

Que arrancada!

Olá,

As ações brasileiras tiveram forte valorização após os resultados do primeiro turno das eleições, na medida em que os investidores reavaliaram a probabilidade de uma mudança de governo. **Com os juros de longo prazo também em queda, decidimos atualizar nosso exercício de TIR** (ou seja, o custo de capital próprio implícito) e revisitar como taxas de desconto e juros mais baixos poderiam beneficiar as empresas sob nossa cobertura.

O Ibovespa subiu 8% ontem e acumula alta de 10% desde 22 de setembro, quando rodamos o exercício pela última vez (veja abaixo), após o mercado começar a precificar probabilidades crescentes de vitória de Flávio Bolsonaro nas eleições. Várias ações do setor financeiro tiveram desempenho ainda mais forte: **em reais, XP e B3 subiram 24% e 23%**, respectivamente, elevando os ganhos acumulados desde 22 de setembro a 29% e 28%. **Bradesco, Banco do Brasil e Itaú subiram 14%, 11% e 10% hoje**, respectivamente, e acumulam alta de 19%, 16% e 15% no mesmo período.

Os juros de longo prazo também recuaram de forma significativa. O rendimento do DI futuro de 10 anos caiu para cerca de 13%, de aproximadamente 14,2% em 22 de setembro, uma redução de cerca de 110 p.b. Isso oferece um importante cenário para a valorização, uma vez que juros de longo prazo mais baixos sustentam custos de capital próprio menores e valuations mais altos.

Nosso exercício atualizado mostra que:

- **A média do custo de capital próprio implícito das empresas sob nossa cobertura caiu para 15,5%, de 16,3% em 22 de setembro (-90 p.b.), acompanhando de perto o movimento da curva de juros**
- As ações incluídas no exercício valorizaram 12%, em média, desde 22 de setembro.
- **O custo de capital próprio implícito atual do setor está 0,3 p.p. acima da média de 15,1% utilizada em nossos modelos. As maiores diferenças estão atualmente em Inter, Nubank e Porto Seguro, de 2,8 p.p., 2,1 p.p. e 1,7 p.p., respectivamente.**
- Também atualizamos nossa **sensibilidade dos preços-alvo a reduções de 100 p.b., 150 p.b. e 200 p.b. no custo de capital próprio** utilizado em nossos modelos, mantendo inalteradas as premissas operacionais.
- Esses cenários **elevariam nossos preços-alvo em 16%, 27% e 39%, em média**, respectivamente, implicando **potencial de valorização médio de 22%, 34% e 47%** em relação aos preços atuais.
- Tudo o mais constante, **nomes com custos de capital próprio iniciais mais baixos se beneficiam mais** da mesma redução absoluta, pois ela representa uma queda relativa maior em suas taxas de desconto.
- **Empresas com maior duration de valuation**, nas quais uma parcela maior do valor vem de lucros e distribuições mais distantes no futuro, **também tendem a apresentar maior sensibilidade.**
- É importante ter em mente que, embora o potencial de valorização de alguns nomes, como XP e B3, possa parecer negativo com base na análise

Analistas

Eduardo Rosman

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Ricardo Buchpiguél

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Antonio Pascale

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Marcel Zambello

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

de TIR apresentada acima, não incorporamos quaisquer revisões para cima em nossas estimativas.

- Dada sua natureza de beta mais alto, vemos mais espaço para revisões de lucros na XP do que na B3 e, portanto, preferimos a XP como nossa forma de exposição ao setor de mercado de capitais.

Tabela 1: TIRs implícitas que as empresas sob nossa cobertura estão precificando

	Ke Priced-in		Diff.	Stock Perf.		Ke assumed by BTGP Models		Impact of a Lower Ke on TP			TP Upside with a Lower Ke		
	22-Sep-26	5-Oct-26		YTD	Since Sep 22	BTGP	Diff. vs. Priced-in	100bps	150bps	200bps	100bps	150bps	200bps
Itaú Unibanco	16.1%	15.1%	-1.0pp	28.9%	14.6%	14.5%	0.6pp	18.2%	30.0%	44.4%	28.4%	41.2%	56.9%
Bradesco	16.3%	14.9%	-1.4pp	25.6%	18.6%	15.0%	-0.1pp	16.7%	27.3%	40.0%	15.0%	25.4%	38.0%
Santander	16.0%	16.2%	0.2pp	-10.3%	-3.1%	16.0%	0.2pp	14.3%	23.1%	33.3%	17.1%	26.1%	36.6%
Banco do Brasil	15.6%	14.6%	-1.1pp	22.9%	16.1%	17.0%	-2.4pp	12.5%	20.0%	28.6%	-18.1%	-12.7%	-6.4%
Inter & Co*	20.0%	18.3%	-1.7pp	-26.5%	16.8%	15.5%	2.8pp	16.2%	26.3%	38.3%	61.8%	75.9%	92.6%
Nubank*	17.2%	16.6%	-0.6pp	-18.6%	4.7%	14.5%	2.1pp	20.6%	34.0%	50.4%	65.2%	83.6%	106.1%
PagBank**	15.7%	14.4%	-1.3pp	9.2%	14.1%	15.5%	-1.2pp	13.9%	22.5%	32.7%	-2.0%	5.6%	14.2%
Stone**	18.7%	17.0%	-1.7pp	-13.9%	14.6%	15.5%	1.5pp	15.1%	24.5%	35.7%	37.8%	49.1%	62.5%
BB Seguridade	15.2%	14.8%	-0.4pp	28.0%	4.2%	15.0%	-0.2pp	12.7%	20.7%	30.2%	10.1%	17.9%	27.2%
Caixa Seguridade	16.5%	16.4%	-0.1pp	31.4%	0.9%	15.0%	1.4pp	16.1%	26.3%	38.6%	37.8%	49.9%	64.5%
Porto Seguro	16.2%	16.2%	0.0pp	12.0%	7.6%	14.5%	1.7pp	18.2%	30.0%	44.4%	39.8%	53.7%	70.8%
IRB	16.3%	16.1%	-0.2pp	22.9%	1.2%	15.0%	1.1pp	17.3%	28.3%	41.5%	37.2%	50.1%	65.6%
XP*	14.5%	12.9%	-1.7pp	54.1%	28.8%	14.5%	-1.7pp	18.4%	30.3%	44.9%	-11.9%	-3.0%	7.9%
B3	14.9%	13.4%	-1.5pp	78.0%	28.0%	14.5%	-1.2pp	17.5%	28.9%	42.8%	-2.4%	7.1%	18.6%
Average	16.3%	15.5%	-0.8pp	17.3%	11.9%	15.1%	0.3pp	16.2%	26.6%	39.8%	22.5%	33.6%	46.6%

* For the purposes of stock performance analysis, we are using the prices of the respective BDRs.

**Using prices in BRL (translated from USD quotations) on both dates for stock performance purposes.

	Yield		Diff.	
	18-Aug-26	22-Sep-26	5-Oct-26	Oct 5 vs. Aug 18
10YR bond curve (DI future)	14.9%	14.2%	13.0%	-1.8pp
				-1.1pp

Fonte: BTGPACTUAL, Bloomberg

Abaixo, compartilhamos alguns comentários adicionais sobre nossa visão após a valorização:

Em nossa visão, há **três principais canais pelos quais esse cenário poderia sustentar as empresas de modo geral**, e o setor financeiro não é diferente.

O primeiro é a redução do custo de capital próprio à medida que os juros de longo prazo recuam. Isso beneficia todas as empresas sob nossa cobertura no Brasil e, em nossa visão, explica parte importante da valorização ampla de hoje. É também canal mais imediato, pois os valuations podem se ajustar antes de qualquer melhora nos lucros se materializar.

O segundo é o benefício direto nos lucros vindo de menores despesas financeiras. Dentro de nossa cobertura, esse efeito é mais visível em Stone e PagBank. Nossas estimativas sugerem que cada redução de 100 p.b. na Selic poderia elevar os lucros em cerca de 10% em ambas as empresas, antes de considerar qualquer repasse potencial aos clientes por meio de preços mais baixos. Isso cria uma fonte adicional de potencial de valorização além do efeito de um custo de capital próprio menor sobre o valuation.

O terceiro é uma melhora no desempenho operacional. Isso é mais difícil de antecipar, particularmente porque ainda esperamos uma desaceleração da economia brasileira mesmo com uma mudança de governo. Uma recuperação operacional mais ampla poderia, portanto, se tornar mais evidente a partir de 2028, em vez de se traduzir imediatamente em lucros mais fortes em 2027.

Dito isso, **B3 e XP se destacam como os nomes em que podemos ver mais claramente espaço para melhora operacional no próximo ano.** Um ambiente de mercado de capitais mais forte sustenta diretamente seus negócios por meio de volume de negociação, engajamento dos investidores, fluxos de recursos e emissões. Isso ajuda a explicar por que ambas tiveram desempenho superior durante a valorização e foram veículos preferidos entre os investidores locais em busca de exposição ao tema eleitoral.

Por ora, vemos a valorização refletindo principalmente taxas de desconto mais baixas. A próxima pergunta é quanto potencial de valorização adicional pode vir dos benefícios diretos de juros e, eventualmente, de tendências operacionais mais fortes. Stone e PagBank oferecem a exposição

mais clara ao primeiro ponto, enquanto B3 e XP parecem melhor posicionadas para capturar uma melhora mais antecipada na atividade do mercado de capitais.

Inter e Nubank estão entre os nomes com as TIRs mais atrativas, e vemos bom potencial de valorização mesmo após a recente valorização. Dito isso, de acordo com relatório recente da nossa equipe, ainda esperamos alguma deterioração no ciclo de crédito ao consumidor, ao qual esses nomes estão mais expostos. Além disso, os investidores avaliaram negativamente a potencial fusão ou aquisição com o Monzo, que, embora tenha sido negada pelo Nubank na última quarta-feira, criou a percepção de que a empresa pode estar disposta a alocar capital significativo para expandir na Europa.

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 um 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