (-R\$ 1,6 bilhão; -6% a/a), principalmente devido ao desempenho da JBS (-R\$ 1,9 bilhão; -16% a/a).

Preferimos analisar os lucros domésticos, uma vez que as empresas de commodities frequentemente reportam resultados distorcidos devido a grandes exposições a dívidas denominadas em moeda estrangeira, que geram impactos financeiros significativos. Os lucros

domésticos diminuíram 16% a/a, com os setores de Serviços Básicos (-R\$ 8,9 bilhões), Petróleo & Gás (-R\$ 4,3 bilhões) e Bancos (-R\$ 2,9 bilhões) sendo os principais setores que pressionaram a performance. Em nosso universo de cobertura, observamos que 10 dos 17 setores registraram quedas nos lucros em relação ao ano anterior.

No setor de Serviços Básicos, empresas como a Sabesp (-R\$ 4,8 bilhões; -80% a/a) e a Cemig (-R\$ 2,5 bilhões; -76% a/a) se destacaram como as principais empresas com desempenho inferior em termos de lucro líquido. Ambas as empresas tiveram seu lucro líquido afetado por eventos pontuais em 2024, que pesaram significativamente em suas comparações. O setor de Petróleo & Gás (excluindo a Petrobras) também registrou uma queda de R\$ 4,3 bilhões no lucro líquido, também impulsionada em grande parte por um evento pontual de quase R\$ 4,0 bilhões no 3T24 na Vibra, relacionado a um crédito fiscal.

Por fim, embora o Itaú tenha apresentado resultados sólidos, com um aumento de 11% a/a no lucro, o lucro líquido do setor de Bancos foi prejudicado pelo Banco do Brasil, que registrou uma queda de mais de 60% a/a no lucro (-R\$ 5,7 bilhões).

Por outro lado, Mineração & Siderurgia foi o setor que mais contribuiu para o crescimento dos lucros (+R\$ 1,0 bilhão; +92% a/a), impulsionado principalmente pela CSN (+R\$ 1,1 bilhão) e apoiado pela valorização do real, que melhorou os resultados financeiros, dado que algumas dessas empresas têm dívidas denominadas em grande parte em dólares.

Tabela 3: Resultados consolidados – por setor

Cobertura BTGPactual	3T25			3T24			Crescimento AoA			Aumento AoA		
Ex-Petro & Vale	Receita líquida	EBITDA	Lucro líquido	Receita líquida	EBITDA	Lucro líquido	Receita líquida	EBITDA	Lucro líquido	Receita líquida	EBITDA	Lucro líquido
Agronegócio	70.889	5.483	(1.886)	81.518	6.102	417	-13,0%	-10,2%	n.a.	(10.629)	(619)	(2.303)
Bancos	117	-	26.510	143	-	29.384	-	-	-9,8%	(26)	-	(2.874)
Bens de capital	29.845	4.600	2.341	28.307	4.578	3.279	5,4%	0,5%	-28,6%	1.538	21	(938)
Aluguel de carros e Log.	35.342	10.438	1.129	33.682	9.446	1.471	4,9%	10,5%	-23,2%	1.860	992	(342)
Educação	5.090	1.614	593	4.625	1.459	353	10,0%	10,6%	67,9%	465	155	240
Financeiro (ex-Bancos)	2.610	1.773	5.795	2.526	1.716	5.229	3,3%	3,3%	10,8%	83	57	567
Alimentos & Bebidas	206.989	22.582	7.601	185.822	24.138	9.067	11,4%	-6,4%	-16,2%	21.166	(1.556)	(1.466)
Saúde	38.378	7.053	880	37.112	6.227	2.285	3,4%	13,3%	-61,5%	1.266	826	(1.405)
Infraestrutura	6.899	4.583	1.074	7.243	3.760	776	-4,8%	21,9%	38,5%	(344)	823	298
Mineração & Siderurgia	44.960	9.586	2.142	41.960	7.679	1.117	7,1%	24,8%	91,8%	3.000	1.907	1.026
Petróleo & Gás	109.799	7.780	1.732	109.061	8.698	6.037	0,7%	-10,5%	-71,3%	737	(917)	(4.306)
Papel & Celulose	20.334	7.897	2.291	19.938	8.913	4.087	2,0%	-11,4%	-44,0%	396	(1.016)	(1.796)
Imobiliário	14.373	3.994	2.613	12.535	3.350	1.956	14,7%	19,2%	33,6%	1.837	644	658
Varejo	87.896	8.333	1.468	83.614	7.915	1.626	5,1%	5,3%	-9,7%	4.282	418	(157)
Tecnologia	3.793	773	513	3.547	674	426	6,9%	14,6%	20,5%	246	99	87
Telecom	22.710	10.473	3.234	21.366	9.604	2.582	6,3%	9,0%	25,3%	1.344	868	652
Serviços Básicos	98.859	30.811	10.101	98.580	29.441	19.001	0,3%	4,7%	-46,8%	279	1.370	(8.900)

Fonte: Empresas e BTGPactual

Os indicadores qualitativos permaneceram bastante estáveis t/t

A tabela abaixo resume os resultados por setor, comparando os números divulgados com nossas estimativas.

Tabela 4: Visão qualitativa por setor

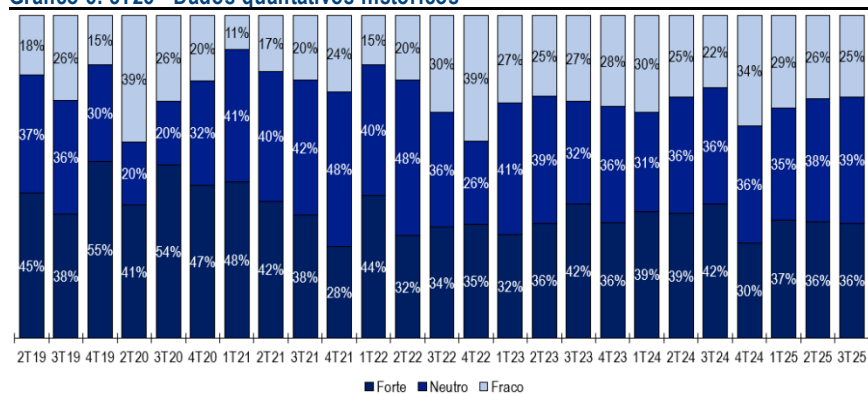
Setor	nº de companhias	Forte	Neutro	Fraco	AxE		
					Receita	EBITDA	Lucro líquido
Agronegócio	6	14%	29%	57%	-13,5%	-11,3%	n.a.
Bancos	7	29%	43%	29%	n.a.	n.a.	-0,2%
Bens de capital	5	0%	60%	40%	-1,8%	-2,3%	-3,6%
Aluguel de carros e Log.	8	25%	75%	0%	3,5%	3,4%	4,4%
Educação	4	40%	60%	0%	1,7%	4,8%	13,2%
Financeiro (ex-Bancos)	5	60%	40%	0%	-0,1%	0,8%	3,7%
Alimentos & Bebidas	5	50%	33%	17%	0,9%	2,2%	4,8%
Saúde	12	33%	33%	33%	0,3%	3,3%	-63,2%
Infraestrutura	3	100%	0%	0%	3,6%	4,3%	1,8%
Mineração & Siderurgia	7	43%	29%	29%	1,0%	5,7%	-1,3%
Petróleo & Gás	8	13%	63%	25%	1,8%	3,4%	17,7%
Papel & Celulose	4	25%	50%	25%	4,9%	-0,2%	-5,4%
Imobiliário	20	40%	40%	20%	1,1%	4,9%	2,3%
Varejo	18	30%	30%	40%	-1,7%	-0,9%	-4,1%
Tecnologia	4	75%	0%	25%	-2,3%	0,8%	6,9%
Telecom	5	40%	40%	20%	0,1%	0,9%	8,2%
Serviços Básicos	17	41%	35%	24%	22,3%	2,6%	25,9%

Fonte: BTG Pactual

36% das empresas reportaram o que nossos analistas consideraram resultados sólidos, o que representa uma queda de 6 p.p. em relação aos 42% observados no ano anterior e praticamente nenhuma variação em relação ao 2T25.

Enquanto isso, a proporção de resultados fracos piorou marginalmente em uma base anual, passando de 22% no terceiro trimestre de 2024 para 25% no terceiro trimestre de 2025, mas melhorou em comparação com o trimestre anterior, quando ficou em 26%. Em suma, qualitativamente falando, os resultados do terceiro trimestre de 2025 não foram muito diferentes dos do segundo trimestre de 2025.

Gráfico 5: 3T25 - Dados qualitativos históricos



Fonte: BTG Pactual

Perspectivas favoráveis para os lucros com a redução da taxa Selic

Ciclo de flexibilização monetária deve começar no início do próximo ano; nossa projeção é de um corte de 300bps em 2026

A atividade econômica continua desacelerando, o mercado de trabalho começou a mostrar sinais claros de inflexão e a dinâmica da inflação tornou-se mais benigna, com desaceleração nas medidas de inflação básica e nos serviços. Esperamos que essa tendência persista nos próximos meses, o que deve dar ao Banco Central

convicção suficiente para iniciar o ciclo de flexibilização em janeiro de 2026 – projetamos um corte de 300bps em 2026.

Empresas alavancadas expostas principalmente à Selic podem ter um salto nos lucros

Fizemos uma análise de sensibilidade para cerca de 100 empresas brasileiras listadas sob nossa cobertura, estimando o impacto nos lucros para cada corte de 100bps nas taxas de juros locais. Nos concentramos exclusivamente no impacto que as taxas mais baixas terão nos resultados financeiros e no pagamento de impostos dessas empresas, ou seja, não levamos em consideração o fato de que taxas mais baixas também terão um impacto positivo na atividade econômica e nas condições de crédito e, conseqüentemente, nos negócios e nos lucros. As empresas alavancadas expostas principalmente à taxa Selic podem ver seus lucros aumentarem significativamente.

O impacto positivo consolidado é tímido, mas alguns setores se beneficiam muito

Estimamos que os lucros das 98 empresas que analisamos aumentariam 0,7% para cada redução de 100bps na taxa Selic. Quando analisamos esse universo de empresas, excluindo a Petrobras e a Vale, o aumento nos lucros para cada corte de 100bps seria de 1,0%, semelhante ao impacto positivo que veríamos ao analisar apenas as empresas desse grupo que vendem principalmente no mercado doméstico (+1,1%).

O varejo é o destaque, seguido por shoppings, locadoras de veículos, serviços básicos e concessionárias

O varejo se destaca como o setor que mais se beneficia com a queda nas taxas. Estimamos que, para cada redução de 100bps na Selic, os lucros dos varejistas aumentariam em média 4%, seguidos pelas empresas de locação de veículos (+3,9% nos lucros). As operadoras de shopping centers também ganham muito com as taxas mais baixas. Em média, para cada corte de 100bps na Selic, os lucros das três principais operadoras de shopping centers listadas podem aumentar em média 3,4%. As empresas de serviços básicos e concessionárias de rodovias também ganham muito.

As principais empresas que devem se beneficiar mais com a queda de juros

É importante mencionar que as perspectivas de queda nas taxas de juros podem ser bastante promissoras para empresas alavancadas com dívidas vinculadas a taxas flutuantes (Selic), independentemente do setor. Abaixo, listamos as empresas, dentro do grupo que analisamos, que devem se beneficiar mais com a queda dos juros: Magazine Luiza (+75% de ganhos para cada corte de 100bps na Selic), Jalles Machado (+32%), Dasa (+27%), Movida (+18%), Assaí (+13%), Camil (+10%), CSN (+6%), Energisa (+6%), Pague Menos (+6%), Anima (+6%), Qualicorp (+5%), SLC (+5%), MRV (+4%), Motiva (+4%), Iguatemi (+4%), Neoenergia (+4%), Ultrapar (+4%), Usiminas (+4%), Multiplan (+3%), Mater Dei (+3%). Outros nomes que

destacamos incluem: Sabesp (+3%), CPFL (+3%), Taesa (+3%), Isa Energia (+3%) e Allos (+3%).

Tabela 5: Variação percentual nos lucros para cada redução de 100bps na Selic – Setorial

Sector	Δ Earnings
Companies Analyzed	0.7%
Companies Analyzed (ex-Petro &Vale)	1.0%
Domestic	1.1%
Commodities	0.2%
Agribusiness	0.6%
Capital Goods	-0.6%
Car Rental & Logistics	3.5%
Education	1.6%
Financials (ex-Banks)	-0.3%
Food & Beverage	-1.1%
Healthcare	1.1%
Infrastructure	1.6%
Metals & Mining	0.6%
Oil & Gas	0.2%
Pulp & Paper	-0.5%
Retail	4.0%
Technology	-0.2%
Telecom	0.8%
Malls	3.4%
Homebuilders	0.9%
Utilities	1.7%

Fonte: BTG Pactual

Cenário eleitoral: ainda faltam alguns meses para esquentar

Após alguns meses de recuperação dos índices de aprovação do presidente Lula — entre julho e outubro, a diferença entre aqueles que desaprovam o governo e aqueles que aprovam diminuiu de 15 p.p. para apenas 3 p.p. —, essa tendência parece ter se estabilizado: a diferença encerrou novembro em 5 p.p..

Embora a melhora nos índices de aprovação do presidente possa ser atribuída a uma combinação de redução da inflação dos alimentos e uma disputa com o presidente dos EUA, Donald Trump, devido às tarifas injustas impostas ao Brasil, a estabilização e a ligeira deterioração em novembro podem estar relacionadas a preocupações com a segurança e ao fracasso do presidente Lula em apoiar ações mais enérgicas por parte dos governadores estaduais contra o crime que hoje domina grande parte do país.

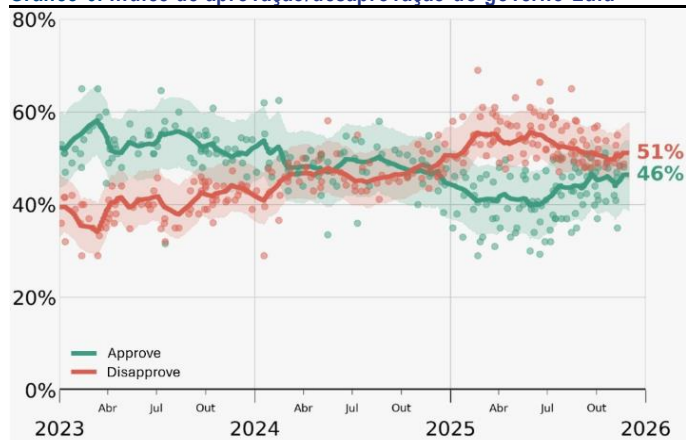
Esses tipos de oscilações de aprovação/desaprovação serão comuns entre hoje e o dia das eleições em outubro e, dado que o candidato da oposição ainda é desconhecido, as pesquisas podem não ser capazes de capturar o potencial real do adversário do presidente Lula neste momento.

Dito isso, a recente prisão do ex-presidente Jair Bolsonaro pode levá-lo a tomar uma decisão sobre quem apoiar nas próximas eleições (o

que é crucial para qualquer candidato em potencial) mais cedo ou mais tarde.

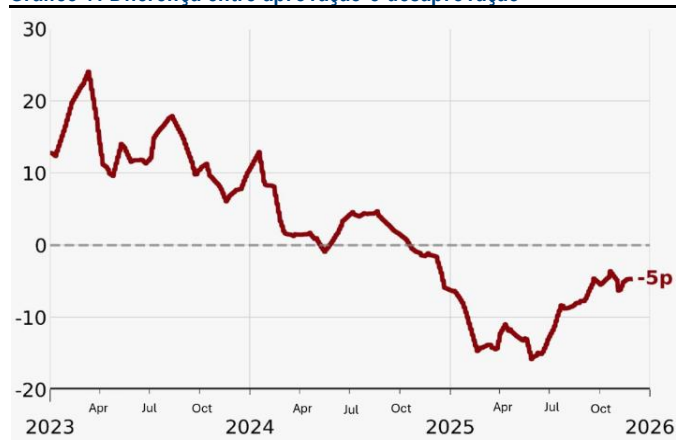
A corrida eleitoral começará efetivamente no dia em que Bolsonaro anunciar seu candidato. Até lá, em nossa opinião, é muito cedo para fazer qualquer previsão confiável sobre as eleições do próximo ano.

Gráfico 6: Índice de aprovação/desaprovação do governo Lula



Fonte: JOTA

Gráfico 7: Diferença entre aprovação e desaprovação



Fonte: JOTA

Pesquisa BTG Pactual de Sentimento do Investidor: Sinal de cautela após a alta do IBOV

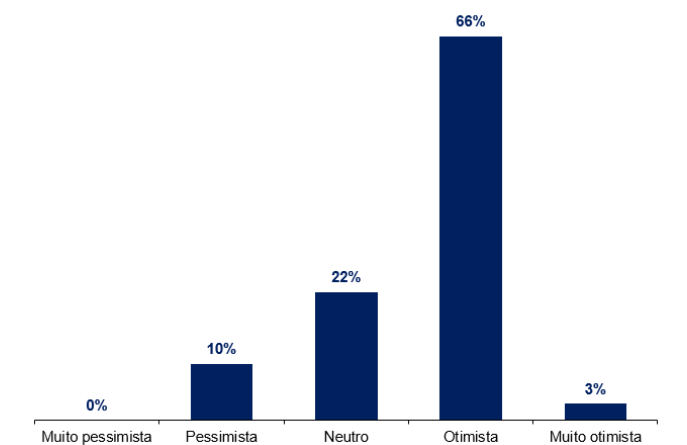
Nos últimos dias, realizamos mais uma edição de nossa pesquisa de sentimento com gestores, que consulta principalmente investidores no Brasil. Com os mercados subindo dia após dia nas últimas duas semanas, observamos sinais de cautela após a recente alta. De forma alguma os investidores estão pessimistas ou buscando reduzir significativamente o risco, mas mais gestores relatam que o sentimento agora é neutro (37% dos entrevistados) e que os níveis de valuation estão cada vez mais justos (42%). Também observamos um número crescente de investidores buscando realizar lucros recentes e reduzir posições. Para nós, o sinal é claro: os investidores estão menos confortáveis com o valuation após a alta e buscando reduzir o risco até o final do ano.

Os investidores continuam se expondo aos ciclos de redução das taxas de juros nos EUA e no Brasil, com as preocupações fiscais praticamente esquecidas por enquanto. Fizemos uma série de ajustes em nossa pesquisa e agora estamos avaliando a probabilidade do presidente Lula vencer as eleições de 2026. Os resultados mostram que a maioria vê uma chance de 50%, sugerindo que os investidores veem a corrida presidencial do próximo ano como um evento ainda incerto. O governador de São Paulo, Tarcísio de Freitas, é visto como o provável candidato da oposição por 87% dos entrevistados.

Em termos de posicionamento e negociações consensuais, o mercado continua concentrado em serviços básicos e financeiros, e short em commodities e varejo. As principais posições compradas consensuais continuam sendo Equatorial, Axia e BTG Pactual, enquanto as principais posições vendidas são Ambev, Vale e Petrobras. Pela primeira vez, também perguntamos quais ações se beneficiariam mais

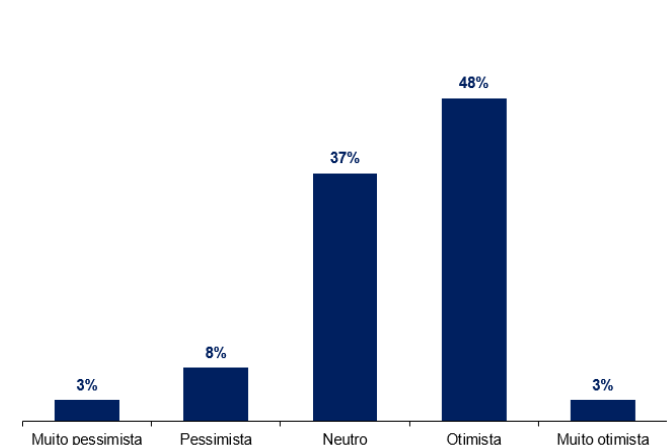
com uma possível mudança para um governo de centro-direita, com as principais escolhas sendo as empresas estatais (BB, Petrobras) e XP.

Gráfico 8: Níveis de sentimento do Ibovespa - setembro



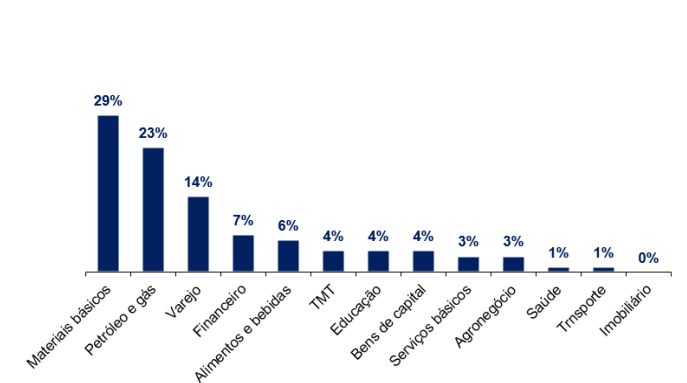
Fonte: Economatica, BTG Pactual

Gráfico 9: Níveis de sentimento do Ibovespa - novembro



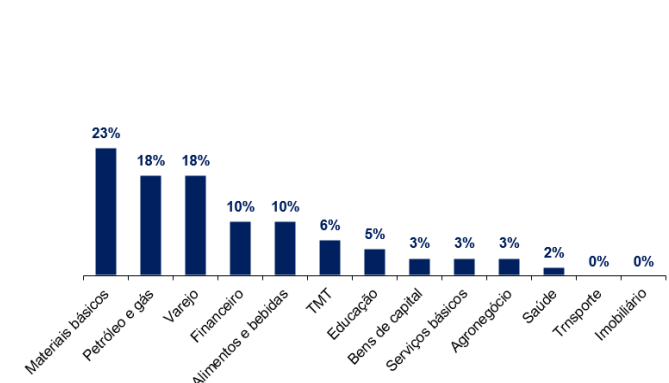
Fonte: Economatica, BTG Pactual

Gráfico 10: Setor favorito - novembro



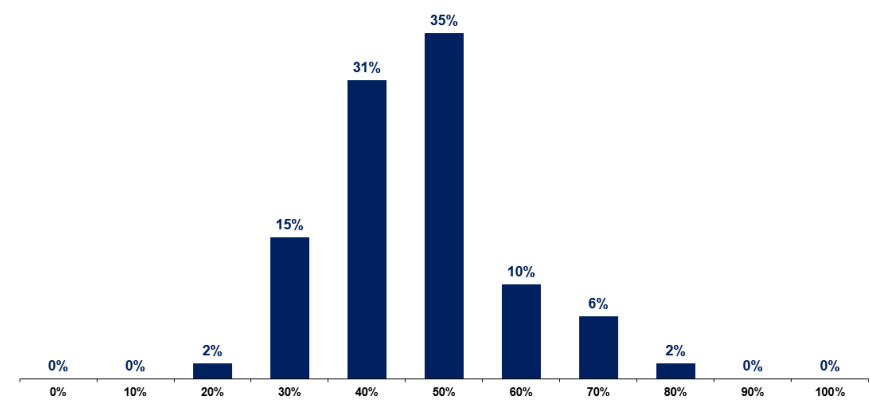
Fonte: Economatica, BTG Pactual

Gráfico 11: Setor short favorito - novembro



Fonte: Economatica, BTG Pactual

Gráfico 12: Qual probabilidade você atribuiria ao presidente Lula ganhar um quarto mandato nas eleições de 2026? - novembro



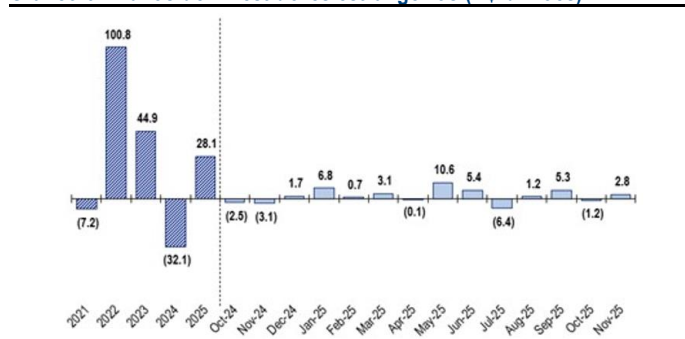
Fonte: BTG Pactual

Fluxos estrangeiros se recuperam após um outubro fraco

Outubro marcou o terceiro mês de saídas de recursos estrangeiros neste ano, com os investidores retirando R\$ 1,2 bilhão — um valor significativamente mais moderado do que os R\$ 6,4 bilhões observados em julho, quando o governo dos EUA impôs tarifas mais altas ao Brasil. Apesar do resultado consolidado negativo do mês, os fluxos mudaram significativamente na reta final: de 23 a 31 de outubro, os influxos líquidos diários totalizaram R\$ 6,0 bilhões, compensando parcialmente a fraqueza anterior.

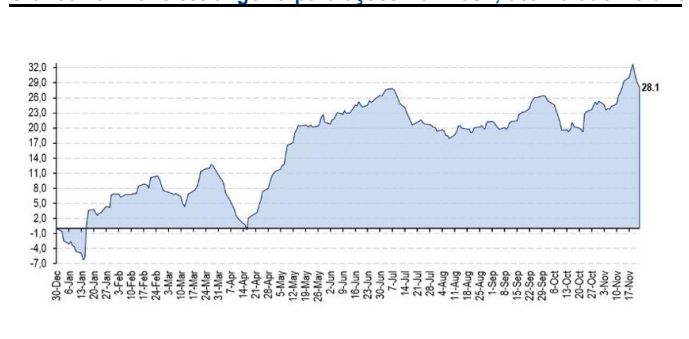
Essa mudança persistiu em novembro, com entradas estáveis totalizando quase R\$ 3,0 bilhões em ações brasileiras. Como resultado, os fluxos acumulados no ano chegaram a R\$ 28,1 bilhões, representando uma forte estruturação em relação ao mesmo período de 2024, quando os investidores estrangeiros acumularam quase R\$ 33 bilhões em saídas.

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



Fonte: Bloomberg, BTGPactual

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



Fonte: Bloomberg, BTGPactual

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.

Em outubro, as alocações dos fundos GEM em ações brasileiras diminuíram 27bps em relação a setembro, enquanto os fundos globais registraram uma redução menor, de 3bps.

Por outro lado, as alocações dos fundos globais ex-EUA para o Brasil permaneceram praticamente inalteradas, subindo apenas 2bps. Os fundos dedicados à América Latina aumentaram sua alocação em 107bps, um aumento mais significativo, embora o posicionamento ainda esteja abaixo das altas observadas no início de 2025.

Vale ressaltar que os fundos globais ex-EUA registraram entradas consideráveis nos últimos meses, refletindo a crescente preferência dos investidores pela diversificação em meio às incertezas macroeconômicas e aos estágios iniciais do ciclo de corte de taxas nos EUA. Embora os mercados americanos continuem resilientes, a mudança para uma exposição internacional mais ampla tornou-se mais evidente.

Tabela 6: Alocações de fundos para o Brasil

Fund Allocations to Brazil				
Date	G.E.M.	Global	Global (ex-US)	LatAm
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%
Oct-25	6.25%	0.59%	1.22%	58.66%

Fonte: EPFR, BTG Pactual

Resgates cada vez menores dos fundos de ações locais

As saídas dos fundos de ações locais têm sido persistentes. Na verdade, 20 dos últimos 23 meses registraram saídas.

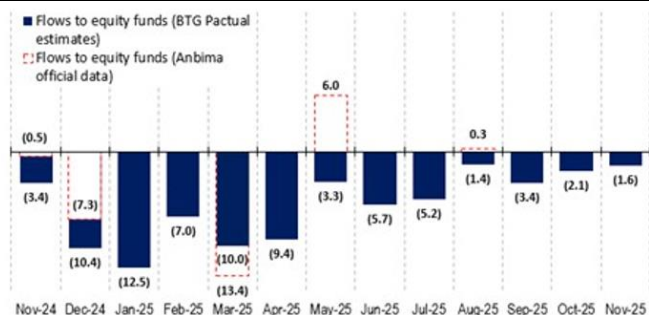
No entanto, observando os fluxos médios mensais por trimestre neste ano, a tendência de queda é clara. O primeiro trimestre registrou saídas de R\$ 9,9 bilhões, o segundo trimestre R\$ 6,1 bilhões, o terceiro trimestre R\$ 3,3 bilhões e o quarto trimestre está atualmente em R\$ 1,8 bilhão.

Além disso, dados recentes apontam para uma continuação da perda de dinamismo da atividade econômica, com uma dinâmica de inflação mais benigna. Isso corrobora a expectativa da nossa equipe econômica de que o ciclo de flexibilização terá início em janeiro de 2026.

Com a Selic esperada para atingir 12% até o final de 2026, de acordo com nossa equipe macroeconômica, acreditamos que essa dinâmica já está atuando (e deve continuar) como um catalisador para as ações brasileiras.

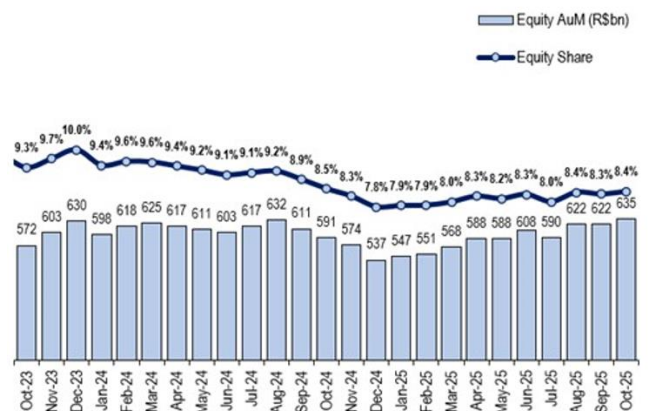
Apesar de ainda estarem em níveis baixos, as alocações aumentaram ligeiramente ao longo do ano, de 7,8% no final de 2024 para 8,4% em outubro de 2025.

Gráfico 15: Fluxos de fundos de ações



Fonte: Anbima, estimativas BTGPACTUAL

Gráfico 16: Fundos locais – Alocações em ações



Fonte: Anbima, estimativas BTGPACTUAL

Portfólio 10SIM: Ciclo de flexibilização monetária prestes a começar no Brasil; mercados devem subir

O mercado acionário brasileiro teve outro mês forte em novembro, acumulando um ganho de 6% em reais (7% em dólares). Em nossa opinião, à medida que os investidores ganham mais confiança de que o ciclo de flexibilização monetária está prestes a começar no Brasil (estimamos o primeiro corte em janeiro de 2026 e uma redução total de 300bps em 2026), eles devem continuar a aumentar a exposição às ações locais.

Há alguns meses, posicionamos nossa carteira para nos beneficiarmos da queda das taxas tanto no Brasil quanto nos EUA, enquanto tentamos evitar nomes mais cíclicos que poderiam ser afetados negativamente pela desaceleração da economia local. Vamos manter essa estratégia por mais um mês.

A única alteração que estamos fazendo na 10SIM é adicionar a geradora de energia Eneva, mesmo após o desempenho muito forte das ações este ano. Ao adicionar a Eneva, estamos ganhando exposição ao próximo leilão de capacidade energética, previsto para março de 2026, que deve reconstruir a capacidade das usinas térmicas que já expirou ou que está prestes a expirar, bem como nova capacidade. Dependendo da demanda total e do preço — variáveis ainda desconhecidas —, o leilão pode trazer um acréscimo muito relevante ao VPL da Eneva.

Estamos adicionando a Eneva com um peso de 10% e, para limitar nossa exposição ao setor de serviços básicos (atualmente em 25%), estamos reduzindo a Equatorial para 10% (de 15%) e mantendo a Copel em 10%, para uma exposição total ao setor de 30%.

Para abrir espaço para a inclusão da Eneva, decidimos remover o maior banco privado do Brasil, o Itaú, que está na carteira há muito tempo e tem apresentado um desempenho muito forte no acumulado do ano. E para evitar que nossa exposição aos bancos caia muito, estamos aumentando nossa exposição ao Nubank de 10% para 15%.

Estamos mantendo o restante da carteira inalterada. Mantemos 15% alocadas para construtoras (Cyrela e Direcional), ao mesmo tempo em que mantemos as ações de fluxo de caixa de longo prazo Localiza e Rede D'Or na carteira por mais um mês. A rede de academias Smartfit e a fabricante de aviões Embraer, nossa única escolha exposta ao dólar, mantêm suas posições por mais um mês.

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

Novembro				Dezembro			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	Nubank	Bancos	ROXO34	15%
Direcional	Construção Civil	DIRR3	5%	Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%
Localiza	Transportes	RENT3	10%	Embraer	Bens de Capital	EMBJ3	10%
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	15%	Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%
Embraer	Bens de Capital	EMBR3	10%	Localiza	Transportes	RENT3	10%
Smartfit	Varejo	SMFT3	10%	Copel	Serviços Básicos	CPLE5	10%
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	Eneva	Serviços Básicos	ENEV3	10%
Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%	Smartfit	Varejo	SMFT3	10%
Copel	Serviços Básicos	CPLE6	10%	Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%
Nubank	Bancos	ROXO34	10%	Direcional	Construção Civil	DIRR3	5%

Fonte: BTG Pactual

Um resumo das nossas escolhas de dezembro

Nubank (ROXO34)

Estamos mantendo o NU na carteira por mais um mês, pois a consideramos uma de nossas Top Picks e vencedoras de longo prazo na América Latina. Em resumo, acreditamos que o NU está de volta ao modo de crescimento, o que esperamos que desencadeie novas revisões positivas dos lucros no futuro. A combinação de um crescimento de empréstimos acima do esperado, inadimplência e provisões para perdas com empréstimos ainda saudáveis — auxiliada por modelos de subscrição de IA aprimorados e apoiada por i) baixas taxas de desemprego e ii) a isenção de imposto de renda para brasileiros que ganham até R\$ 5 mil/mês a partir do próximo ano — nos deixa mais confiantes na história de crescimento, com melhores NIMs ajustados ao risco pela frente. Enquanto isso, a oportunidade no México continua relevante, embora deva aparecer de forma mais significativa no lucro líquido após cerca de 5 anos. O NU também está bastante otimista em relação à oportunidade nos EUA, mesmo que ela mal tenha começado. Com o modo de crescimento acelerado, acreditamos que as ações negociadas a <20x P/L para 2026 são muito atraentes. Ela continua sendo uma de nossas principais escolhas entre as empresas financeiras em nossa cobertura.

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. Vemos as ações sendo negociadas agora a ~17x P/L para 2026, mas acreditamos que haverá uma nova expansão de

content.btgpactual.com

múltiplos. Em nossa opinião, a RDOR poderia ser negociada mais perto de 20x os lucros futuros, em linha com outras empresas nacionais de alta qualidade na América Latina também de carregamento. Uma expansão de múltiplos adicional dependerá de alguns catalisadores, que também podem impulsionar revisões adicionais dos lucros para cima. Esses gatilhos positivos são: (i) melhor dinâmica no negócio hospitalar (agora se materializando, com um impulso potencialmente ainda mais forte no quarto trimestre); (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 novo crescimento na área de oncologia ou novos projetos na joint venture com o Bradesco a serem anunciados.

Embraer (EMBJ3)

A Embraer continua sendo uma de nossas principais escolhas 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 11x 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.

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 dos desafios relacionados ao IPI já passou e está amplamente precificado, especialmente após o impairment 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 12x como um risco/retorno atraente, 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.

Cyrela (CYRE3)

Estamos mantendo a Cyrela em nossa carteira 10SIM deste mês, pois a consideramos uma tese com beta de alta qualidade no Brasil. A empresa apresentou sólidos resultados operacionais nos nove primeiros meses de 2025 e está a caminho de manter seu desempenho robusto no quarto trimestre e em 2026. 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 vinculados ao 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 sua valuation em ~6x 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.

Direcional (DIRR3)

Estamos mantendo a Direcional em nossa carteira 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 MCMV “Faixa 4” por meio da Riva). Também acreditamos que a empresa está pronta para apresentar resultados sólidos no quarto trimestre 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 ~13% até o final do ano. Em termos de valuation, as ações são negociadas a 8x P/L para 2026.

Eneva (ENEV3)

Em março de 2026, o Brasil realizará seu segundo Leilão de Capacidade. O evento deve recontratar usinas térmicas prestes a expirar (ou já expiradas). Além disso, também deve contratar nova capacidade térmica. As informações sobre a demanda total e o preço máximo não devem ser divulgadas antes do evento, mas esperamos que as duas variáveis sejam bastante favoráveis para novos projetos. O evento pode representar um VPL e uma adição de preço-alvo bastante relevantes para a Eneva.

Equatorial (EQTL3)

Vemos a EQTL sendo negociada a uma TIR real de 9,6%. Após o recente desempenho abaixo do esperado, ela está entre as três maiores TIRs das empresas que cobrimos. A EQTL continua sendo uma excelente opção, uma empresa líder no setor e uma excelente maneira de obter exposição ao que consideramos taxas reais de longo prazo altamente assimétricas. Com *duration* superior a 10 anos, proteção total contra a inflação e sensibilidade limitada à desaceleração da economia, ela se destaca como uma de nossas Top Picks.

Copel (CPLE5)

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), 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 7,9%, enquanto outras empresas que pagam dividendos que cobrimos são negociadas a TIRs reais entre 6% e 7%.

Smartfit (SMFT3)

Recentemente, revisamos nossos números para a Smartfit, após os resultados do 3T25, resultando em um preço-alvo para o final de 2026 de R\$ 32 (ante R\$ 29 anteriormente). Nos níveis atuais, a Smartfit é negociada a 15x o P/L para 2026 – a empresa é uma das apostas mais consensuais entre os investidores locais. No entanto, continua sendo uma das nossas principais histórias de carregamento no varejo latino-americano. A tese de investimento é apoiada por: (i) escala incomparável em toda a região; (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 terceiro trimestre não tenha trazido revisões para cima nos números, ainda assim trouxe sinais encorajadores. Apesar dos riscos de curto prazo — valuation elevado, canibalização e intensificação da concorrência —, projetamos um atraente CAGR de 32% para o LPA (2025-28). 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.

Tabela 4: 10SIM para dezembro 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	15%	460.102	n.a.	n.a.	30,0x	21,2x	7,5x	5,5x
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	102.900	8,5x	6,9x	21,9x	17,0x	3,6x	3,3x
Embraer	Bens de Capital	EMBJ3	10%	61.649	14,4x	11,0x	26,7x	23,2x	2,7x	2,5x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	49.888	7,3x	8,6x	9,1x	11,3x	1,7x	1,5x
Localiza	Transportes	RENT3	10%	47.715	6,3x	5,6x	17,7x	12,0x	1,9x	1,7x
Copel	Serviços Básicos	CPL5	10%	41.775	10,5x	9,8x	18,2x	17,9x	1,7x	1,8x
Eneva	Serviços Básicos	ENEV3	10%	38.067	8,3x	8,8x	20,5x	30,4x	1,9x	1,8x
Smartfit	Varejo	SMFT3	10%	15.678	10,8x	9,0x	21,9x	15,0x	2,6x	2,3x
Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%	13.088	10,0x	9,1x	8,6x	6,0x	1,4x	1,4x
Direcional	Construção Civil	DIRR3	5%	9.624	9,9x	7,2x	12,0x	8,0x	4,5x	3,9x

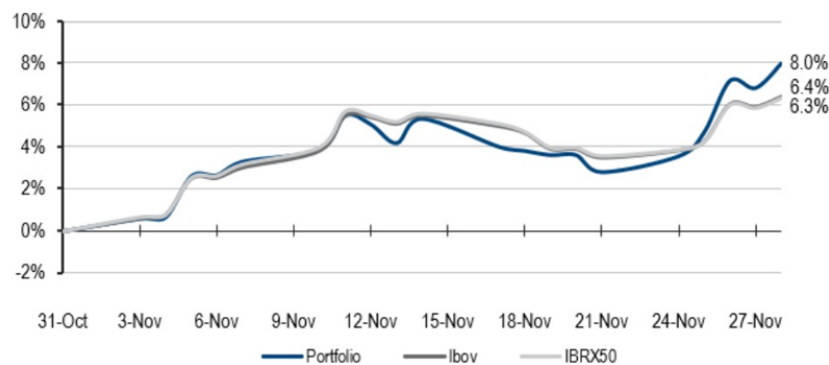
Fonte: Economática, BTG Pactual

Rentabilidade da 10SIM™ em novembro

Rentabilidade mensal*

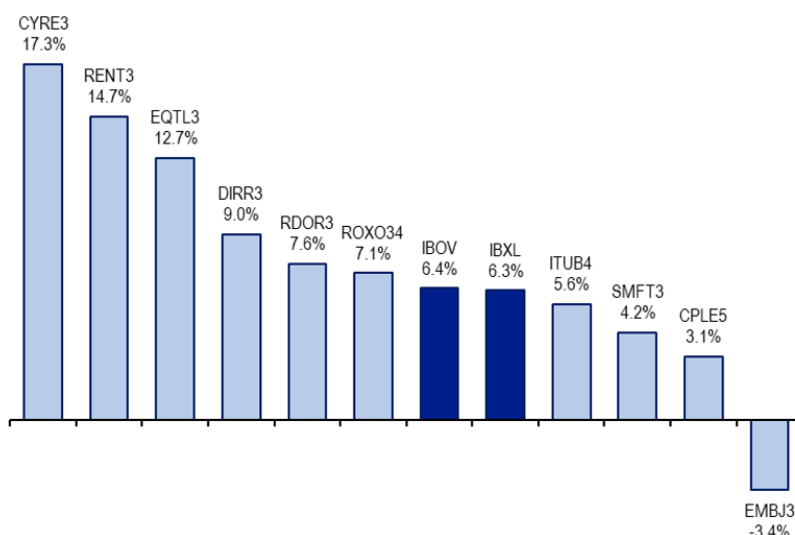
Em novembro, o desempenho do nosso portfólio 10SIM™ foi de 8,0%, ficando acima do Ibovespa (6,4%) e do IBrX-50 (6,3%), conforme mostrado abaixo.

Gráfico 17: Rentabilidade em novembro de 2025*



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

Gráfico 18: Desempenho das ações em novembro de 2025

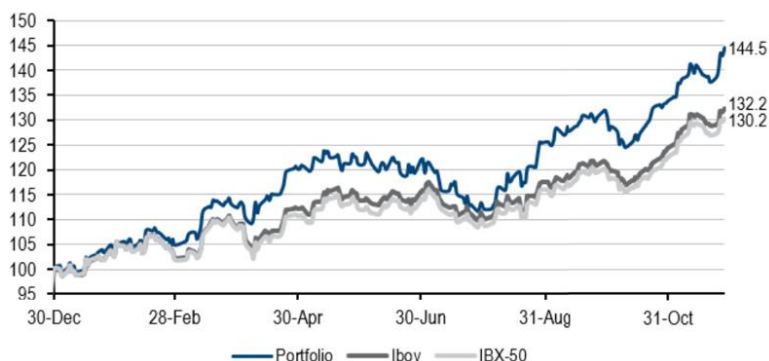


Fonte: BTG Pactual, Economática

Desempenho no acumulado do ano

Desde 31 de dezembro de 2024, nossa carteira 10SIM subiu 44,5%, contra 32,2% do Ibovespa e 30,2% do IBX-50. A taxa do CDI subiu +13,0% no período.

Gráfico 19: Desempenho até o momento

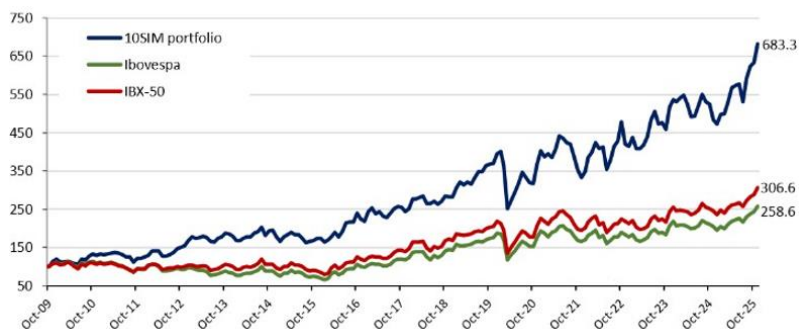


Fonte: BTG Pactual, Economática

Desempenho histórico

Desde outubro de 2009, quando Carlos E. Sequeira assumiu a gestão do portfólio 10SIM, a 10SIM teve uma alta de 583,3%, em comparação com 158,6% para o Ibovespa e 206,6% para o IBX-50.

Gráfico 20: Rentabilidade desde out/2009*



Fonte: BTG Pactual, 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%	8,0%		44,5%	32,2%	583,3%	158,6%

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, 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