

Principais conclusões da nossa reunião de café da manhã com o novo CFO da Tupy

Atualização setorial; elevando TUPY para Compra; sem mudanças para os demais nomes

Neste relatório, atualizamos nossos modelos para a cobertura de bens de capital automotivos (ex-POMO), incorporando os resultados trimestrais mais recentes, tendências do setor e novas premissas macroeconômicas. De forma geral, nossa cobertura continua enfrentando um ambiente desafiador em meio à incerteza macroeconômica, tensões geopolíticas e tendências automotivas mistas entre as diferentes regiões. Entretanto, estamos observando alguma melhora nos Estados Unidos, especialmente no segmento de veículos pesados. Nesse contexto, elevamos TUPY para Compra, sustentados pela melhora da dinâmica da indústria e pelo progresso significativo em sua reestruturação corporativa, incluindo iniciativas de redução de custos e mudanças na gestão. Também enxergamos seu modelo de negócios como relativamente defensivo ao câmbio, enquanto o valuation atual de 3,7x EV/EBITDA estimado para 2027 oferece uma atrativa relação risco-retorno. Mantemos nossas recomendações para os demais nomes, com Compra para FRAS e Neutra para MYPK e RAPT.

TUPY passa para Compra (de Neutra), MYPK continua Neutra

Estamos elevando TUPY para Compra, de Neutra, com base em quatro fatores principais: (i) melhora da dinâmica da indústria, especialmente no segmento de veículos pesados Classe 8 na América do Norte; (ii) progresso substancial na reestruturação corporativa, incluindo otimização da malha industrial e iniciativas de redução de custos, que devem sustentar melhora da rentabilidade; (iii) perfil defensivo ao câmbio, com aproximadamente 60% da receita líquida proveniente de mercados externos; e (iv) valuation atrativo de 3,7x EV/EBITDA estimado para 2027. Em relação à MYPK, embora a companhia também esteja sendo beneficiada pela melhora do ambiente para veículos pesados na América do Norte, acreditamos que o cenário desafiador na Europa continua sendo um obstáculo importante. Além disso, enxergamos espaço mais limitado para ganhos adicionais de participação de mercado na região, considerando o crescimento significativo obtido nos últimos anos. Os veículos comerciais no Brasil também devem continuar pressionados em função do ambiente de juros elevados. Por fim, o processo antitruste em andamento na Alemanha, que estimamos poder atingir até € 25 milhões, continua sendo um desafio para a ação. Dessa forma, mantemos nossa recomendação Neutra.

Sem mudanças em nossas recomendações para FRAS (Compra) e RAPT (Neutra)

Por fim, mantemos nossa recomendação de Compra para FRAS e Neutra para RAPT. Embora a FRAS tenha apresentado crescimento orgânico mais fraco no primeiro semestre de 2026, esperamos melhora do momento operacional no segundo semestre, sustentada pela implementação da EPA27 e, conseqüentemente, por volumes mais fortes

Analistas

Lucas Marquiori

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Fernanda Recchia

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Samuel Alkmin

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Bruno Carrenho

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

na América do Norte. Além disso, as sinergias da Dacomsa devem começar a aparecer gradualmente nos resultados, com sinergias identificadas totalizando agora US\$ 27 milhões, acima dos US\$ 15 milhões originalmente indicados. Para a RAPT, continuamos esperando um cenário desafiador para o negócio de implementos rodoviários, que segue impactado pelo ambiente de juros elevados. Embora projetemos melhora gradual do segmento de autopeças, não acreditamos que essa recuperação seja suficiente para justificar uma visão mais positiva para a ação neste momento.

Tabela 1: Resumo das estimativas do BTG para empresas selecionadas de Bens de Capital (R\$ milhões)

					
Rating	Neutral	Buy	Buy	Neutral	
TP(FY27)	6	29	24	12	
Upside	17%	25%	49%	28%	
Net Revenues					
2026E	13,115	5,438	10,015	15,802	
2027E	13,972	5,848	10,681	17,370	
2028E	14,855	6,227	11,109	18,301	
Adj. EBITDA					
2026E	1,712	996	749	1,643	
2027E	1,888	1,110	1,154	1,906	
2028E	2,096	1,211	1,304	2,050	
Adj. EBITDA Margin					
2026E	13.1%	18.3%	7.5%	10.4%	
2027E	13.5%	19.1%	10.8%	11.0%	
2028E	14.1%	19.6%	11.7%	11.2%	
Net Income					
2026E	-1	296	-13	258	
2027E	226	415	358	374	
2028E	262	545	447	473	
EV/EBITDA					
2026E	5.3x	7.9x	5.8x	3.2x	
2027E	4.6x	6.4x	3.7x	2.7x	
2028E	4.1x	5.6x	3.2x	2.4x	

Revisão BTG Pactual

Fonte: BTG Pactual.

Tabela 2: Principais estimativas do BTG Pactual versus consenso

BTGe					Consensus				BTGe vs. Consensus			
Net Revenues												
2026E	13,115	5,438	10,015	15,802	13,333	5,657	10,137	15,792	▼2%	▼4%	▼1%	▲0%
2027E	13,972	5,848	10,681	17,370	14,467	5,966	10,913	16,843	▼3%	▼2%	▼2%	▲3%
2028E	14,855	6,227	11,109	18,301	15,286	6,310	11,528	17,568	▼3%	▼1%	▼4%	▲4%
Adj. EBITDA												
2026E	1,712	996	749	1,643	1,699	1,054	835	1,630	▲1%	▼6%	▼10%	▲1%
2027E	1,888	1,110	1,154	1,906	2,010	1,126	1,171	1,746	▼6%	▼1%	▼1%	▲9%
2028E	2,096	1,211	1,304	2,050	2,225	1,222	1,325	1,854	▼6%	▼1%	▼2%	▲11%
Net Income												
2026E	-1	296	-13	258	37	356	97	251	n.m.	▼17%	n.m.	▲3%
2027E	226	415	358	374	331	435	309	328	▼32%	▼5%	▲16%	▲14%
2028E	262	545	447	473	463	550	418	397	▼43%	▼1%	▲7%	▲19%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Seção 1 – Atualização sobre a indústria automotiva

Dados da indústria automotiva brasileira

Segundo a ANFAVEA, a produção acumulada de veículos em 2026 atingiu 1,9 milhão de unidades, alta de 35% a/a, enquanto os licenciamentos somaram 2,0 milhões de unidades, crescimento de 18% a/a, com os veículos leves isoladamente alcançando 1,9 milhão de unidades, alta de 20%. Entretanto, as exportações contam uma história diferente: totalizaram 294,1 mil veículos nos primeiros oito meses do ano, queda de 23% a/a. Acreditamos que esse recuo foi parcialmente provocado pela demanda mais fraca da Argentina, juntamente com o aumento da concorrência de importados, particularmente de veículos eletrificados produzidos na China, que continuam ganhando participação no mercado brasileiro de veículos leves. Olhando para o restante do ano, espera-se agora que o Brasil alcance 2,7 milhões de veículos licenciados em 2026. Por segmento, o crescimento está concentrado em automóveis e comerciais leves, com as vendas projetadas para avançar 13%, enquanto os veículos pesados devem encerrar o ano com queda de 6%. Em produção, a ANFAVEA elevou sua projeção para crescimento de 6% em 2026 sobre 2025, implicando aproximadamente 2,6 milhões de veículos produzidos.

Tabela 3: Produção automotiva no Brasil (unidades)

	Month					Year		
	Aug-26	Aug-25	y/y change	Jul-26	m/m change	YTD26	YTD25	y/y change
 Passenger Cars	214,951	195,126	▲ 10.2%	196,315	▲ 9.5%	1,461,920	1,317,213	▲ 11.0%
 Light Commercial	42,579	40,089	▲ 6.2%	43,440	▼ -2.0%	335,000	322,378	▲ 3.9%
Total Light Vehicles	257,530	235,215	▲ 9.5%	239,755	▲ 7.4%	1,796,920	1,639,591	▲ 9.6%
 Trucks	11,773	10,096	▲ 16.6%	12,109	▼ -2.8%	80,680	88,525	▼ -8.9%
 Buses	1,857	2,607	▼ -28.8%	2,138	▼ -13.1%	19,918	21,243	▼ -6.2%
Total Commercial Vehicles	13,630	12,703	▲ 7.3%	14,247	▼ -4.3%	100,598	109,768	▼ -8.4%
Total Vehicles	271,160	207,651	▼ -3.3%	254,002	▲ 6.8%	1,897,518	709,833	▲ 35.0%

Fonte: ANFAVEA e BTG Pactual.

Tabela 4: Vendas automotivas no Brasil (unidades)

	Month					Year		
	Aug-26	Aug-25	y/y change	Jul-26	m/m change	YTD26	YTD25	y/y change
 Passenger Cars	213,105	172,320	▲ 23.7%	212,753	▲ 0.2%	1,512,963	1,233,057	▲ 22.7%
 Light Commercial	49,986	42,425	▲ 17.8%	52,913	▼ -5.5%	377,184	344,662	▲ 9.4%
Total Light Vehicles	263,091	214,745	▲ 22.5%	265,666	▼ -1.0%	1,890,147	1,577,719	▲ 19.8%
 Trucks	10,008	8,915	▲ 12.3%	11,645	▼ -14.1%	70,650	74,252	▼ -4.9%
 Buses	2,023	1,720	▲ 17.6%	2,233	▼ -9.4%	14,544	15,736	▼ -7.6%
Total Commercial Vehicles	12,031	10,635	▲ 13.1%	13,878	▼ -13.3%	85,194	89,988	▼ -5.3%
Total Vehicles	275,122	225,380	▲ 22.1%	279,544	▼ -1.6%	1,975,341	1,667,707	▲ 18.4%

Fonte: ANFAVEA e BTG Pactual.

Tabela 5: Exportações automotivas no Brasil (unidades)

	Month					Year		
	Aug-26	Aug-25	y/y change	Jul-26	m/m change	YTD26	YTD25	y/y change
 Passenger Cars	29,132	46,172	▼ -36.9%	29,657	▼ -1.8%	220,819	291,257	▼ -24.2%
 Light Commercial	7,968	8,584	▼ -7.2%	6,730	▲ 18.4%	55,140	66,474	▼ -17.1%
Total Light Vehicles	37,100	54,756	▼ -32.2%	36,387	▲ 2.0%	275,959	357,731	▼ -22.9%
 Trucks	2,197	2,767	▼ -20.6%	2,114	▲ 3.9%	14,977	18,970	▼ -21.0%
 Buses	494	695	▼ -28.9%	439	▲ 12.5%	3,174	4,556	▼ -30.3%
Total Commercial Vehicles	2,691	3,462	▼ -22.3%	2,553	▲ 5.4%	18,151	23,526	▼ -22.8%
Total Vehicles	39,791	58,218	▼ -31.7%	38,940	▲ 2.2%	294,110	381,257	▼ -22.9%

Fonte: ANFAVEA e BTG Pactual.

Figura 1: Projeções da ANFAVEA para 2026

Vehicle registrations		2025	2026 forecast	
 	light vehicles	2,552	2,885	13.0%
 	heavy vehicles	137.4	129.2	-6.0%
Total		2,690	3,014	12.1%

Exports		2025	2026 forecast	
 	light vehicles	495	432	-12.9%
 	heavy vehicles	33.4	29.7	-11.1%
Total		529	462	-12.8%

Production		2025	2026 forecast	
 	light vehicles	2,492	2,655	6.5%
 	heavy vehicles	152.3	143.2	-6.0%
Total		2,644	2,798	5.8%

Fonte: ANFAVEA e BTG Pactual.

Move Brasil

O Move Brasil é um programa federal de financiamento lançado em janeiro de 2026 para modernizar a frota de caminhões do país por meio de crédito subsidiado, com recursos operados pelo BNDES e pelo Tesouro Nacional. O programa foi criado para incentivar a renovação de frota por meio de taxas de juros menores para caminhoneiros autônomos, cooperativas e transportadoras que adquiram veículos enquadrados em critérios de sustentabilidade e conteúdo local, com orçamento inicial de R\$ 10 bilhões, dos quais R\$ 1 bilhão foi reservado exclusivamente para caminhoneiros autônomos e cooperativas. Em uma segunda fase lançada no final de abril de 2026, o governo mais do que dobrou o volume de crédito disponível para R\$ 21,2 bilhões, ante os R\$ 10 bilhões iniciais, que já haviam sido totalmente comprometidos por meio de mais de mil contratos de financiamento em pouco mais de três meses. Essa segunda fase também ampliou a elegibilidade para incluir ônibus, micro-ônibus, implementos rodoviários e reboques. O programa continuou sendo ampliado posteriormente, com novas linhas para taxistas, motoristas de aplicativos e compras de motocicletas, tornando-se um dos principais vetores de demanda apontados pela ANFAVEA para sustentar as vendas de caminhões e estabilizar parte do segmento de veículos pesados ao longo de 2026, mesmo com os licenciamentos permanecendo abaixo dos níveis do ano anterior durante boa parte do período.

Tabela 6: Move Brasil – primeira versus segunda etapa

	First tranche	Second tranche
Launch	Jan-26	Apr-26
Total funding (R\$bn)	10	21
Eligible vehicles	Trucks	Trucks, buses, minibuses and road implements
Earmarked funding	R\$1bn for independent truckers/co-ops	R\$2.0bn for truckers/co-ops + R\$2.0bn for buses/minibuses

Fonte: Governo Federal e BTG Pactual.

Dados globais da indústria automotiva

As projeções mais recentes das consultorias apontam para um cenário misto para a produção global de veículos em 2026. A produção global de veículos leves deve recuar 2% a/a, embora a queda seja de apenas 1% quando excluimos a China, destacando a influência da produção chinesa mais fraca sobre o resultado global. Regionalmente, Europa e América do Norte devem apresentar queda de 2% e 1%, respectivamente, enquanto Brasil e Índia devem crescer 5% e 9%. Para 2027, a produção global de veículos leves excluindo a China deve crescer 1%, com o Brasil avançando 5%, Índia 3%, América do Norte 1% e Europa recuando 1%. Em contraste, a produção de veículos comerciais deve crescer 4% globalmente, acelerando para 6% quando a China é excluída. Essa divergência sugere uma perspectiva mais resiliente para veículos comerciais, especialmente fora da China, sustentada pela melhora da demanda por veículos pesados. A América do Norte deverá crescer 5%, a Índia cair 5%, o Brasil avançar 1% e a Europa crescer 1%. Já para 2027, a produção global de veículos pesados excluindo a China deverá avançar 8%, com crescimento de 12% no Brasil, 1% na Índia, 15% na América do Norte e 9% na Europa.

Tabela 7: Perspectiva de produção de veículos leves (mil unidades)

Light vehicles - IHS (S&P) August 2026	2025	2026	y/y change	2027	y/y change
Brazil	2,493	2,627	5%	2,760	5%
North America	15,274	15,083	-1%	15,245	1%
Europe - EU27 + UK + Turkey	15,542	15,277	-2%	15,094	-1%
India	6,123	6,692	9%	6,888	3%
Thailand	1,459	1,374	-6%	1,380	0%
South Africa	595	533	-10%	499	-6%
China	32,865	31,146	-5%	31,173	0%
Global	93,103	91,314	-2%	91,668	0%

Fonte: S&P Global e BTG Pactual.

Tabela 8: Perspectiva de produção de veículos comerciais (mil unidades)

Commercial Vehicles - LMC Q2 26	2025	2026	y/y change	2027	y/y change
Brazil	152	151	-1%	168	12%
North America	452	477	5%	549	15%
Europe - EU27 + UK + Turkey	488	494	1%	537	9%
India	509	558	10%	563	1%
China	1,432	1,486	4%	1,409	-5%
Global	3,464	3,608	4%	3,709	3%

Fonte: LMC e BTG Pactual.

Seção 2 – Randoncorp

ANFIR

Segundo a ANFIR, foram produzidos 95,5 mil implementos rodoviários e carrocerias no acumulado do ano. Por produto, os basculantes, principal produto da Randon, registraram vendas acumuladas de 8,2 mil unidades em 2026, alta de 4% a/a. Outro produto relevante, os graneleiros, também apresentou crescimento, avançando 6% a/a para 8,9 mil unidades no acumulado de 2026.

Tabela 9: Vendas de implementos rodoviários no Brasil (unidades)

	Month					YTD		
	Aug-26	Aug-25	y/y change	Jul-26	m/m change	2026	2025	y/y change
Trailers & Semi-trailers	6,561	5,629	▲ 16.6%	7,946	▼ -17.4%	46,959	47,731	▼ -1.6%
Dump Truck	1,087	1,014	▲ 7.2%	1,387	▼ -21.6%	8,249	7,958	▲ 3.7%
Grain Trailer / Flatbed Trailer	1,179	1,108	▲ 6.4%	1,422	▼ -17.1%	8,940	8,447	▲ 5.8%
General Cargo Truck	1,196	1,243	▼ -3.8%	1,485	▼ -19.5%	8,474	7,737	▲ 9.5%
Dolly	542	460	▲ 17.8%	775	▼ -30.1%	4,163	3,768	▲ 10.5%
Tarped Truck	543	310	▲ 75.2%	639	▼ -15.0%	3,280	4,519	▼ -27.4%
Carbon Tank	455	347	▲ 31.1%	418	▲ 8.9%	2,541	3,725	▼ -31.8%
Other	1,559	1,147	▲ 35.9%	1,820	▼ -14.3%	11,312	11,577	▼ -2.3%
Bodies over chassis	7,043	6,554	▲ 7.5%	7,227	▼ -2.5%	48,554	50,466	▼ -3.8%
Grain Trailer / Flatbed Trailer	1,303	1,527	▼ -14.7%	1,369	▼ -4.8%	9,749	11,354	▼ -14.1%
Aluminum Tank / Meatpacker	3,355	2,422	▲ 38.5%	3,516	▼ -4.6%	21,660	20,945	▲ 3.4%
Other	2,385	2,605	▼ -8.4%	2,342	▲ 1.8%	17,145	18,167	▼ -5.6%
Total Trailers & Bodies Volumes	13,604	12,183	▲ 11.7%	15,173	▼ -10.3%	95,513	98,197	▼ -2.7%

Fonte: ANFIR e BTG Pactual.

Em linha com esse cenário, a Randoncorp implementou diversas iniciativas de otimização de custos, incluindo: (i) reestruturação operacional; (ii) redução da complexidade interna; (iii) novas fontes de fornecimento de matérias-primas; (iv) otimização da malha operacional; (v) venda de ativos não estratégicos (como a Delta); e (vi) revisão de especificações em determinadas linhas produtivas.

Atualização sobre o processo da OPA

Em agosto, a Randon anunciou que sua controladora, DRAMD Participações (holding da família Randon), protocolou pedido para realização de uma oferta pública voluntária de aquisição (OPA) para potencialmente todas as ações ordinárias RAPT3 em circulação (a classe menos líquida das ações da companhia). Em vez de dinheiro, os acionistas receberão ações da FRAS3 atualmente detidas pela DRAMD, em uma relação de troca de 2,7 ações RAPT3 para 1 ação FRAS3. O valor de referência atribuído à RAPT3 é de R\$ 8,52 por ação, implicando prêmio de aproximadamente 46% em relação ao preço médio ponderado por volume utilizado como referência e de 80% sobre o último fechamento antes do anúncio. É importante destacar que esta não é uma oferta para fechamento de capital, uma vez que as ações preferenciais RAPT4, mais líquidas, permanecem inalteradas. A operação está atualmente em análise pela CVM e a expectativa é de conclusão no próximo mês.

Mais detalhes sobre a oferta e algumas consequências implícitas

Vale destacar inicialmente que a oferta já conta com um apoiador importante (e nossa percepção é de que a oferta foi estruturada para dar à Previ acesso a um ativo mais líquido). Em 13 de julho, a Previ concordou em aderir com toda sua participação de 9,5 milhões de ações RAPT3, representando aproximadamente 45% das ações elegíveis para a oferta. Esse compromisso estabeleceu a relação de troca de 2,7 para 1 e dispensou a necessidade de laudo independente de avaliação sob a Resolução CVM 215, já que um acionista relevante assinou compromisso irrevogável concordando com os termos propostos. Economicamente, existem dois cenários possíveis: um em que apenas a Previ participa da oferta e outro em que outros acionistas também aderem, resultando em uma OPA mais ampla e maior aumento da participação da família Randon. RAPT e FRAS possuem propostas de valor bastante diferentes: (1) a FRAS é uma potência global de aftermarket negociando com prêmio de valuation; enquanto (2) a RAPT possui uma tese mais doméstica ligada ao mercado de caminhões e negocia a um valuation excessivamente descontado. Essa diferença entre as histórias das duas empresas faz com que a troca não seja necessariamente óbvia.

Os principais pontos: primeiro olhando para Frasle

Existem alguns pontos importantes decorrentes da oferta. Primeiro, em relação ao preço de liquidação, o prêmio não é fixo porque os investidores receberão ações em vez de dinheiro, tornando o valor final dependente do comportamento relativo das ações FRAS3 e RAPT3 até a liquidação. Em relação à Frasle, também esperamos que a participação da Previ aumente após a oferta, enquanto a participação da DRAMD será diluída. Caso a Previ decida monetizar parte dessa participação ao longo do tempo, isso poderia melhorar a liquidez da FRAS3, embora isso ainda não tenha sido confirmado por nenhuma das partes. Vale lembrar que nas recentes ofertas de ações da Frasle a Previ não atuou como vendedora, mas o desempenho da FRAS3 tem sido bastante forte em comparação com pares industriais, o que pode incentivar alguma monetização.

Os principais pontos: agora olhando para Randoncorp

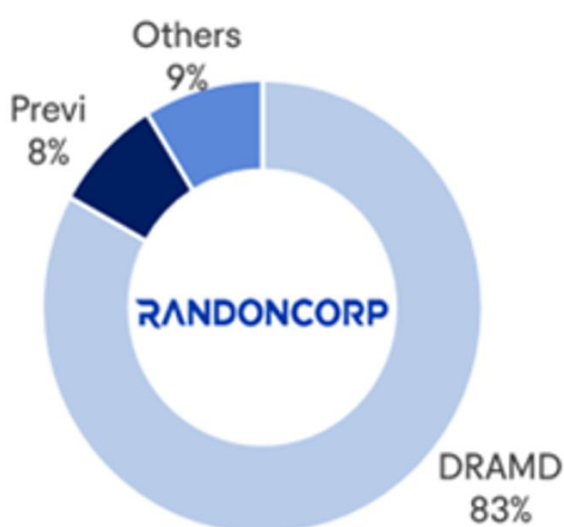
Para a Randoncorp, independentemente de apenas a Previ aderir ou todos os acionistas de RAPT3 participarem, a operação aumentará marginalmente a participação da família Randon, o que interpretamos como um importante sinal de que a família continua perseguindo o objetivo de elevar sua participação combinada em RAPT3 e RAPT4 para

acima de 50%. Atingido esse patamar, acreditamos que finalmente seria possível realizar a tão aguardada unificação das classes de ações (e concretizar as promessas de melhoria de governança). Entretanto, destacamos que o limite de 50% não será alcançado nesta operação (pelos nossos cálculos, chegaria a 49%). Em nossa visão, isso reforça o comprometimento de longo prazo da família com a RAPT e corrobora movimentos estratégicos recentes, como o aumento de capital privado anunciado anteriormente.

O mercado parece inclinado para a RAPT neste momento

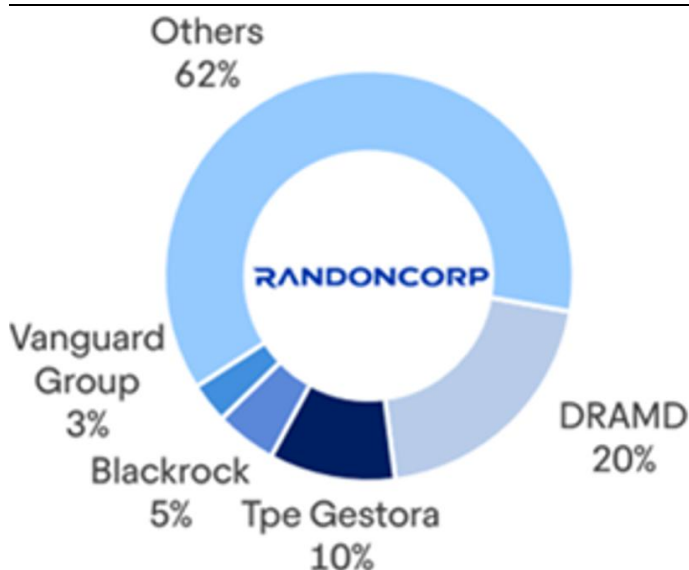
Vale lembrar que esta não é a primeira vez que a DRAMD troca ações da FRAS por ações da RAPT, uma vez que o recente aumento de capital privado teve estrutura semelhante (a DRAMD vendeu ações na oferta subsequente e utilizou os recursos para comprar mais ações da RAPT). Vemos isso como um uso eficiente de capital, considerando a arbitragem de valuation entre os dois ativos. Em conversas com analistas buy-side durante o fim de semana, percebemos um viés favorável à RAPT em relação à FRAS, especialmente porque as intenções finais da Previ em relação às ações recebidas de FRAS continuam indefinidas. Apesar de termos recomendação de Compra para FRAS e Neutra para RAPT, esperamos que as ações da Randoncorp apresentem desempenho superior, especialmente se os investidores passarem a precificar uma potencial melhoria de governança no futuro.

Gráfico 1: Estrutura acionária atual da RAPT3



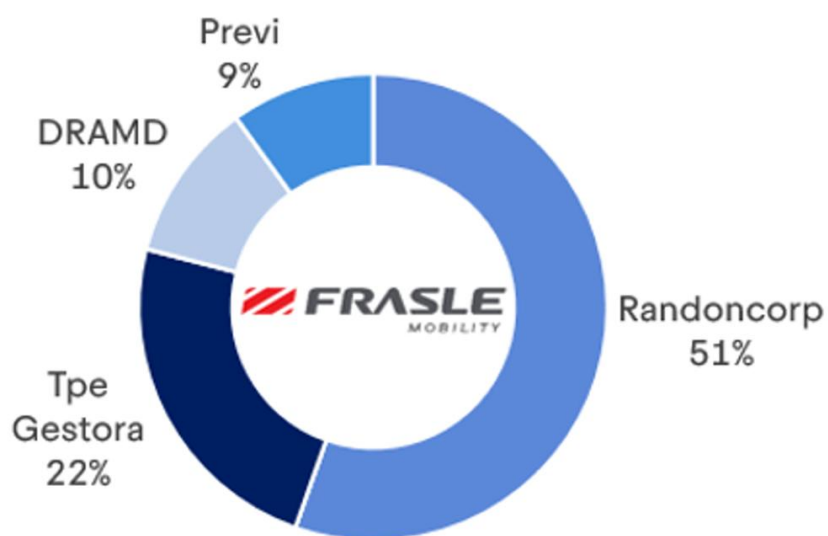
Fonte: Bloomberg e BTG Pactual.

Gráfico 2: Estrutura acionária atual da RAPT4



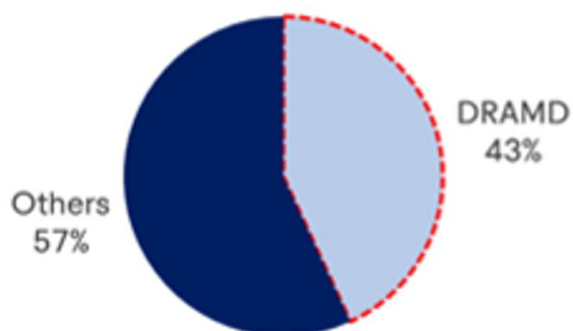
Fonte: Bloomberg e BTG Pactual.

Gráfico 3: Estrutura acionária atual da FRAS3



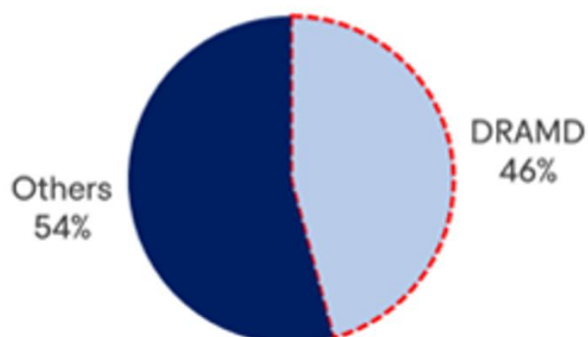
Fonte: Bloomberg e BTG Pactual.

Gráfico 4: Participação da DRAMD na RAPT antes da operação



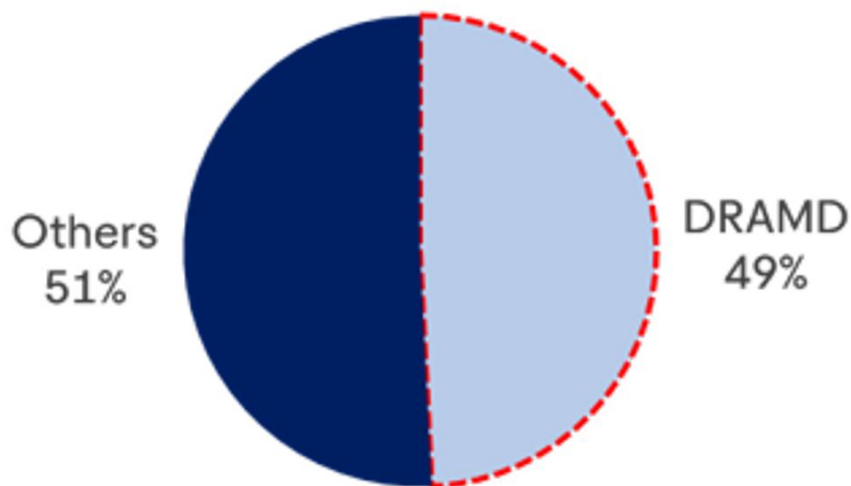
Fonte: Bloomberg e BTG Pactual.

Gráfico 5: Participação da DRAMD na RAPT após a operação, assumindo adesão apenas da Previ



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual.

Gráfico 6: Participação da DRAMD na RAPT após a operação, assumindo adesão de todo o free float remanescente



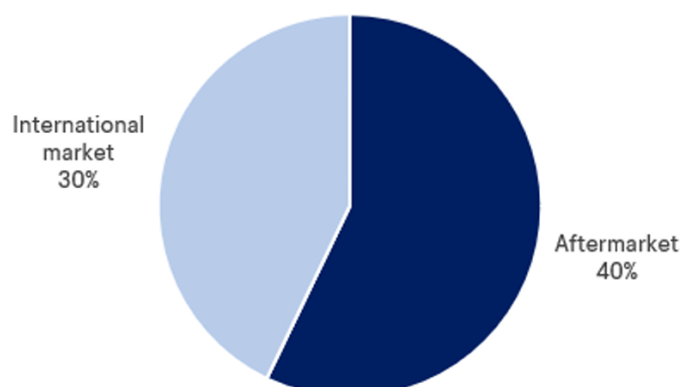
Fonte: Bloomberg e BTG Pactual.

Principais destaques do Investor Day da Randoncorp

Em junho, a Randoncorp realizou seu Investor Day, evento no qual obtivemos maior visibilidade sobre sua agenda para o próximo ciclo, incluindo simplificação do portfólio, disciplina financeira, desalavancagem, eficiência operacional, crescimento do aftermarket e expansão internacional seletiva. De forma geral, saímos do evento com a percepção de que a companhia está entrando em uma fase mais disciplinada após anos de forte crescimento da receita líquida. Embora o cenário de curto prazo continue desafiador, especialmente devido aos juros elevados no Brasil que pressionam negócios ligados às montadoras, a administração destacou que está utilizando o ciclo atual para simplificar operações, melhorar a geração de caixa e capturar valor dos ativos já construídos. Abaixo reunimos os principais destaques do evento.

(1) O próximo capítulo da Randoncorp – Daniel Randon (CEO)

Foi destacado que a Randoncorp opera em um ambiente externo mais volátil, pressionado por juros, inflação, crescimento global, preços do petróleo, incertezas eleitorais e demanda mais fraca em determinados segmentos ligados às montadoras. Diante disso, a administração estruturou o próximo ciclo em quatro prioridades: (i) visão integrada; (ii) negócios resilientes; (iii) geração de valor; e (iv) disciplina financeira. A companhia argumenta que hoje está mais preparada para enfrentar ciclos econômicos do que no passado, já que sua receita líquida está menos concentrada, o portfólio se tornou mais amplo e a exposição internacional e ao aftermarket aumentou. Isso se explica principalmente porque o aftermarket já representa mais de 40% da receita líquida (contra aproximadamente 30% em 2020), enquanto as receitas internacionais superam 30% (contra aproximadamente 18% em 2020).

Gráfico 7: Abertura da receita líquida da RAPT

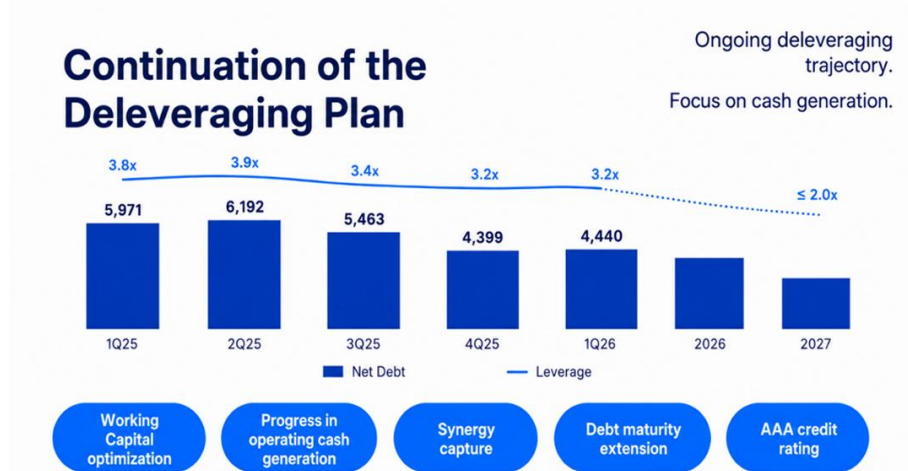
Fonte: Companhia e BTG Pactual.

(2) Execução, retorno e disciplina de balanço patrimonial – Paulo Prignolato (Vice-Presidente Executivo e CFO)

A administração enfatizou sinergias, diversificação focada e solidez financeira como os principais pilares do ciclo atual. A companhia também destacou que movimentos recentes já produziram resultados, incluindo receita líquida recorde, forte crescimento internacional, maior resiliência da margem EBITDA e investimentos em negócios rentáveis. A empresa mostrou ainda que conseguiu reduzir o impacto dos ciclos sobre o EBITDA, apesar da volatilidade presente nos mercados de caminhões e implementos rodoviários.

A administração destacou a contribuição das aquisições realizadas anteriormente, cujo EBITDA passou de R\$ 97 milhões na aquisição para R\$ 361 milhões no quinto ano, equivalente a um crescimento de 3,7x. Para aquisições mais recentes, incluindo EBS, AXN e Dacomsa, a expectativa é que o EBITDA aumente entre 1,5x e 2,0x ao longo de cinco anos. Ao mesmo tempo, a administração reconheceu que nem todas as iniciativas entregam resultados na mesma velocidade. Os principais desafios continuam sendo a ciclicidade dos negócios ligados às montadoras, o período de crescimento das aquisições realizadas nos Estados Unidos, a rentabilidade do portfólio e a pressão provocada pelos juros e despesas financeiras.

Como resposta, a companhia implementou: (i) redução superior a R\$ 110 milhões em custos fixos em 2025; (ii) redução de 43% dos custos fixos na vertical OEM; (iii) otimização da malha operacional, com o encerramento de quatro operações; e (iv) aproximadamente R\$ 55 milhões em economias por meio de revisão de matérias-primas e especificações desde 2024. A administração também reforçou que a desalavancagem permanece uma prioridade, com geração de caixa, captura de sinergias, alongamento da dívida e manutenção do rating como elementos centrais da estratégia.

Figura 2: Plano de desalavancagem em resumo


Fonte: Companhia e BTGPactual.

(3) Plataforma OEM: resiliência por meio de escala e eficiência – Ricardo Escoboza (COO) e Anderson Pontalti (CEO da Frasle)

No negócio de implementos rodoviários, a companhia destacou diversas iniciativas voltadas à melhora da rentabilidade, incluindo ajustes de pessoal, fechamento de fábricas e otimização da malha industrial. A administração espera que essa vertical passe de prejuízo para lucro, sustentada por redução de custos, geração de caixa e uma abordagem comercial mais disciplinada.

Para 2026, os potenciais catalisadores incluem a Fenatran, exportações, a segunda fase do Move Brasil e receitas adicionais vindas da operação ferroviária. O pedido de vagões ferroviários para a Arauco foi apresentado como um marco relevante, com 275 unidades previstas para entrega em 2026 e 446 em 2027. A administração também destacou crescimento das exportações para diversas geografias, incluindo África, Chile, Argentina e Indonésia.

Figura 3: Crescimento do aftermarket impulsionado pela expansão do portfólio e por M&A estratégicos


Fonte: Companhia e BTGPactual.

(4) Aftermarket deve continuar sendo um compounder – Ricardo Escoboza (COO) e Anderson Pontalti (CEO da Frasle)

O consumo automotivo continua sendo uma das avenidas de crescimento mais resilientes da Randoncorp, especialmente por meio do aftermarket. A administração destacou que o mercado global de aftermarket deve continuar crescendo em ritmo de um dígito médio, impulsionado pelo envelhecimento das frotas, aumento da complexidade técnica dos veículos e maior demanda por peças confiáveis. A América Latina e a Ásia-Pacífico foram apontadas como regiões com potencial de crescimento acima da média.

A Frasle continua sendo o principal pilar dessa tese. A administração também discutiu a crescente importância da digitalização, velocidade de entrega e eficiência logística dentro do aftermarket.

Potencial adicional vindo da América do Norte

Na América do Norte, a administração reconheceu que o mercado continua próximo de um piso cíclico, mas vê oportunidades relevantes de longo prazo. A AXN elevou o conteúdo local para aproximadamente 53% (contra cerca de 20% no momento da aquisição), reduzindo riscos geopolíticos e aumentando a competitividade sob as regras do USMCA, enquanto seu mercado endereçável pode atingir US\$ 1,3 bilhão em um cenário normalizado.

A Hercules também oferece exposição ao maior mercado de implementos rodoviários da região, com produção atual de 2,7 mil unidades e potencial de expansão em chassis porta-contêineres, plataformas, aplicações florestais e implementos de baixa altura.

Figura 4: Crescimento do aftermarket impulsionado pela expansão do portfólio e por M&A estratégicos

Randoncorp transformed its portfolio and multiplied its scale in the aftermarket



Fonte: Companhia e BTG Pactual.

Uma análise mais detalhada das operações de Mogi

No início deste mês, visitamos o complexo de Mogi Guaçu (SP), que abriga a Suspensys, a Castertech e um centro de distribuição que atende Master e Suspensys. As operações em Mogi tiveram início em 2022, após a aquisição da Fundação Balancins, e o complexo está se tornando um ativo cada vez mais estratégico para a Randoncorp, combinando proximidade com clientes e fornecedores com espaço relevante para aumento de alavancagem operacional e otimização da produção. De forma geral, a visita reforçou nossa visão de que a companhia está cada vez mais focada em sua divisão de Autopeças, com Mogi

desempenhando um papel relevante nessa estratégia. Vemos de forma positiva a alocação de capital voltada para Autopeças, dada a maior resiliência do crescimento e os melhores perfis de margem e retorno dessa divisão, e esperamos que ela continue sendo uma prioridade estratégica.

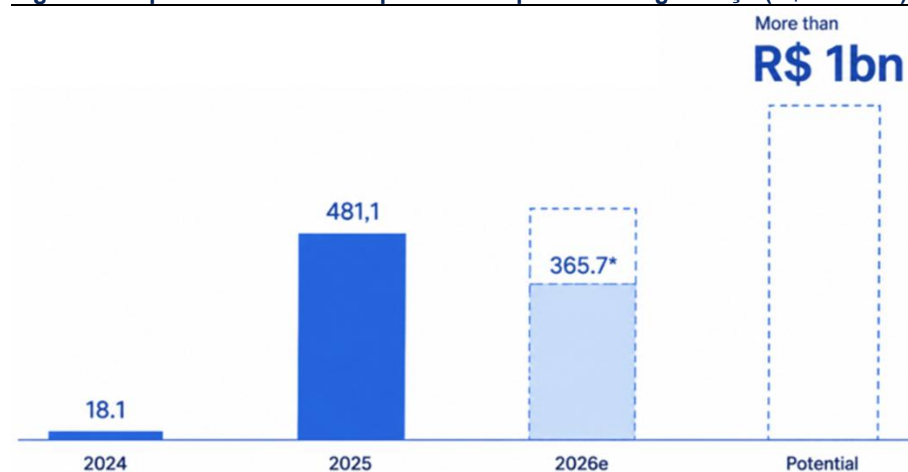
Contexto das operações de Mogi

A presença da Randoncorp em Mogi Guaçu começou em 2022, quando a companhia adquiriu o antigo complexo industrial da Fundação Balancins em leilão. A primeira operação implementada foi a Castertech, que iniciou atividades em novembro de 2024 após investimentos de aproximadamente R\$ 130 milhões. Posteriormente, a companhia expandiu o complexo com uma nova planta da Suspensys, construída para atender um importante contrato com a Mercedes-Benz. O complexo também inclui um novo centro de distribuição de Autopeças, inaugurado simultaneamente à planta da Suspensys.

Complexo de Mogi

O complexo de Mogi rapidamente se tornou um ativo estratégico importante para a operação de Autopeças da Randon. A companhia espera que o local gere mais de R\$ 1 bilhão em receita líquida anual, sustentado pela Castertech, Suspensys e centro de distribuição, contra apenas R\$ 18 milhões em 2024, R\$ 481 milhões em 2025 e R\$ 366 milhões no primeiro semestre de 2026. Além da capacidade produtiva, a principal lógica estratégica é a proximidade com clientes e fornecedores, particularmente as grandes montadoras localizadas no estado de São Paulo.

Figura 5: Expansão da receita líquida – Complexo de Mogi Guaçu (R\$ milhões)



Fonte: Companhia e BTGP Actual.

Suspensys Mogi

A operação de Mogi é dedicada à produção de eixos dianteiros para a Mercedes-Benz. A capacidade atual é de aproximadamente 65 mil eixos por ano, enquanto uma nova linha prevista para entrar em operação no próximo ano deverá dobrar a capacidade ao longo do tempo. O processo produtivo é altamente integrado e segue uma estrutura de manufatura enxuta, com todas as principais etapas sendo realizadas dentro da planta. A nova linha será totalmente automatizada, favorecendo produtividade e eficiência. Atualmente, a Suspensys detém aproximadamente 22% do mercado de eixos dianteiros, após a conquista do contrato com a Mercedes-Benz.

Castertech Mogi

A planta da Castertech em Mogi foi inaugurada em 2024 e atingiu estabilidade operacional neste ano. A unidade produz tambores de freio para veículos pesados e possui capacidade instalada de aproximadamente 23 mil toneladas por ano. A utilização atual encontra-se em aproximadamente 75% na usinagem/montagem e entre 60% e 65% na fundição, níveis considerados saudáveis pela administração e que ainda deixam espaço para ganhos adicionais de alavancagem operacional. A companhia também está testando tambores de freio com nióbio, que poderiam reduzir peso em aproximadamente 43%-45% sem perda de durabilidade ou competitividade de custos.

Centro de distribuição

O centro de distribuição atende Suspensys e Master e está focado principalmente no aftermarket. Atualmente, a operação gera aproximadamente R\$ 250 milhões de receita líquida anual e poderia chegar a cerca de R\$ 400 milhões sem necessidade de capacidade adicional relevante, principalmente por meio de maior utilização e turnos adicionais. O centro iniciou operações em abril e deve se consolidar cada vez mais como uma plataforma centralizada de distribuição para as marcas do grupo.

Resultados financeiros e valuation

Atualizamos nossas estimativas para incorporar as tendências recentes e os resultados trimestrais. Nossa nova projeção de receita líquida para 2026 é de R\$ 13,1 bilhões e para 2027 de R\$ 14 bilhões, refletindo principalmente o impacto contínuo do elevado custo de capital e da demanda mais fraca nos negócios ligados às montadoras. Projetamos EBITDA de R\$ 1,7 bilhão em 2026 e R\$ 1,9 bilhão em 2027, implicando margens de 13% e 14%, respectivamente. Também projetamos lucro líquido de R\$ 1 milhão em 2026 e R\$ 226 milhões em 2027. Nosso novo preço-alvo é de R\$ 6 (ante R\$ 8), implicando potencial de valorização de 17%, e mantemos recomendação Neutra para a Randoncorp.

Tabela 10: Principais resultados do valuation da Randoncorp pelo BTG Pactual

BTG Pactual's main outputs (in R\$mn)	2024	2025	2026E	2027E	Growth (%)		
					24-25 (y/y)	25-26 (y/y)	26-27 (y/y)
Net revenues	11,916	13,143	13,115	13,972	10%	0%	7%
Trailers	4,161	3,286	3,171	3,445	-21%	-3%	9%
Auto Parts (ex-frasle)	3,890	4,000	4,016	4,202	3%	0%	5%
Frasle	3,966	5,491	5,438	5,848	38%	-1%	8%
Financial and digital services	845	1,061	1,034	1,061	26%	-2%	3%
Adv. Technology and Headquarters	208	194	235	246	-6%	21%	4%
Adj. EBITDA	1,617	1,599	1,712	1,888	-1%	7%	10%
Adj. EBITDA margin	13.6%	12.2%	13.1%	13.5%	-1.4 p.p.	0.9 p.p.	0.5 p.p.
Net income	408	-251	-1	226	n.m.	n.m.	n.m.
Net margin	3.4%	-1.9%	0.0%	1.6%	-5.3 p.p.	1.9 p.p.	1.6 p.p.
Capex	461	457	380	411	-1%	-17%	8%
% of net revenue	3.9%	3.5%	2.9%	2.9%	-0.4 p.p.	-0.6 p.p.	0.0 p.p.
Net Debt / Adj. EBITDA	2.6x	4.4x	3.3x	2.7x	1.9 p.p.	-1.2 p.p.	-0.6 p.p.

Fonte: BTG Pactual.

Tabela 11: Randoncorp – BTG versus consenso

Consolidated (R\$mn, IFRS)	BTG Pactual		Consensus		Change (%)	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
Net revenues	13,115	13,972	13,333	14,467	▼ -2%	▼ -3%
Adj. EBITDA	1,712	1,888	1,699	2,010	▲ 1%	▼ -6%
Adj. EBITDA Margin (%)	13.1%	13.5%	12.7%	13.9%	▲ 0.3 p.p	▼ -0.4 p.p
Net income	-1	226	37	331	n.m.	▼ -32%
Net Margin (%)	0%	2%	0%	2%	▼ 0.3 p.p	▼ 0.7 p.p

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual.

Tabela 12: BTG versus Guidance

Main metrics (R\$mn)	FY26 guidance	Midpoint	BTGe	Δ
Net Revenues	12,500-14,000	13,300	13,115	-1%
EBITDA Margin	12%-14%	13.0%	13.1%	0.1p.p.
Implicit EBITDA	1,500-1,960	1,730	1,712	-1%
Capex	380-420	400	380	-5%

Fonte: Companhia e BTG Pactual.

Seção 3 – Frasle Mobility

Mantemos nossa recomendação de Compra para FRAS, com preço-alvo de R\$ 29 (ante R\$ 30). Embora a companhia tenha apresentado crescimento orgânico mais fraco no primeiro semestre de 2026, esperamos uma melhora do momento operacional no segundo semestre, apoiada pela implementação da EPA27 e, consequentemente, por volumes mais fortes na América do Norte. Além disso, as sinergias da Dacomsa devem começar a aparecer gradualmente nos resultados, com as sinergias identificadas totalizando agora US\$ 27 milhões, acima dos US\$ 15 milhões anteriormente projetados. Abaixo comentamos as principais tendências da indústria, bem como eventos corporativos recentes e atualizações divulgadas pela companhia.

Feedback do Investor Day da Frasle

Principais conclusões da visita à fábrica da Nakata + Universo Frasle Mobility 2026

No mês passado participamos do Universo Frasle Mobility, evento realizado em Extrema (MG) com a presença da alta administração da companhia. Inicialmente tivemos a oportunidade de visitar a unidade industrial da Nakata, onde acompanhamos a evolução da implementação do ERP e das iniciativas de automação. Além disso, a companhia realizou apresentações com seus executivos, permitindo maior visibilidade sobre a agenda da Frasle Mobility para o próximo ciclo, incluindo crescimento consistente do aftermarket, ganhos de participação em geografias ainda pouco penetradas, integração da Dacomsa, expansão do portfólio para novos segmentos e uma abordagem mais seletiva para capex e M&A. Abaixo compilamos os principais destaques do evento.

Parte 1 – Visita à unidade da Nakata em Extrema (MG)

Fundada em São Paulo em 1952, a Nakata opera em uma área de aproximadamente 60 mil m² em Extrema, sendo cerca de 24 mil m² dedicados ao centro de distribuição e aproximadamente 10 mil m² à fábrica, com cerca de 600 funcionários na unidade. A visita destacou

investimentos contínuos em automação logística e eficiência industrial, focados em sustentar crescimento, reduzir custos e aumentar produtividade.

Centro de distribuição

A plataforma 4Mobility está se tornando o coração da operação. O sistema automatizado ocupa apenas cerca de 1.200 m², mas já responde por aproximadamente 70% da movimentação do centro de distribuição. Dos cerca de 6 mil SKUs, aproximadamente 4,2 mil estão armazenados dentro do 4Mobility.

A automação elevou significativamente a produtividade. O sistema opera atualmente com 25 robôs e capacidade próxima de 50 mil bins. A produtividade aumentou de aproximadamente 140 linhas processadas por operador por dia no sistema manual para algo entre 300 e 400 linhas por dia.

A tecnologia também melhorou a eficiência da separação de pedidos. Os robôs levam os bins diretamente aos operadores, enquanto o software posiciona produtos de maior giro próximos às estações de separação. O tempo médio de permanência dos estoques dentro do 4Mobility é de apenas três a cinco dias.

A fase de implementação já foi superada. O início da operação do 4Mobility impactou temporariamente o faturamento em janeiro, mas as operações se recuperaram ao longo de março e estão estabilizadas desde o final daquele mês. O principal desafio operacional remanescente está relacionado à consolidação de pedidos nas docas mantendo velocidade e precisão.

Fábrica

A verticalização deve proporcionar economias adicionais de custos. A Nakata pretende produzir internamente o nitrogênio hoje utilizado, item que representa aproximadamente 2% a 3% do custo dos produtos. A administração estima um payback inferior a seis meses. Compras diretas de aço junto às siderúrgicas após a aquisição também melhoraram as condições de suprimento.

O crescimento continua sendo a principal prioridade estratégica. Aproximadamente 80% da receita vem de produtos fabricados em regime de co-manufatura. A companhia busca alcançar aproximadamente 40% de participação de mercado, avaliando oportunidades de expansão tanto no Brasil quanto internacionalmente, apoiadas ainda por iniciativas de armazenamento de energia, capacitação de funcionários e desenvolvimento mais rápido de produtos.

Parte 2 – Universo Frasle Mobility 2026

Frenagem – Guilherme Adami (Diretor Executivo)

Participação por região

A administração acredita haver espaço para crescimento em todas as regiões. O Brasil continua sendo o principal mercado, com 40% de participação, onde o foco está em automação (como defesa contra a concorrência chinesa), co-manufatura e nível de serviço. A América Latina ex-Brasil e o México possuem 14% de participação, com foco em cilindros, disponibilidade de produtos e novos canais de distribuição.

O México possui aproximadamente 32% de participação, também com prioridade para lançamentos de cilindros, expansão da presença física e novos ganhos de participação. Nos Estados Unidos a participação é de

apenas 3%, com foco na estratégia comercial e em pastilhas para veículos leves, embora a companhia já possua posição consolidada em veículos pesados (45% de participação em lonas de freio). No Reino Unido a participação é de 6%, onde a agenda continua concentrada em competitividade e novos canais.

De forma consolidada, a Frasle Mobility possui aproximadamente 5% de participação em um mercado endereçável de US\$ 9 bilhões, deixando um amplo espaço para crescimento. A administração continua otimista também em relação ao mercado OEM.

Figura 6: Participação de mercado endereçável em frenagem (IAM) por região (2025)



Fonte: Companhia e BTG Pactual.

Powertrain – Hemerson Souza (Diretor Executivo de RI e M&A)

Participação por região

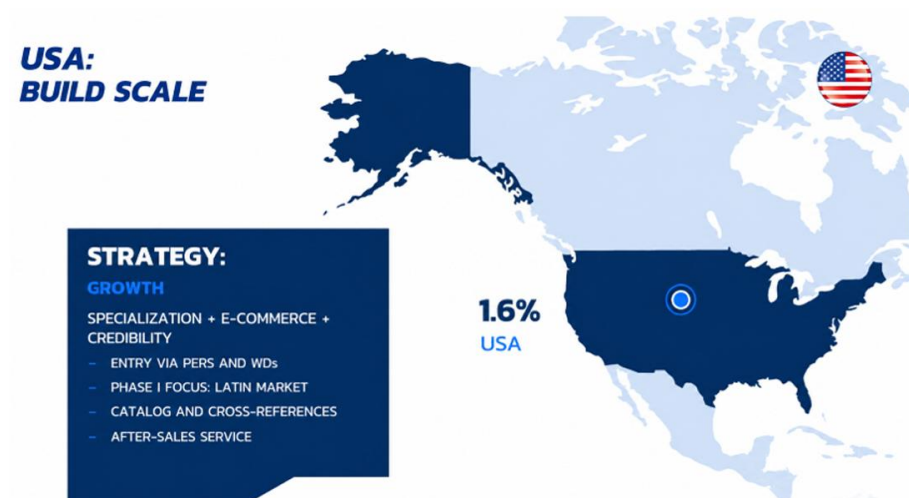
O Brasil ainda representa um mercado pequeno para a companhia, com o crescimento esperado vindo da estrutura da Frasle Mobility, M&A, posicionamento de marca e suporte técnico proveniente do México, com entrada prevista para 2028.

A Argentina possui aproximadamente 1% de participação, também com crescimento previsto a partir de 2028 e estratégia semelhante à brasileira. No México a agenda é defender a liderança, com participação de 71% em pistões, 54% em juntas, 77% em válvulas, 91% em terminais de direção e 40% em comandos de válvula.

Nos Estados Unidos a participação é de aproximadamente 2%, mas crescendo em ritmo acelerado, com a companhia construindo uma plataforma local, contratando profissionais, ampliando armazéns e reforçando a equipe comercial, com volumes crescendo mais de 15%.

No total, trata-se de um mercado endereçável de aproximadamente US\$ 2,1 bilhões, no qual a companhia possui 9,5% de participação.

Figura 7: Estratégia de Powertrain no mercado norte-americano



Fonte: Companhia e BTG Pactual.

Ride & Comfort – Paulo Gomes (Diretor Executivo)

Participação por região

No Brasil a companhia possui aproximadamente 18% de participação total e posições de liderança em amortecedores, direção, suspensão, juntas e bandejas.

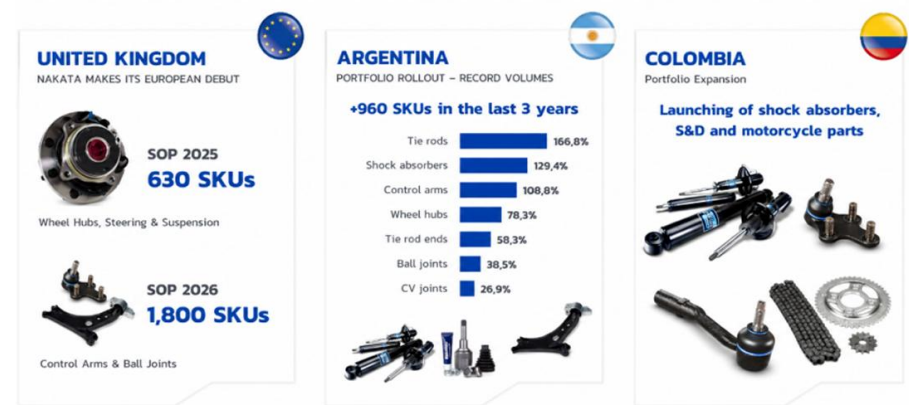
Na América Latina ex-Brasil e no México, a participação é de aproximadamente 2% na Colômbia e 20% na Argentina, tendo a expansão de portfólio como principal motor.

No México a empresa possui 5% de participação e entrou inicialmente em suspensão e direção, com novos lançamentos previstos para 2027 e amortecedores a partir de 2028.

No Reino Unido a companhia possui uma estrutura própria relativamente isolada, tendo entrado inicialmente apenas por cubos de roda, suspensão e direção.

No consolidado, a companhia possui aproximadamente 12% de participação em um mercado endereçável de US\$ 2,2 bilhões.

Figura 8: Principais conquistas de Ride & Comfort em 2025/26



Fonte: Companhia e BTG Pactual.

Aftermarket Brasil – Bruno Gomes (Diretor Comercial do Aftermarket Brasil)

Atualização das tendências de vendas

A América Latina e a Ásia-Pacífico foram apresentadas como os dois principais vetores de crescimento daqui para frente.

O mercado independente de reposição continua ganhando participação frente às concessionárias, atingindo aproximadamente 66% hoje, especialmente em mercados emergentes. A administração destacou que o crescimento do canal independente se traduz diretamente em crescimento para os mecânicos.

Quando o mecânico decide por uma reposição, qualidade continua sendo o principal fator de decisão, acima do preço, e as marcas da Frasle permanecem entre os principais elementos que influenciam essa escolha.

Figura 9: Disponibilidade impulsiona a escolha de fornecedores no aftermarket



Fonte: Companhia e BTGP Actual.

Supply Chain – Marcelo Tonon (Diretor Executivo de Supply Chain da Randoncorp)

Detalhes da estratégia de compras

A área de compras foi integrada sob um modelo híbrido, e não totalmente centralizado, uma vez que algumas matérias-primas e produtos são altamente específicos para determinadas geografias.

A administração destacou os discos de freio como a categoria em que ainda existe maior espaço para evolução, apontando oportunidades adicionais de otimização de compras e captura de sinergias.

Figura 10: Compras centralizadas impulsionam sinergias e ganhos de escala



De forma geral, a Dacomsa parece oferecer à Frasle Mobility uma plataforma robusta para ampliar sua presença no aftermarket mexicano e norte-americano. O negócio se beneficia de posições de liderança em diversas categorias, rede de distribuição consolidada e fortes relacionamentos com atacadistas e distribuidores especializados. Ao mesmo tempo, a escala de compras da Frasle, seu portfólio global mais amplo e sua expertise operacional devem apoiar tanto ganhos de margem quanto novas oportunidades de receita.

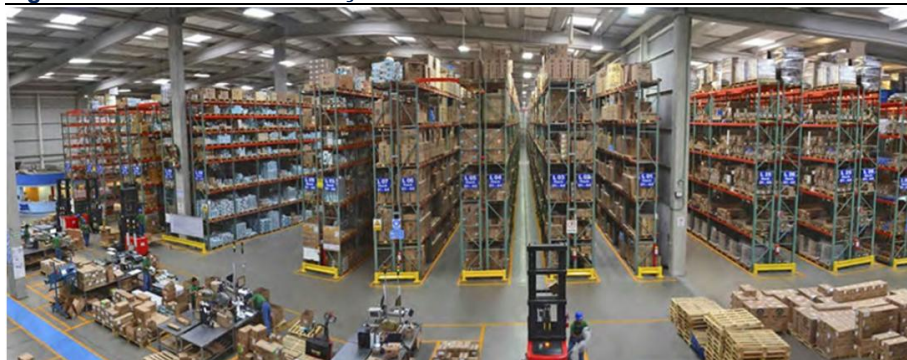
Centro de distribuição e estrutura operacional

Visitamos o atual centro de distribuição da Dacomsa, localizado na Cidade do México, com 12,3 mil m², aproximadamente 16 mil posições de armazenagem e 136 funcionários operacionais. A unidade atende atualmente 18 rotas domésticas e oferece prazos de entrega entre um e três dias. A operação distribui cerca de 2,2 milhões de peças por mês.

O centro de distribuição já opera em capacidade máxima. A companhia pretende dobrar sua área para aproximadamente 25 mil m², com a nova instalação devendo estar totalmente operacional até março de 2027.

O negócio atualmente gera aproximadamente MXN 5 bilhões de receita líquida e deve alcançar MXN 5,5 bilhões. As vendas vêm crescendo impulsionadas por novas linhas de produtos, estoques maiores e menor intensidade competitiva após a pandemia.

Figura 12: Centro de Distribuição atual da Dacomsa



Fonte: Companhia e BTG Pactual.

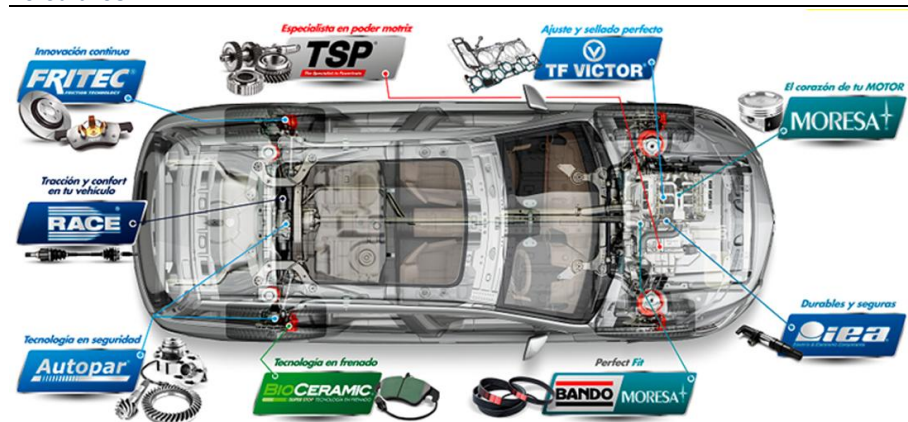
Posicionamento comercial

A Dacomsa opera como uma "casa de marcas", combinando posicionamento premium e produtos de alta qualidade com suporte técnico e assistência pós-venda.

A companhia possui participação média de aproximadamente 55% em suas principais categorias de produtos e ocupa posição de liderança em diversas categorias no México, reforçando o reconhecimento de suas marcas.

Aproximadamente 90%-92% da receita líquida é gerada no mercado doméstico, enquanto exportações representam entre 8% e 10% do total. As exportações estão divididas de forma relativamente equilibrada entre América do Norte e América Latina.

Figura 13: Portfólio de produtos da Dacomsa nos principais sistemas veiculares



Fonte: Companhia e BTG Pactual.

Integração com a Frasle Mobility

A Frasle Mobility adquiriu a Dacomsa em 2025. As marcas Fritec, Moresa e TF Victor fizeram parte do perímetro da transação.

A Dacomsa representava apenas 7%-8% das receitas do grupo Kuo e fazia parte de um portfólio altamente diversificado, possuindo relevância estratégica relativamente limitada. Sob controle da Frasle Mobility, a companhia passou a estar muito mais alinhada ao negócio principal do grupo, tornando-se significativamente mais relevante e representando aproximadamente 25% das receitas.

A incorporação à Frasle Mobility também melhorou a aceitação da Dacomsa junto aos clientes, já que a companhia passou a integrar um grupo cuja atividade principal é justamente seu segmento de atuação. A integração também amplia o acesso a um portfólio global de produtos e cria condições para introduzir novas linhas globalmente.

A Visagio vem apoiando o processo de integração desde o final de 2024, após seu trabalho anterior junto à Nakata. Foram criadas equipes multidisciplinares abrangendo gestão da mudança, comunicação, compras, serviços compartilhados, logística e sinergias de receita.

As compras têm gerado os benefícios mais visíveis até o momento. A maior escala de negociação da Frasle Mobility permitiu melhores condições para aquisição de produtos acabados, matérias-primas e componentes. A administração já identificou aproximadamente US\$ 12 milhões em economias relacionadas a compras e outras reduções de custos.

Resultados financeiros e valuation

Atualizamos nossas estimativas para incorporar as tendências recentes e os resultados trimestrais. Nossa nova projeção de receita líquida é de R\$ 5,4 bilhões para 2026 e R\$ 5,8 bilhões para 2027, refletindo principalmente a resiliência das tendências do aftermarket.

Projetamos EBITDA de R\$ 1 bilhão em 2026 e R\$ 1,1 bilhão em 2027, implicando margens de 18% e 19%, respectivamente. Essas projeções incorporam também os benefícios das iniciativas de reestruturação e eficiência implementadas no ano passado, além de alguma alavancagem operacional decorrente da recuperação dos volumes.

Por fim, projetamos lucro líquido de R\$ 296 milhões para 2026 e R\$ 415 milhões para 2027. Nosso novo preço-alvo é de R\$ 29 (ante R\$ 30), implicando potencial de valorização de 24%, e mantemos nossa recomendação de Compra para a Frasle.

Tabela 13: Principais resultados do valuation da Frasle Mobility segundo o BTG Pactual

BTG Pactual's main outputs (in R\$m)	2024	2025	2026E	2027E	Growth (%)		
					24-25 (y/y)	25-26 (y/y)	26-27 (y/y)
Net revenues	3,966	5,491	5,438	5,814	38%	-1%	7%
Domestic market revenues	2,404	2,587	2,582	2,761	8%	0%	7%
Aftermarket	2,163	2,362	2,374	2,538	9%	0%	7%
OEM	241	224	208	223	-7%	-7%	7%
External market revenues	1,562	2,904	2,856	3,054	86%	-2%	7%
Aftermarket	1,345	2,717	2,648	2,831	102%	-3%	7%
OEM	217	187	209	223	-14%	11%	7%
Adj. EBITDA	729	975	996	1,110	34%	2%	12%
Adj. EBITDA margin	18.4%	17.8%	18.3%	19.1%	-0.6 p.p.	0.5 p.p.	0.8 p.p.
Net income	375	288	296	415	n.m.	n.m.	n.m.
Net margin	9.4%	5.2%	5.4%	7.1%	-4.2 p.p.	0.2 p.p.	1.7 p.p.
Capex	166	191	172	174	15%	-10%	1%
% of net revenue	4.2%	3.5%	3.2%	3.0%	-0.7 p.p.	-0.3 p.p.	-0.2 p.p.
Net Debt / Adj. EBITDA	0.4x	1.4x	1.3x	0.5x	1.0 p.p.	-0.1 p.p.	-0.8 p.p.

Fonte: BTG Pactual.

Tabela 14: Frasle Mobility – BTG versus consenso

Consolidated (R\$m, IFRS)	BTG Pactual		Consensus		Change (%)	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
Net revenues	5,438	5,814	5,657	5,966	▼ -4%	▼ -3%
Adj. EBITDA	996	1,110	1,054	1,126	▼ -6%	▼ -1%
Adj. EBITDA Margin (%)	18.3%	19.1%	18.6%	18.9%	-0.3 p.p.	0.2 p.p.
Net Income	296	415	356	435	▼ -17%	▼ -5%
Net Margin (%)	5.4%	7.1%	6.3%	7.3%	-0.8 p.p.	-0.2 p.p.

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual.

Tabela 15: BTG versus Guidance

Main metrics (R\$m)	FY26 guidance	Midpoint	BTGe	Δ
Net Revenues	5,600-6,200	5,900	5,438	-8%
EBITDA Margin	17.5%-20.0%	18.8%	18.3%	-0.4p.p.
Implicit EBITDA	980-1,240	1,067	996	-7%
Capex	170-210	190	172	-10%

Fonte: Companhia e BTG Pactual.

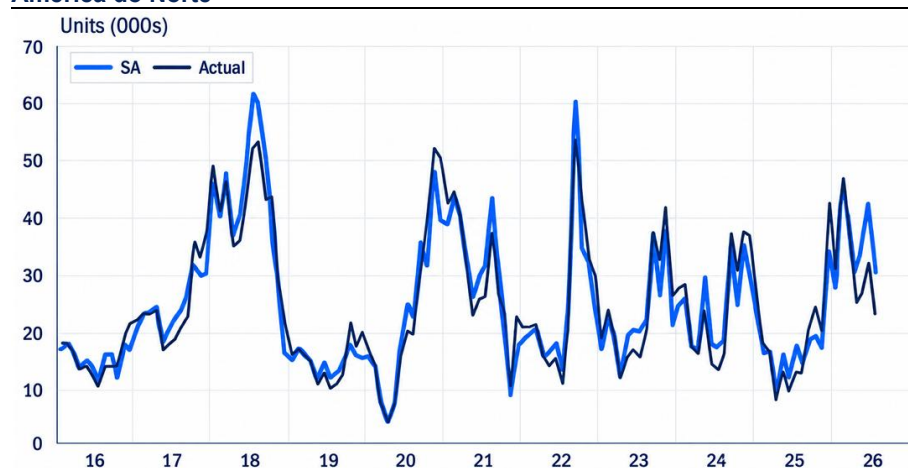
Seção 4 – Tupy

Elevamos TUPY para Compra, de Neutra, com base em quatro fatores principais: (i) melhora da dinâmica da indústria, particularmente no segmento de caminhões pesados Classe 8 na América do Norte; (ii) progresso significativo na reestruturação corporativa, incluindo otimização da malha industrial e iniciativas de redução de custos; (iii) perfil defensivo ao câmbio, com aproximadamente 60% da receita líquida proveniente de mercados externos; e (iv) valuation atrativo de 3,7x EV/EBITDA estimado para 2027. Abaixo comentamos as principais tendências setoriais e os eventos recentes da companhia.

Atualização sobre volumes na América do Norte e crescimento dos novos contratos

Os volumes de caminhões Classe 8 na América do Norte estão mostrando sinais de recuperação após a desaceleração observada nos últimos dois anos. Segundo a ACT Research, os pedidos de caminhões Classe 8 atingiram 22,6 mil unidades em julho (+71% a/a), com os pedidos de cavalos-mecânicos crescendo 103% a/a. Embora os pedidos tenham recuado 29% t/t em base ajustada sazonalmente, a ACT atribui o movimento principalmente à limitada disponibilidade de slots de produção para 2026, e não a uma deterioração da demanda. De fato, a programação de produção para 2026 está cada vez mais restrita, com a demanda pelos slots remanescentes superando a capacidade disponível, enquanto a carteira de pedidos do segmento Classe 8 alcançou 182.817 unidades ao final de julho, equivalente a aproximadamente 8,9 meses de produção.

Gráfico 8: Evolução dos pedidos líquidos totais de caminhões Classe 8 na América do Norte



Fonte: ACT Research e BTG Pactual.

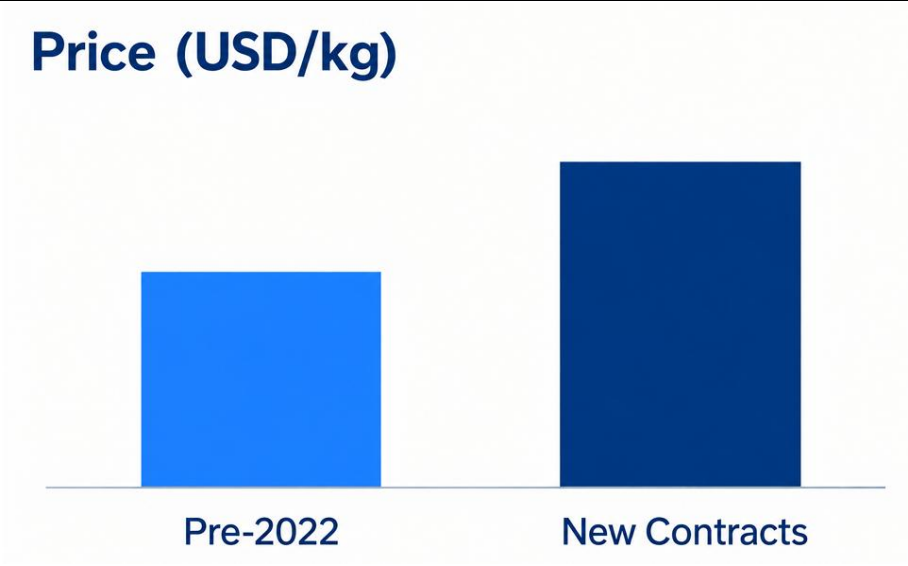
Vemos esse ambiente como particularmente relevante para a Tupy, dada sua crescente exposição ao mercado norte-americano de caminhões Classe 8. A companhia vem ampliando sua participação nesse segmento através de novos contratos de blocos e cabeçotes de motores, com produção cada vez mais localizada no México. Em 2023, a Tupy anunciou novas parcerias com fabricantes norte-americanos de caminhões Classe 8, contratos que deveriam gerar até R\$ 650 milhões de receita líquida anual quando plenamente maturados, além de ampliar sua participação em um segmento caracterizado por altos volumes e elevada resiliência. Mais recentemente, em 2025, a companhia foi selecionada para fornecer o bloco de motor de 13 litros de uma nova geração de motores para caminhões pesados, além do cabeçote já anteriormente contratado. Dessa forma, os novos blocos serão produzidos na unidade de Ramos Arizpe, no México, e deverão chegar ao mercado a partir de 2027, com receita líquida anual estimada em aproximadamente R\$ 200 milhões quando atingirem o volume pleno.

Tabela 16: Contratos recentes da Tupy

Announcement	End market	Contract scope	Start / ramp-up	Annual revenue potential (R\$mn)
Mar-23	North American Class 8 / commercial vehicles	Engine blocks & cylinder heads	From 2024	Up to 650
Aug-24	Heavy trucks & light commercial vehicles	Cylinder heads & engine blocks	From 2025	~200
Mar-25	Brazilian extra-heavy trucks	13L heads & blocks	2027-28	~250
Jun-25	North American Class 8	13L CGI engine block	From 2027	~200
Aug-25	Locomotives & power generation	Pistons, liners & cylinder heads	n.a.	~97

Fonte: Companhia e BTG Pactual.

Gráfico 9: Crescente complexidade e valor agregado dos novos contratos



Fonte: Companhia e BTG Pactual.

É importante destacar que acreditamos que a exposição da Tupy vai além de uma simples recuperação dos volumes de caminhões. Além disso, ressaltamos que a recuperação dos volumes principais, combinada ao crescimento desses contratos de maior valor agregado (fundição e usinagem), deve fortalecer ainda mais o posicionamento da companhia no mercado norte-americano de Classe 8 e ampliar sua alavancagem operacional.

ACT Research também está revisando suas projeções

A ACT Research também vem revisando suas projeções para o mercado norte-americano de veículos comerciais, e suas estimativas mais recentes apontam para uma recuperação mais forte daqui para frente. Para veículos comerciais e pesados, a ACT agora espera crescimento de 12% em 2026, 11% em 2027, 10% em 2028 e 3% em 2029, após uma queda de 27% em 2025. A recuperação está sendo sustentada por fundamentos mais favoráveis, incluindo melhor rentabilidade das frotas,

fretes nos maiores níveis dos últimos quatro anos e a idade média da frota Classe 8 no nível mais elevado da última década.

Em conjunto, a melhora dos pedidos, somada à melhora dos fundamentos, à redução das incertezas regulatórias e ao fortalecimento da entrada de novos contratos, já levou a revisões positivas das expectativas de mercado, reforçando a recuperação esperada dos volumes da Tupy na América do Norte.

Tabela 17: Perspectiva de crescimento do mercado de veículos por segmento

		Source	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
 Medium and heavy commercial vehicles		ACT Research	-27%	+12%	+11%	+10%	+3%
		S&P Global	-6%	+5%	+7%	+5%	-2%
		Sindipeças	-10%	0%	0%	+3%	+4%
 Machinery		Sindipeças	+14%	-7%	+5%	+6%	+3%
 Light vehicles and light commercial vehicles		S&P Global	-1%	-2%	0%	+2%	+4%
		S&P Global	-1%	-2%	0%	+1%	+3%
		Sindipeças	+6%	+3%	+4%	+1%	+1%

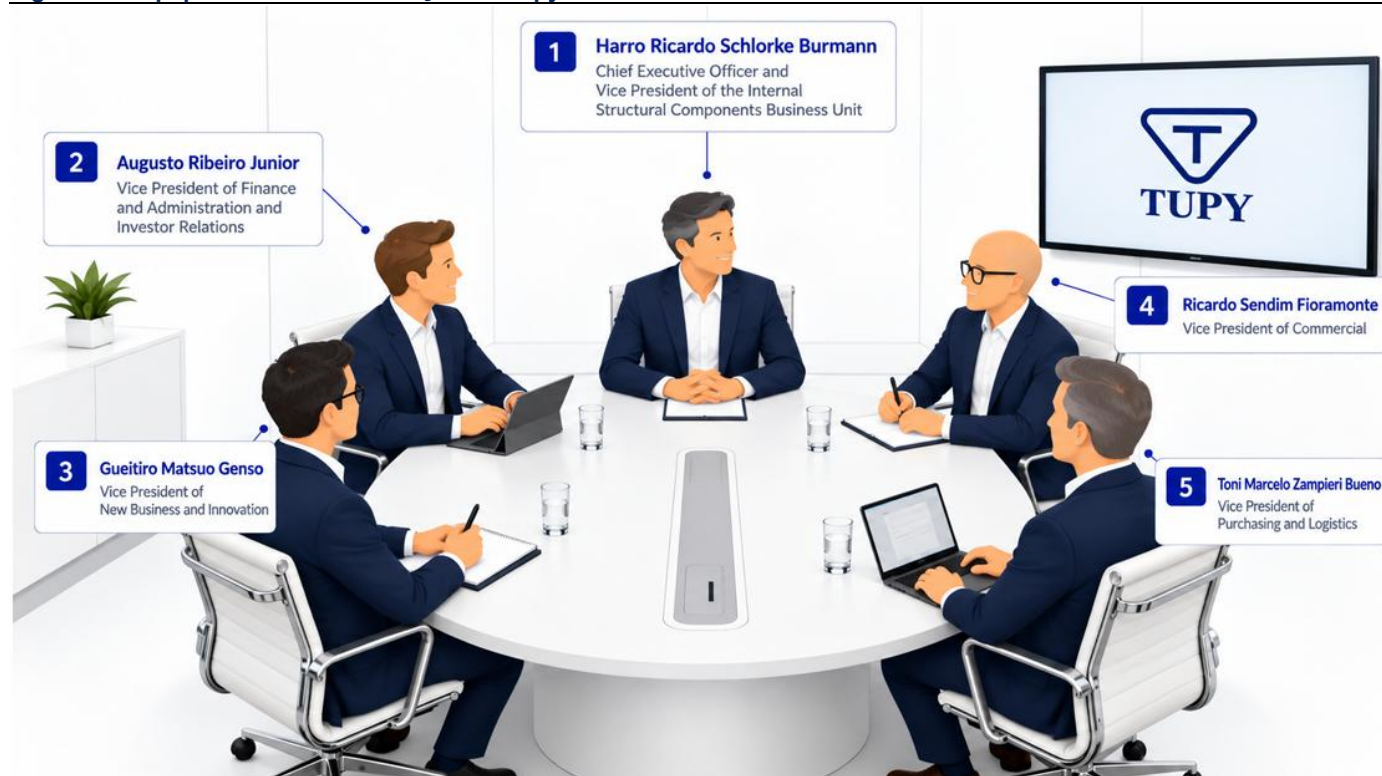
Fonte: Sindipeças, S&P Global, ACT Research e BTG Pactual.

Mudanças recentes de governança

Ao longo de 2026, a Tupy implementou diversas mudanças em sua liderança executiva, começando pelo processo de sucessão do CEO. Em maio, a companhia nomeou Harro Burmann como novo CEO, com efeito a partir de 1º de junho, substituindo Gueitiro Genso, que vinha ocupando o cargo interinamente. Burmann possui mais de 35 anos de experiência em operações industriais e transformação organizacional, incluindo posições relevantes em Dana, Estaleiro Atlântico Sul e Hidrovias do Brasil. O Conselho de Administração destacou sua experiência de liderança e os relacionamentos construídos ao longo da indústria automotiva como elementos bastante alinhados com o momento atual e as prioridades estratégicas da companhia.

Mais recentemente, a Tupy também anunciou uma mudança em sua liderança financeira e de relações com investidores. Em julho, a companhia nomeou Augusto Ribeiro como Vice-Presidente de Finanças, Administração e Diretor de Relações com Investidores, assumindo o cargo em 10 de agosto, substituindo Rodrigo Périco. Ribeiro possui mais de 25 anos de experiência em finanças corporativas e já ocupou cargos como CFO na Vibra Energia, PicPay, Iochpe-Maxion e BRF. A mudança também unificou as áreas Financeira e de RI sob uma mesma liderança, permitindo que Gueitiro Genso se concentre em Estratégia, Novos Negócios, Inovação e M&A.

Figura 14: Equipe de alta administração da Tupy



Fonte: Companhia e BTG Pactual.

Por fim, do ponto de vista de governança, a Tupy também passou por mudanças em seu Conselho de Administração neste ano. Em fevereiro, Márcio Antônio Chiumento renunciou ao cargo de Conselheiro e Coordenador do Comitê de Finanças e Investimentos por motivos pessoais. Ele foi substituído pela conselheira suplente Adriana Duarte Chagastelles, que permanecerá no cargo até o final do atual mandato do conselho, em abril de 2027.

Figura 15: Conselho de Administração da Tupy



Fonte: Companhia e BTG Pactual.

De forma geral, enxergamos essas mudanças como parte de uma reorganização mais ampla da liderança da Tupy, trazendo executivos experientes dos setores industrial e financeiro, ao mesmo tempo em que permite à liderança anterior concentrar esforços em estratégia, novos negócios e M&A.

Conhecendo o novo CEO da Tupy

Após a conclusão da transição do CEO em 1º de junho, a companhia publicou uma entrevista com Harro Burmann em seu canal do YouTube. Durante a conversa, foi possível obter uma visão mais atualizada sobre sua experiência nos setores industrial e automotivo, bem como detalhes adicionais sobre suas prioridades estratégicas e agenda de eficiência para a companhia ao longo de sua gestão. Acreditamos que a entrevista oferece informações úteis sobre a direção da Tupy sob a nova liderança, especialmente em relação às iniciativas que poderão moldar a próxima fase de desenvolvimento da companhia.

Experiência

Harro Burmann possui mais de 35 anos de experiência profissional, incluindo 25 anos na Dana, além de passagens pela Bauer e Hidrovias do Brasil. Iniciou sua carreira na área de forjaria da Dana e permaneceu aproximadamente 11 anos nessa atividade, adquirindo conhecimento profundo tanto de processos de fundição quanto de forjamento e dos desafios operacionais da indústria. Seu primeiro grande relacionamento comercial ocorreu com a GM. Participou também da fusão entre Dana e Rockwell, experiência que envolveu desafios relevantes de integração cultural.

Mentalidade

Burmann afirmou não acreditar em melhorar processos antes de estabilizá-los. Em sua visão, quando um processo ainda é instável, torna-se praticamente impossível promover melhorias efetivas. Por isso, sua abordagem consiste em revisar processos, entender o valor de cada fluxo de trabalho dentro da companhia e como isso se traduz em valor para os clientes.

Estratégia

Sua chegada não deve ser interpretada como uma mudança estratégica, mas como uma aceleração da agenda já existente. A companhia já possui um plano estruturado para o período 2026-30 e ele pretende continuar focado em componentes estruturais e cadeia de suprimentos, buscando gerar maior valor para os clientes.

Contratos

Burmann destacou uma visão diferente sobre capital de giro. Em um ambiente de custo de capital mais elevado, o foco continua sendo alcançar capital de giro próximo de zero, embora em experiências anteriores tenha conseguido operar com capital de giro negativo. De maneira mais ampla, enfatizou a importância de um playbook claramente definido uma vez que os processos estejam estabilizados.

Planos de curto prazo

O CEO destacou três pilares principais para sua agenda inicial: (i) visitar as plantas industriais e conhecer as pessoas, estabelecendo contato direto com os funcionários; (ii) ouvir as lideranças e remover obstáculos que impeçam a excelência operacional; e (iii) visitar clientes e escutá-los, fortalecendo o relacionamento e a proximidade com eles.

Principais conclusões da nossa reunião de café da manhã com o novo CFO da Tupy (continuação)**Gestão e reorganização da governança**

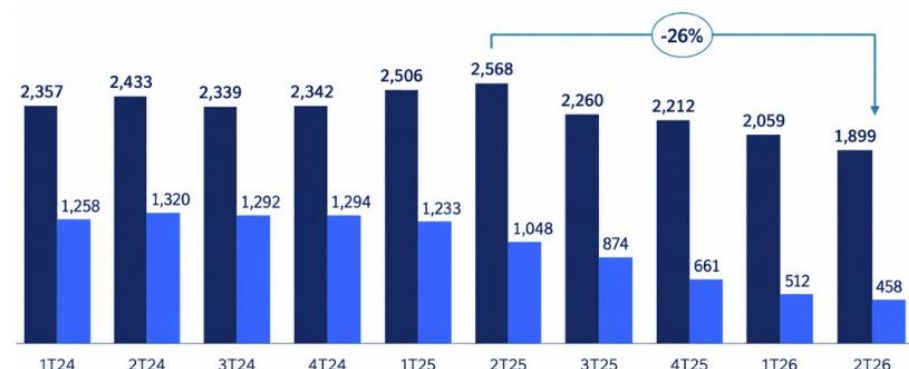
A Tupy passou recentemente por uma ampla reorganização de gestão e governança. A renovação da alta administração, incluindo CEO e CFO, foi um componente importante desse processo e reflete um esforço mais amplo para remodelar a cultura e o modelo de gestão da companhia. Uma prioridade fundamental é colocar as pessoas certas nos cargos certos, fortalecendo meritocracia, metas e responsabilização. Iniciativas de alinhamento interno também estão sendo implementadas para reforçar essas mudanças culturais, sugerindo que a transformação vai além da alta administração e alcança toda a organização.

Alocação de capital e desalavancagem

As prioridades da administração estão cada vez mais concentradas em desalavancagem do balanço patrimonial, eficiência operacional e maior disciplina na alocação de capital. A companhia busca reduzir a alavancagem líquida para abaixo de 3,0x até o final do ano e, posteriormente, para menos de 2,0x o mais rápido possível, mantendo a redução da dívida bruta como principal prioridade de alocação de capital. Ao mesmo tempo, as margens devem se beneficiar de iniciativas de eficiência e de uma maior alavancagem operacional. A administração também vem reavaliando decisões históricas de investimento por meio de análises pós-implementação de projetos de capex, com o objetivo de questionar premissas e fortalecer a disciplina de retorno dos

investimentos. Nesse contexto, a administração ressaltou a importância de gerar ROIC acima do custo de capital e de ampliar a capacidade da Tupy de navegar as exigências do ambiente global das montadoras.

Gráfico 10: Evolução da dívida líquida e do EBITDA da Tupy (R\$ milhões)

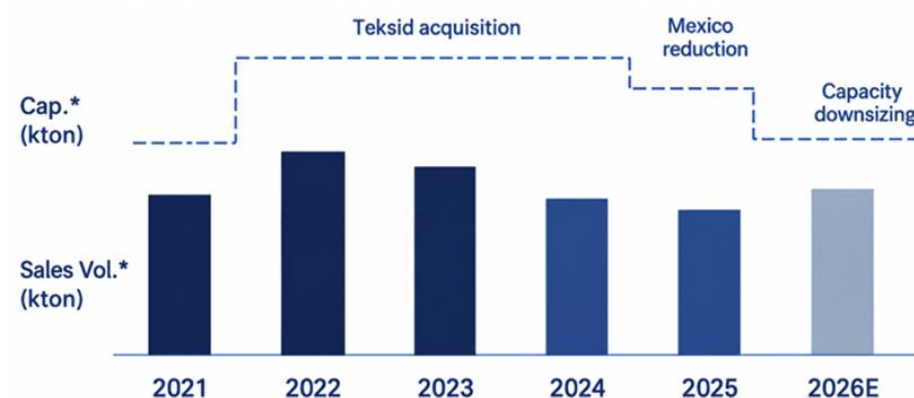


Fonte: Companhia e BTG Pactual.

Expansão de margens

Do lado operacional, a otimização da malha industrial surge como uma das principais alavancas de margem. A administração considera atualmente a planta de Betim diluidora de margens e pretende reposicioná-la principalmente para produção de componentes, enquanto amplia o papel de Joinville como polo de manufatura de alto volume para blocos e cabeçotes. Isso deve permitir à Tupy otimizar a produção entre diferentes unidades, alocando cada componente à linha e planta mais adequadas, ao mesmo tempo em que captura ganhos de utilização da capacidade e maiores volumes. O México representa outra oportunidade operacional importante, com espaço para avanços em utilização, produtividade e automação. Como os custos de mão de obra no México são relativamente elevados, o retorno potencial das iniciativas de automação é maior. Além da otimização da malha industrial, uma disciplina mais rígida de custos deve ser outra importante fonte de expansão da rentabilidade.

Gráfico 11: Racionalização da capacidade após a aquisição da Teksid



Fonte: Companhia e BTG Pactual.

Precificação e gestão de receitas

A precificação é outra área na qual a administração vê espaço para recuperação de margens. Embora recomposição de preços seja um elemento normal da indústria, a Tupy está migrando para uma abordagem mais granular de gestão de receitas, analisando a economia por cliente e

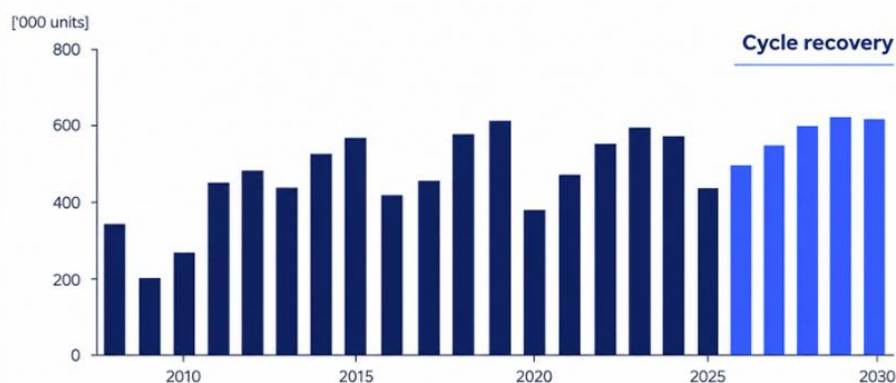
linha de produto. O objetivo é ampliar a visibilidade sobre margens, repasses cambiais, mix de produtos e qualidade, além de custos com sucata e retrabalho. A companhia está negociando ajustes contratuais voltados à recomposição de margens, incluindo reequilíbrio de pagamentos fixos e mudanças mais amplas na estrutura de preços e rentabilidade. A administração também pretende aprimorar a distinção entre EBITDA recorrente e itens extraordinários ou não recorrentes, aumentando a transparência sobre a trajetória subjacente dos resultados.

Demanda de mercado

O cenário de demanda parece estar se tornando mais favorável. O ano de 2025 foi difícil para veículos pesados, com a incerteza tarifária provocando disrupções significativas. Entretanto, esse ambiente gerou demanda reprimida que agora está se convertendo em novas oportunidades comerciais. A administração vê preços de frete mais sustentáveis e espera um ciclo de recuperação ao longo dos próximos anos. Importante destacar que a recuperação não é vista apenas como resultado de compras antecipadas, mas sim da combinação entre demanda estrutural e necessidade de renovação de frotas. A visibilidade da carteira de pedidos já avança até 2027, apoiada tanto por programas já existentes quanto por novos contratos. Dentro dos veículos pesados, a Tupy espera continuar ganhando participação no segmento Classe 8, onde a concorrência chinesa é mais limitada e a produção cativa é menos presente.

Gráfico 12: Ciclo de caminhões pesados deve se recuperar nos Estados Unidos

Categories 5 to 8 



Fonte: Companhia e BTGPactual.

China

A China representa uma oportunidade mais estratégica e de longo prazo. A administração espera que caminhões e máquinas chinesas se tornem cada vez mais relevantes globalmente, criando oportunidades para a Tupy por meio de sua base global de clientes e rede de distribuição. A companhia também busca acelerar a verticalização dos seus serviços, permitindo capturar uma parcela maior da cadeia de valor de aftermarket e serviços. Isso pode se tornar cada vez mais relevante à medida que a Tupy procura diversificar suas avenidas de crescimento para além dos volumes tradicionais ligados às montadoras.

Tarifas

Aproximadamente 10% da receita líquida da Tupy é gerada por exportações do Brasil para os Estados Unidos sujeitas à tarifa da Seção 232 de 25%. A administração afirmou que esse custo adicional está sendo totalmente repassado aos clientes, limitando o impacto direto sobre a rentabilidade.

Data centers e mercado off-road

A exposição da Tupy ao mercado off-road, que representa aproximadamente 20% da receita líquida, oferece uma avenida adicional de crescimento, incluindo exposição à demanda ligada a data centers. A Caterpillar atualmente representa aproximadamente 8% da receita total, evidenciando a relevância desse relacionamento comercial. A administração também enxerga uma oportunidade emergente no mercado brasileiro de data centers após uma parceria firmada com um fabricante no ano passado. Embora ainda represente uma oportunidade incremental e não um motor central de lucro líquido, a administração vê o ecossistema de data centers como uma forma de aplicar as capacidades industriais da companhia em novas aplicações.

Capital de giro

A Tupy reduziu significativamente seus estoques antes dos ajustes planejados de capacidade no México e no Brasil. As contas a receber também melhoraram, impulsionadas por processos mais eficientes de faturamento e cobrança, resultando em uma redução relevante dos dias de recebimento. Importante destacar que a administração considera essa melhora estrutural, e não temporária, embora ainda enxergue espaço adicional para otimização. Isso deve apoiar a geração de caixa e reforçar a trajetória de desalavancagem da companhia.

Gráfico 13: Evolução do capital de giro (R\$ milhões) e do ciclo de conversão de caixa (dias)



Fonte: Companhia e BTG Pactual.

Resultados financeiros e valuation

Atualizamos nossas estimativas para incorporar as tendências recentes e os resultados trimestrais. Nossa nova projeção de receita líquida é de R\$ 10 bilhões para 2026 e R\$ 10,7 bilhões para 2027, refletindo principalmente um cenário de volumes mais fracos na América do Norte e uma recuperação gradual ao longo do segundo semestre de 2026. Projetamos EBITDA ajustado de R\$ 749 milhões em 2026 e R\$ 1,2 bilhão em 2027, implicando margens de 8% e 11%, respectivamente. As projeções também refletem os benefícios das iniciativas de reestruturação e eficiência implementadas anteriormente, além de alguma alavancagem operacional à medida que os volumes se recuperam. Por fim, projetamos lucro líquido de -R\$ 13 milhões em 2026 e R\$ 358 milhões em 2027.

Nosso novo preço-alvo é de R\$ 24, implicando potencial de valorização de 49%, e elevamos a recomendação da Tupy para Compra (de Neutra).

Tabela 18: Principais resultados do valuation da Tupy pelo BTG Pactual

BTG Pactual's main outputs (in R\$m)	2024	2025	2026E	2027E	Growth (%)		
					24-25 (y/y)	25-26 (y/y)	26-27 (y/y)
Net revenues	10,665	9,693	10,015	10,681	-9%	3%	7%
Domestic revenues	3,774	3,972	3,874	4,005	5%	-2%	3%
Structural components	3,033	2,626	2,493	2,568	-13%	-5%	3%
Distribution	599	666	668	688	11%	0%	3%
Energy & decarbonization	142	680	713	748	378%	5%	5%
External market revenues	6,499	5,721	6,141	6,676	-12%	7%	9%
Structural components	6,158	5,454	5,897	6,412	-11%	8%	9%
Distribution	201	166	154	166	-18%	-7%	8%
Energy & decarbonization	141	101	90	99	-28%	-10%	9%
Adj. EBITDA	1,294	661	749	1,154	-49%	13%	54%
Adj. EBITDA margin	12.1%	6.8%	7.5%	10.8%	-5.3 p.p.	0.7 p.p.	3.3 p.p.
Net income	82	-655	-13	358	n.m.	n.m.	n.m.
Net margin	0.8%	-6.8%	-0.1%	3.4%	-7.5 p.p.	6.6 p.p.	3.5 p.p.
Capex	444	418	500	516	-6%	20%	3%
% of net revenue	4.2%	4.3%	5.0%	4.8%	0.1 p.p.	0.7 p.p.	-0.2 p.p.
Net Debt / Adj. EBITDA	1.9x	3.4x	2.9x	1.9x	1.5 p.p.	-0.4 p.p.	-1.0 p.p.

Fonte: BTG Pactual.

Tabela 19: Tupy – BTG versus consenso

Consolidated (R\$m, IFRS)	BTG Pactual		Consensus		Change (%)	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
Net revenues	10,015	10,681	10,137	10,913	▼ -1%	▼ -2%
Adj. EBITDA	749	1,154	835	1,171	▼ -10%	▼ -1%
Adj. EBITDA Margin (%)	7.5%	10.8%	8.2%	10.7%	▲ 2.9 p.p.	▲ 0.4 p.p.
Net income	-13	358	97	309	n.m.	▲ 16%
Net Margin (%)	0%	3%	1%	3%	▲ 3.6 p.p.	▲ 1.7 p.p.

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual.

Seção 5 – Iochpe-Maxion

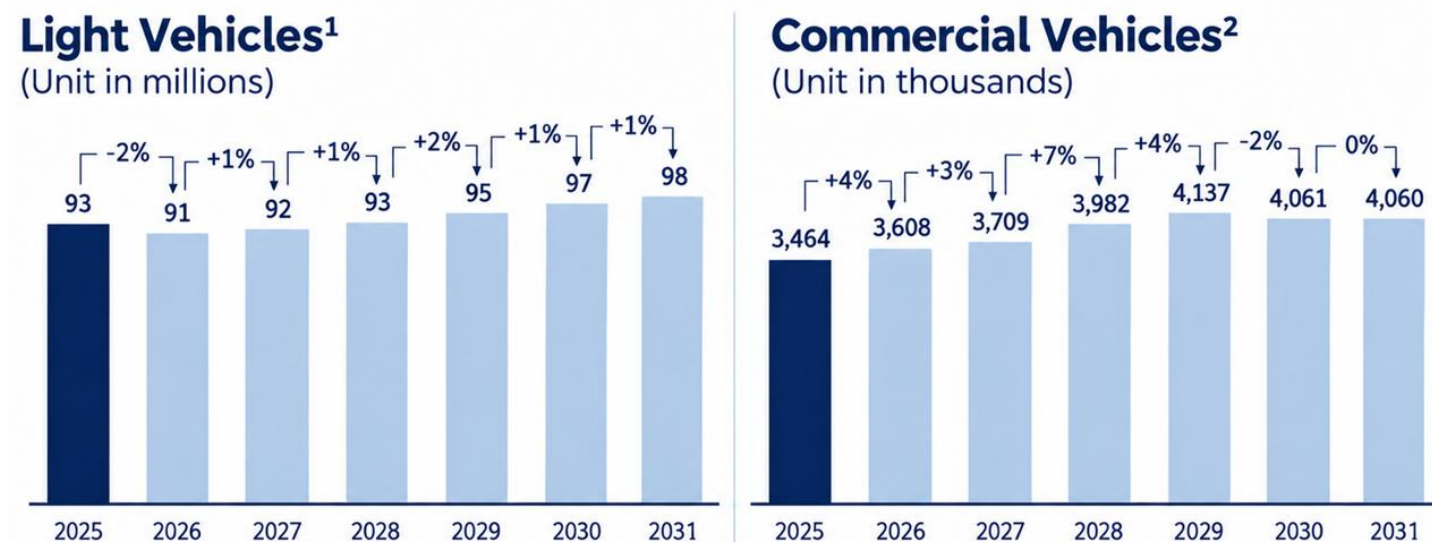
Mantemos a recomendação Neutra para a Iochpe-Maxion, com preço-alvo de R\$ 12 (ante R\$ 14). Embora vejamos a companhia se beneficiando da melhora do ambiente para veículos pesados, principalmente na América do Norte, acreditamos que o cenário desafiador na Europa continua sendo um obstáculo relevante. Além disso, enxergamos espaço mais limitado para novos ganhos de participação de mercado na região, dado o crescimento expressivo da companhia nos últimos anos. Os veículos comerciais no Brasil também devem continuar pressionados pelo ambiente de juros elevados. Por fim, o processo antitruste em andamento na Alemanha, que estimamos poder atingir até € 25 milhões, continua representando um desafio para a tese. Dessa forma, mantemos nossa recomendação Neutra.

Atualização dos volumes globais da indústria automotiva

Como discutido na Seção 1, as projeções mais recentes das consultorias apontam para um cenário misto para a produção global de veículos em 2026. A produção de veículos leves deve cair 2% a/a globalmente, movimento que se reduz para 1% quando excluimos a China, evidenciando que boa parte da contração decorre da fraqueza da

produção chinesa. Já os veículos comerciais apresentam um cenário mais favorável: o volume global deve crescer 4%, acelerando para 8% quando a China é excluída.

Figura 16: Perspectiva global de produção de veículos leves e comerciais



Fonte: Companhia e BTG Pactual.

Atualização sobre o processo antitruste na Alemanha

Em junho de 2022, a autoridade antitruste alemã (Bundeskartellamt – BKartA) realizou inspeções na Maxion Wheels Holding GmbH, em Königswinter, na Alemanha, como parte de uma investigação relacionada à possível violação das regras de concorrência na venda de rodas de alumínio para veículos leves. Posteriormente, a Maxion Wheels Holding GmbH recebeu uma notificação formal da BKartA alegando descumprimento de determinadas regras concorrenciais durante um período específico. O processo continua em andamento. Embora a notificação não represente uma conclusão definitiva nem uma penalidade formal, a lochpe-Maxion informou que o procedimento permanece sigiloso e que tanto seu desfecho quanto o cronograma continuam incertos. Estimamos que uma eventual multa possa atingir até € 25 milhões.

Tabela 20: Sensibilidade do fluxo de caixa para a firma a uma potencial multa antitruste na Alemanha

FCF sensitivity to a potential antitrust-related disbursement					
Potential outflow (€mn)	5	10	15	20	25
FX Rate (EUR/BRL)	5.86	5.86	5.86	5.86	5.86
Outflow in R\$m	-29	-59	-88	-117	-147
2027 FCFE (BTGe, in R\$m)	226	226	226	226	226
Cash outflow as % of FCFE	13%	26%	39%	52%	65%

Fonte: BTG Pactual.

Valuation

Atualizamos nossas estimativas para incorporar as tendências recentes e os resultados trimestrais. Nossa nova projeção de receita líquida é de R\$ 15,8 bilhões para 2026 e R\$ 17,4 bilhões para 2027, refletindo

principalmente a melhora dos volumes de veículos comerciais na América do Norte e a resiliência dos veículos leves. Projetamos EBITDA de R\$ 1,6 bilhão em 2026 e R\$ 1,9 bilhão em 2027, implicando margens de 10% e 11%, respectivamente. As projeções incorporam uma recuperação gradual da alavancagem operacional à medida que os volumes evoluem positivamente. Por fim, projetamos lucro líquido de R\$ 258 milhões em 2026 e R\$ 374 milhões em 2027. Nosso novo preço-alvo é de R\$ 12 (ante R\$ 14), implicando potencial de valorização de 28%, e mantemos recomendação Neutra para a Iochpe-Maxion.

Tabela 21: Principais resultados do valuation da Iochpe-Maxion pelo BTG Pactual

BTG Pactual's main outputs (R\$mn)	2024	2025	2026E	2027E	Growth (%)		
					24-25 (y/y)	25-26 (y/y)	26-27 (y/y)
Net revenues	15,332	15,367	15,802	17,370	0%	3%	10%
North America	4,584	3,877	3,963	4,464	-15%	2%	13%
South America	4,359	4,387	4,523	4,751	1%	3%	5%
Europe	5,036	5,800	5,901	6,445	15%	2%	9%
Asia + Others	1,353	1,303	1,415	1,710	-4%	9%	21%
Adj. EBITDA	1,524	1,493	1,643	1,906	-2%	10%	16%
Adj. EBITDA margin (%)	9.9%	9.7%	10.4%	11.0%	-0.2 p.p.	0.7 p.p.	0.6 p.p.
Net Income	265	98	258	374	-63%	162%	45%
Adj. Net margin (%)	1.7%	0.6%	1.6%	2.2%	-1.1 p.p.	1.0 p.p.	0.5 p.p.
Capex	673	625	532	573	-7%	-15%	8%
Net Debt/EBITDA	2.4x	2.7x	2.3x	1.9x	0.3x	-0.4x	-0.4x

Fonte: BTG Pactual.

Tabela 22: Iochpe-Maxion – BTG versus consenso

Consolidated (R\$mn, IFRS)	BTG Pactual		Consensus		Change (%)	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
Net revenues	15,802	17,370	15,792	16,843	▲ 0%	▲ 3%
Adj. EBITDA	1,643	1,906	1,630	1,746	▲ 1%	▲ 9%
Adj. EBITDA Margin (%)	10.4%	11.0%	10.3%	10.4%	0.1 p.p.	0.6 p.p.
Net income	258	374	251	328	▲ 3%	▲ 14%
Net Margin (%)	1.6%	2.2%	1.6%	1.9%	0.0 p.p.	0.2 p.p.

Fonte: Bloomberg e 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. O BTG 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