

ESTRATÉGIA

Monitor de Resultados do 3T25 - Em linha com as expectativas; Desaceleração econômica mais clara

O que há de novo? Neste relatório, revisamos os resultados do 3T25 das companhias sob nossa cobertura, resumimos as principais variáveis que impactaram esses resultados e apresentamos a visão dos nossos analistas sobre as possíveis tendências para o 4T25. Resumidamente, o desempenho operacional veio alinhado com nossas estimativas (expansão de receitas em linha com a inflação, mas margem EBITDA agregada decrescente), mas o lucro veio pior na comparação anual, confirmando a desaceleração econômica esperada para este ano.

Conclusão? Receita, EBITDA e lucro líquido em linha com as nossas expectativas (+1,1%, +3,8% e +2,8%, respectivamente). Em uma base de comparação anual, vimos crescimento de 4,5% na receita, 3,5% no EBITDA mas queda de 5,1% no lucro líquido. As despesas financeiras mais elevadas com a Selic em 15% a.a. por todo o trimestre começaram a impactar as empresas de forma mais relevante. As gigantes de commodities (PETR e VALE) apresentaram resultados sólidos com evolução de 24,7% no lucro líquido na comparação trimestral (28% considerando câmbio constante), mas sem a mesma variação vista no trimestre anterior por uma base de comparação mais difícil (variação no lucro líquido de 15,6% a/a no 3T25 vs +183% a/a em 2T25). Do lado das companhias domésticas o cenário de desaceleração do lucro ficou mais claro (-13,8% a/a no 3T25 vs +5,5% a/a no 2T25). Setorialmente, 9 dos 16 setores acompanhados apresentaram expansão de lucro ano contra ano e nenhum apresentou prejuízo.

Pontos positivos? Os segmentos que se destacaram com uma combinação de performance anual positiva e números acima do esperado foram: **(i) Concessões de rodovias** – crescimento orgânico do tráfego, novas concessões integradas, eliminação/substituição de contratos não lucrativos, e expansão de margens operacionais via controle de despesas apesar do resultado final limitado pelo aumento nas despesas financeiras; **(ii) Aluguel de carros** – bom desempenho em todas as divisões, com expansão de receita via elevação de tarifas, e expansão de margem com a renovação da frota reduzindo custos de manutenção; **(iii) Construtoras** – lançamentos crescendo e impulsionando as vendas, levando a fortes ROEs; **(iv) Farmácias** – o setor apresentou bom ritmo de crescimento de vendas com ganhos de margens e **(v) Distribuição de energia** – boa disciplina de custos, preservando margens mesmo num ambiente de volume de vendas mais fraco.

Pontos negativos? Os segmentos que se destacaram negativamente com uma combinação de performances negativas e números abaixo do esperado foram: **(i) Supermercados** – foi um período marcado pela desaceleração de vendas em mesmas lojas, com queda no volume de vendas e continuidade do movimento migração de compras para produtos/marcas mais baratos; **(ii) Saneamento** – volumes e tarifas médias abaixo do esperado e pressão de margem devido a custos operacionais elevados; **(iii) Bebidas** – trimestre marcado por volumes fracos no Brasil tanto em cervejas quanto em bebidas não alcoólicas.

Cauê Pinheiro

+5511 3175 4296

caue.pinheiro@safra.com.br

Carolina Carneiro

+5511 3175 4266

carolina.carneiro@safra.com.br

Yves Adam, CFA

+5511 3175 7926

yves.adam@safra.com.br

Luana Nunes

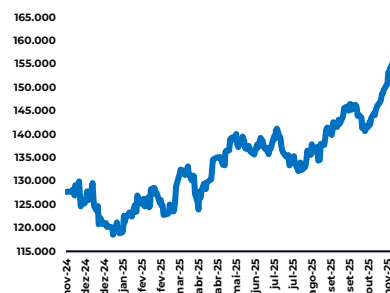
+55 11 3175 3994

luana.nunes@safra.com.br

Time de análise de crédito e renda variável do Safr

Ibovespa

Preço atual	156.992
Preço-alvo (jun-26e)	170.000
Potencial de valorização	8,29%



Fonte: Bloomberg e Safr.

Figuras 1 e 2: Destaques positivos: Concessões de rodovias, Aluguel de carros, Construção, Farmácias e Distribuição de energia

Resultado vs expectativa Safrá no 3T25 por setor				3T25 - Desempenho ano contra ano por setor			
Setor	Receita Líquida	EBITDA	Lucro Líquido	Setor	Receita Líquida	EBITDA	Lucro Líquido
Concessões	0,0%	1,4%	2,1%	Concessões	8,9%	18,6%	16,1%
Utilidades básicas	7,6%	3,2%	2,9%	Utilidades básicas	-1,9%	5,5%	-27,9%
Transportes	-0,2%	1,6%	12,0%	Transportes	6,8%	9,5%	-22,4%
TMT	0,0%	16,3%	11,5%	TMT	6,7%	8,9%	24,3%
Varejo	-0,4%	-0,7%	-14,5%	Varejo	4,4%	-0,5%	-10,6%
Petróleo e Gás	-0,1%	2,6%	27,5%	Petróleo e Gás	-3,7%	-2,1%	-20,0%
Siderurgia e mineração	1,6%	5,6%	-26,7%	Siderurgia e mineração	6,5%	19,5%	36,8%
Construtoras	0,5%	-1,2%	0,3%	Construtoras	17,0%	31,9%	34,9%
Shoppings	1,2%	1,5%	0,0%	Shoppings	10,7%	10,4%	-5,9%
Saúde	-1,3%	4,8%	21,2%	Saúde	1,0%	8,2%	32,3%
Serviços Financeiros	0,7%	-	2,5%	Serviços Financeiros	11,4%	-	1,7%
Industrial	1,3%	2,6%	1,8%	Industrial	8,6%	5,4%	-7,0%
Farmácia	-0,5%	0,5%	4,7%	Farmácia	13,7%	20,9%	20,4%
Alimentos e Bebidas	2,2%	7,2%	21,8%	Alimentos e Bebidas	11,3%	-3,0%	8,6%
Papel e Celulose	0,5%	2,8%	-41,8%	Papel e Celulose	0,6%	-12,6%	-44,0%
Educação	2,1%	3,5%	81,6%	Educação	9,2%	10,9%	112,3%
Total	1,1%	3,8%	2,8%	Total	4,5%	3,5%	-5,1%
(Ex VALE & PETR)	1,2%	4,1%	-5,5%	(Ex VALE & PETR)	5,2%	3,4%	-13,8%

Fonte: Safrá.

Analisando as palavras mais mencionadas nas teleconferências do 3T25, notamos melhora no sentimento.

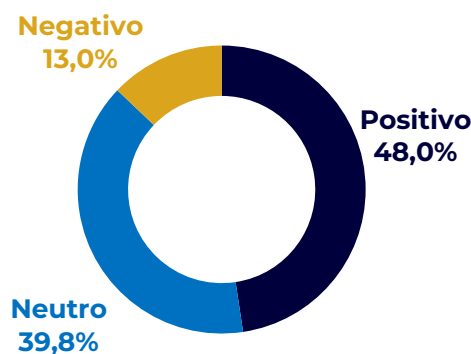
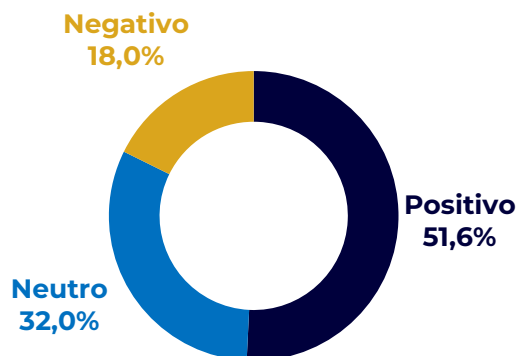
Selecionamos as palavras mais mencionadas durante as teleconferências de resultados do 3T25 das companhias sob a nossa cobertura para entendermos como o sentimento evoluiu desde o último trimestre. Com base em nossa análise, notamos um tom mais positivo por parte da administração das empresas, especialmente pela queda da utilização de termos que dizem respeito à situação macroeconômica, como “taxa de juros” e “inflação”, que, observando os dados de inflação apontando para um arrefecimento, sugerem assim que as taxas de juros podem ter chegado no pico. Dentre as palavras mais citadas que apresentaram o maior crescimento na comparação trimestral (3T25 vs. 2T25), destacamos “favorável” e “sólido”, evidenciando assim uma mensagem mais positiva para o trimestre.

Figura 3. Variação trimestral da menção de palavras (3T25 vs 2T25)

	Taxa de Juros	Inflação	Riscos	Perdas	Desafiador	Recompras	Dividendos	Sólido	Desalavancagem	Melhorar/Melhorado	Favorável
Alimentos e Bebidas	-38,5%	-41,7%	50,0%	-42,9%	-57,1%	60,0%	-31,6%	171,4%	26,5%	18,0%	-50,0%
Bens de Capital	25,0%	25,0%	-37,5%	-33,3%	-35,7%	0,0%	8,3%	-16,7%	-20,0%	-16,7%	-20,0%
Construtoras	-37,5%	-37,5%	0,0%	0,0%	23,1%	-88,9%	-22,2%	-6,7%	9,8%	-4,0%	300,0%
Educação	100,0%	100,0%	0,0%	-25,0%	0,0%	33,3%	-18,2%	157,1%	20,6%	0,6%	-40,0%
Papel e Celulose	n.a.	n.a.	0,0%	-66,7%	-66,7%	0,0%	n.a.	-80,0%	-30,0%	2,9%	0,0%
Petróleo & Gás	100,0%	200,0%	33,3%	28,6%	-54,8%	133,3%	62,1%	75,0%	14,1%	-3,1%	300,0%
Saúde	71,4%	233,3%	-25,0%	-9,1%	62,5%	60,0%	0,0%	-50,0%	-6,7%	-7,7%	0,0%
Serviços Financeiros	-24,2%	-24,2%	2,7%	-9,3%	2,6%	-54,1%	-40,7%	-31,6%	0,9%	-9,9%	-12,5%
Shoppings	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%	200,0%	-83,3%	228,6%	0,0%	22,2%	13,8%	200,0%
Siderurgia e Mineração	16,7%	16,7%	46,2%	-42,1%	77,8%	-31,3%	50,0%	70,0%	-25,9%	2,7%	283,3%
TMT	-9,1%	-9,1%	100,0%	400,0%	-100,0%	25,0%	-40,0%	-44,4%	3,7%	0,9%	100,0%
Transportes	25,0%	25,0%	142,9%	-45,0%	42,9%	-40,0%	0,0%	25,0%	20,8%	26,9%	0,0%
Utilidades Básicas	4,5%	29,4%	-18,5%	5,0%	-18,8%	200,0%	-4,2%	16,7%	-15,2%	2,5%	-60,0%
Varejo	-44,4%	-44,4%	-26,7%	68,8%	-26,9%	75,0%	5,1%	28,1%	-3,3%	-1,1%	75,0%
Total	-15,3%	-12,4%	2,8%	-3,8%	-11,5%	-13,6%	-4,9%	9,3%	-0,9%	-1,3%	25,0%

Fonte: Bloomberg e Safrá.

Viés ligeiramente mais negativo para o 4T25. Notamos um leve crescimento nas expectativas de resultados positivos em relação à que tínhamos para o 3T25, com um aumento nos resultados positivos projetados (51,6% no 4T25e vs. 48,0% no 3T25), uma queda nos resultados neutros projetados (32,0% no 4T25e vs. 38,9% no 3T25), mas uma alta mais expressiva nas expectativas de resultados negativos (18,0% no 4T25e vs. 13,0% no 3T25). O panorama para o próximo trimestre parece estar alinhado ao cenário de desaceleração econômica em curso, mas destoa do tom de melhora das teleconferências de resultados do 3T25.

Figura 4. Expectativas para o 3T25**Figura 5. Expectativas para o 4T25**

Fonte: Safrá.

O que esperar para o 4T25? Projetamos resultados positivos para os seguintes setores: **(i) Distribuição de combustíveis** – as margens devem melhorar graças a medidas recentes contra práticas competitivas desleais, além disso, as operações de açúcar e etanol da Raízen devem ter melhora sequencial nos lucros; **(ii) Mineração** – o setor deve ter suporte de preços de ouro e alumínio e margens positivas esperadas para mineração; **(iii) Distribuição de energia** – esperamos a continuidade da disciplina operacional no 4T25; **(iv) Telecomunicação e Tecnologia** – para telecomunicação acreditamos em crescimento em linha com a inflação e ganhos de margens por eficiência, enquanto em tecnologia esperamos crescimento acelerado de receita de ecommerce para LWSA, ganhos de margem e bom desempenho de receita para o negócio de gestão, com ganhos de alavancagem operacional e efeito sazonal positivo vindo do agronegócio em Techfin; **(v) Shoppings** - crescimento de vendas acima da inflação, refletindo o mix melhorado de lojistas e boas taxas de ocupação; **(vi) Farmácias** - vendas devem ser sustentadas pela forte demanda por medicamentos GLP-1 e lançamentos de novos genéricos; **(vii) Construção** – forte perspectiva para o programa Minha Casa, Minha Vida combinada com custos de construção estáveis sustentando resultados operacionais robustos e para a média/alta renda esperamos bons resultados contratados em função do crescimento de vendas com rentabilidade dos últimos trimestres e boa sinalização para vendas em outubro e início de novembro podendo levar a mais um trimestre com bons dados operacionais; e **(viii) Concessões de rodovias** – esperamos o contínuo aumento das tarifas reforçando receita, e continua melhora na eficiência da operação, com expansão de margens.

Figura 6: Visão Geral para o 3T25 por setor e por empresa

Sector	Segmentos	Empresas	Ticker	Recomendação	3T25	4T25
Alimentos e Bebidas	Bebidas	Ambev	ABEV3	Neutral	Negative	Neutral
	Frigoríficos	Minerva	BEEF3	Outperform	Positive	Neutral
	Frigoríficos	JBS	JBSS3	Outperform	Neutral	Neutral
	Frigoríficos	MBRF	MBRF3	Outperform	Positive	Neutral
Bens de Capital	Autopeças	Randon	RAPT4	Compra	Positivo	Neutro
	Autopeças	Frasle	FRAS3	Compra	Positivo	Positivo
	Autopeças	Iochpe-Maxion	MYPK3	Compra	Negativo	Negativo
	Bens industriais	Marcopolo	POMO4	Compra	Positivo	Neutro
	Bens industriais	Weg	WEGE3	Neutra	Neutro	Negativo
	Bens industriais	Embraer	ERJ	Compra	Positivo	Positivo
	Locação de pesados	Armac	ARML3	Neutra	Positivo	Positivo
	Locação de pesados	Mills	MILS3	Compra	Neutro	Neutro
	Terceirização	GPS	GGPS3	Compra	Positivo	Neutro
Construção	Baixa Renda	Cury	CURY3	Compra	Positivo	Positivo
	Baixa Renda	Direcional	DIRR3	Compra	Positivo	Positivo
	Baixa Renda	Plano & Plano	PLPL3	Compra	Negativo	Positivo
	Baixa Renda	MRV & Co	MRVE3	Neutro	Neutro	Positivo
	Baixa Renda	Tenda	TEND3	Compra	Positivo	Positivo
	Média/Alta Renda	Cyrela	CYRE3	Compra	Neutro	Positivo
	Média/Alta Renda	Lavvi	LAVV3	Compra	Positivo	Positivo
	Média/Alta Renda	Eztec	EZTC3	Compra	Positivo	Positivo
	Média/Alta Renda	Even	EVEN3	Neutro	Positivo	Neutro
E-commerce	Média/Alta Renda	Moura Dubeux	MDNE3	Compra	Positivo	Positivo
	E-commerce	Mercado Libre	MELI	Compra	Neutro	Neutro
	E-commerce	Magazine Luiza	MGLU3	Neutro	Neutro	Neutro
Educação	E-commerce	Grupo Casas Bahia	BHIA3	Venda	Negativo	Neutro
	Educação	Ânima	ANIM3	Compra	Positivo	Positivo
	Educação	Yduqs	YDUQ3	Compra	Neutro	Positivo
	Educação	Cogna	COGN3	Neutro	Positivo	Positivo
Petróleo, gás e petroquímicos	Educação	Vitru	VTRU3	Compra	Neutro	Positivo
	E&P	Petrobras	PETR4	Compra	Positivo	Positivo
	E&P	PRIO	PRIO3	Compra	Neutro	Positivo
	E&P	Brava	BRAV3	Compra	Positivo	Negativo
	E&P	PetroReconcavo	RECV3	Neutro	Negativo	Negativo
	Distribuição de Combustível	Vibra	VBBR3	Compra	Positivo	Positivo
	Distribuição de Combustível	Ultrapar	UGPA3	Neutro	Positivo	Positivo
	Distribuição de Combustível	Raízen	RAIZ4	Compra	Neutro	Positivo
	Distribuição de Combustível	Cosan	CSAN3	Compra	Neutro	Positivo
Energia Elétricas	Petroquímicas	Braskem	BRKM5	Neutro	Neutro	Neutro
	Distribuição	Energisa	ENGI1	Compra	Positivo	Positivo
	Distribuição	Equatorial	EQTL3	Compra	Positivo	Positivo
	Geração	Auren	AURE3	Neutro	Negativo	Negativo
	Geração	Eneva	ENEV3	Neutro	Positivo	Positivo
	Geração	Engie	EGIE3	Neutro	Neutro	Neutro
	Integrada	Axia Energia	AXIA3/AXIA4	Compra	Positivo	Positivo
	Integrada	Cemig	CMIG4	Neutro	Negativo	Neutro
	Integrada	Copel	CPLE3	Compra	Neutro	Neutro
	Integrada	CPFL	CPFE3	Neutro	Positivo	Positivo
	Integrada	Neoenergia	NEOE3	Neutro	Neutro	Neutro
	Transmissão	Alupar	ALUP1	Compra	Neutro	Neutro
Farmácia	Transmissão	CTEEP	TRPL4	Venda	Neutro	Neutro
	Transmissão	Taesá	TAEI1	Venda	Neutro	Neutro
	Indústria	Blau	BLAU3	Neutro	Negativo	Negativo
	Indústria	Hypera	HYPE3	Neutro	Positivo	Neutro
	Varejo	Pague Menos	PGMN3	Compra	Positivo	Positivo
Papel e Celulose	Varejo	Raia Drogasil	RADL3	Compra	Positivo	Positivo
	Varejo	Panvel	PNVL3	Compra	Positivo	Positivo
	Papel e Celulose	Suzano	SUZB3	Compra	Negativo	Negativo
	Papel e Celulose	Klabin	KLBN1	Neutro	Neutro	Negativo
	Papel e Celulose	Dexco	DXCO3	Compra	Neutro	Positivo

Fonte: Safrá.

Figura 7: Visão Geral para o 3T25 por setor e por empresa

Setor	Segmentos	Empresas	Ticker	Recomendação	3T25	4T25
Saneamento	Saneamento	Copasa	CSMG3	Neutro	Negativo	Neutro
	Saneamento	Sabesp	SBSP3	Compra	Negativo	Positivo
	Saneamento	Sanepar	SAPR11	Neutro	Negativo	Neutro
Saúde	Saúde	Rede D'OR	RDOR3	Neutro	Positivo	Positivo
	Saúde	Hapvida	HAPV3	Neutro	Negativo	Negativo
	Saúde	Odontoprev	ODPV3	Neutro	Neutro	Neutro
	Saúde	Fleury	FLRY3	Compra	Positivo	Neutro
	Saúde	Dasa	DASA3	Neutro	Positivo	Positivo
	Saúde	Qualicorp	QUAL3	Compra	Positivo	Positivo
	Saúde	Mater Dei	MATD3	Neutro	Positivo	Neutro
	Saúde	Oncoclínicas	ONCO3	Venda	Negativo	Negativo
	Saúde	Viveo	VVEO3	Venda	Neutro	Neutro
Serviços Financeiros	Bancos brasileiros	Itaú	ITUB4	Compra	Neutro	Positivo
	Bancos brasileiros	Itaúsa	ITSA4	Compra	Neutro	Neutro
	Bancos brasileiros	Bradesco	BBDC4	Compra	Neutro	Positivo
	Bancos brasileiros	Nu Holdings	NU	Neutro	Positivo	Positivo
	Bancos brasileiros	Banco do Brasil	BBAS3	Neutro	Negativo	Negativo
	Bancos brasileiros	Inter&Co	INTR	Compra	Negativo	Negativo
	Bancos brasileiros	Santander	SANB11	Neutro	Positivo	Neutro
	Bancos latino-americanos	Banorte	BNORTEC	Compra	Negativo	Positivo
	Bancos latino-americanos	Credicorp	BAP	Compra	Neutro	Positivo
	Bancos latino-americanos	Grupo Cibest	CIB	Neutro	Positivo	Positivo
	Bancos latino-americanos	Banco de Chile	BCH	Neutro	Neutro	Neutro
	Bancos latino-americanos	Galica	GGAL	Neutro	TBD	Negativo
	Mercado de Capitais	BTG Pactual	BPAC11	Compra	Positivo	Positivo
	Mercado de Capitais	B3	B3SA3	Compra	Neutro	Neutro
	Pagamentos	XP	XP	Neutro	TBD	Negativo
	Seguros	Stone	STNE	Neutro	Neutro	Neutro
	Seguros	Pagbank	PAGS	Neutro	Positivo	Neutro
	Seguros	Porto	PSSA3	Compra	Neutro	Neutro
	Seguros	BB Seguridade	BBSE3	Compra	Positivo	Positivo
	Seguros	Caixa Seguridade	CXSE3	Compra	Positivo	Positivo
	Seguros	IRB	IRBR3	Neutro	Negativo	Neutro
Shoppings e Propriedades	Propriedades	Log CP	LOGG3	Compra	Neutro	Neutro
	Shoppings	Allos	ALOS3	Compra	Positivo	Positivo
	Shoppings	Iguatemi	IGTI11	Compra	Positivo	Positivo
	Shoppings	Multiplan	MULT3	Compra	Neutro	Positivo
Siderurgia e Mineração	Mineração	Vale	VALE3	Compra	Positivo	Positivo
	Mineração	Aura	AURA33	Compra	Positivo	Positivo
	Mineração	CSN Mineração	CMIN3	Neutro	Neutro	Neutro
	Mineração	CBA	CBAV3	Neutro	Positivo	Positivo
	Siderurgia	Gerdau	GGBR4	Compra	Positivo	Negativo
	Siderurgia	Usiminas	USIM5	Neutro	Neutro	Negativo
	Siderurgia	CSN	CSNA3	Venda	Negativo	Neutro
TMT	Tecnologia	TOTVS	TOTS3	Neutro	Positivo	Positivo
	Tecnologia	Locaweb	LWSA3	Neutro	Positivo	Positivo
	Telecomunicações	Telefônica Brasil	VIVT3	Compra	Positivo	Positivo
	Telecomunicações	TIM Brasil	TIMS3	Compra	Positivo	Positivo
	Telecomunicações	America Movil	AMX	Neutro	Neutro	Positivo
Transportes	Infraestrutura	Ecorodovias	ECOR3	Neutro	Positivo	Neutro
	Infraestrutura	Motiva	MOTV3	Compra	Positivo	Positivo
	Infraestrutura	Rumo	RAIL3	Compra	Negativo	Negativo
	Locação	Localiza	RENT3	Compra	Positivo	Positivo
	Locação	Movida	MOVI3	Neutro	Positivo	Positivo
	Locação	Vamos	VAMO3	Compra	Negativo	Negativo
	Logística	JSL	JSLG3	Compra	Neutro	Neutro
	Logística	Simpar	SIMH3	Neutro	Negativo	Neutro

Fonte: Safrá.

Figura 8: Visão Geral para o 3T25 por setor e por empresa

Setor	Segmentos	Empresas	Ticker	Recomendação	3T25	4T25
Varejo Alimentar	Varejo Alimentar	Assaí	ASAI3	Neutro	Negativo	Negativo
	Varejo Alimentar	Grupo Mateus	GMAT3	Neutro	Negativo	Negativo
	Varejo Alimentar	GPA Brasil	PCAR3	Venda	Negativo	Negativo
Varejo Geral	Varejo Geral	Smartfit	SMFT3	Compra	Neutro	Positivo
	Varejo Geral	Natura&Co	NATU3	Neutro	Negativo	Negativo
Vestuário, calçados e joias	Luxo Acessível	AZZAS 2154	AZZA3	Neutro	Negativo	Negativo
	Luxo Acessível	Vivara	VIVA3	Neutro	Positivo	Positivo
	Popular	Lojas Renner	LREN3	Compra	Negativo	Positivo
	Popular	Guararapes	GUAR3	Compra	Positivo	Positivo
	Popular	C&A	CEAB3	Compra	Positivo	Positivo
	Popular	Grupo SBF	SBFG3	Neutro	Neutro	Positivo
	Popular	Alpargatas	ALPA4	Neutro	Positivo	Positivo
Gestão de resíduos	Gestão de resíduos	Orizon	ORVR3	Compra	Positivo	Positivo

Fonte: Safrá.

Figura 9: Resumo do 3T25 por setor e por empresa

Setores	Segmentos	Comentários
Alimentos e Bebidas	Ambev	A Ambev apresentou resultados mistos, com volumes fracos em Brazil Beer e NAB Brasil. Por outro lado, a margem EBITDA ajustada registrou expansão a/a. As condições macroeconômicas seguem desafiadoras na maior parte das operações da Ambev, com destaque para o desempenho fraco no Brasil, impactado por condições climáticas desfavoráveis. Além disso, o ambiente do segmento Brazil Beer continua altamente competitivo. Para os próximos trimestres, esperamos menor pressão tanto do clima quanto do ambiente competitivo (com redução nos diferenciais de preços), com perspectivas mais favoráveis para 2026, impulsionadas por bases de comparação mais fáceis e pelo efeito positivo esperado da Copa do Mundo.
	Frigoríficos	Resultados acima do esperado para o segmento de carne bovina no trimestre. Nos EUA, o cenário para o setor de carne bovina segue difícil, com preços de gado elevados pressionando as margens dos frigoríficos e impactando negativamente a JBS e a MBRF (apesar da melhora sequencial). Por outro lado, o desempenho de bovinos no Brasil e na Austrália surpreenderam positivamente, impulsionado pela forte demanda global, beneficiando JBS, MBRF e Minerva. No segmento de aves e suínos, o mercado de aves dos EUA permanece resiliente, enquanto as margens da JBS em suínos deterioraram, surpreendendo negativamente, apesar do sólido crescimento da receita. No Brasil, Seara e BRF foram impactadas pelas restrições de exportação relacionadas ao caso de gripe aviária, embora o mercado doméstico continue sólido para aves e suínos. Para os próximos trimestres, esperamos margens sazonalmente mais fracas no segmento de carne bovina nos EUA, parcialmente compensadas pela forte demanda global por proteínas e pela melhora nos spreads de frango e suínos (especialmente no Brasil).
Bens de Capital	Autopeças	A Frasle apresentou resultados ligeiramente positivos no 3T25. A receita cresceu 36% a/a, impulsionada principalmente pela integração da Dacomsa. Excluindo esse efeito, o crescimento orgânico foi modesto, de 2% a/a, refletindo demanda mais fraca por veículos pesados no Brasil e nos EUA. A margem EBITDA ajustada atingiu sólidos 19,1%, uma alta de 25bps a/a, beneficiada pelo bom desempenho das subsidiárias e por efeitos contábeis favoráveis da Argentina. O lucro líquido cresceu 21% a/a, ficando acima das estimativas, embora tenha sido beneficiado por uma menor alíquota de imposto, que compensou o maior resultado financeiro relacionado à aquisição da Dacomsa. A Randoncorp apresentou melhora sequencial no 3T25. A receita aumentou 10% a/a para BRL 3,44 bi, impulsionada pelo crescimento inorgânico no exterior. Excluindo aquisições, a receita teria caído 5% a/a, pressionada por volumes fracos em Reboques e Autopeças. A reestruturação operacional ajudou na recuperação das margens, e a margem EBITDA ajustada ficou em 13,9% (-122bps a/a, mas +288bps t/t) e acima do consenso. As margens de Reboques se recuperaram, enquanto as margens de Autopeças permaneceu sob pressão. O lucro líquido caiu 81% a/a, mas se recuperou de um prejuízo no 2T25, embora ainda tenha ficado abaixo das expectativas. A Lochpe-Maxion reportou um 3T25 mais fraco. A receita caiu 4,5% a/a, principalmente devido à forte queda nas vendas na América do Norte, refletindo a desaceleração do mercado de veículos pesados. Isso foi parcialmente compensado por um aumento na receita europeia, apoiada pelo bom desempenho em todas as linhas de negócio. Custos de reestruturação e menores volumes pressionaram a rentabilidade, e a margem EBITDA registrou 9,5% (queda de 157bps a/a, mas em linha com nossa estimativa). Apesar de uma alíquota de imposto significativamente menor, de 5%, o lucro líquido caiu 68% a/a para BRL 35 mi.
	Locação de pesados	A Mills apresentou desempenho positivo no 3T25, com aumento de 15% a/a na receita, apoiada pelo crescimento em Veículos Pesados, Intralogística e Formas & Escoramento, além da aquisição da Next. No entanto, o segmento de Plataformas Aéreas apresentou desempenho abaixo do esperado devido ao aumento da concorrência e à demanda regional mais fraca. A rentabilidade permaneceu sólida, com margem EBITDA ajustada de 52,7% (+530bps a/a), impulsionada por ganhos de eficiência e significativa expansão de margem em Formas & Escoramento. O lucro líquido caiu 5% a/a para BRL 67 mi, impactado por maiores despesas financeiras e tributárias. A Armac apresentou melhora na rentabilidade no 3T25. A receita ficou estável a/a, mas subiu 10% t/t, refletindo recuperação após desmobilizações de contratos no início do ano. O EBITDA atingiu BRL 198 mi, com expansão da margem de 62bps a/a para 40,1%, beneficiada por operações de locação mais fortes. A margem da divisão de locação saltou para 50,3% (+654bps a/a), impulsionada pelos esforços de reestruturação. Apesar desses ganhos, o lucro líquido caiu 37% a/a, pressionado por maiores despesas financeiras e de depreciação.
	Indústria	A Embraer apresentou resultados sólidos no 3T25, com crescimento de 18% a/a na receita, sustentado por desempenhos fortes em todas as unidades de negócio. Apesar de um impacto de USD 17 mi devido às tarifas dos EUA e maiores custos logísticos, o EBIT ajustado subiu 17% a/a, mantendo uma margem estável de 8,6%. O lucro líquido caiu para USD 117 mi devido à base de comparação difícil devido os recursos relacionados à Boeing no ano passado. A WEG apresentou resultados neutros no 3T25. A receita cresceu 4% a/a, ligeiramente abaixo das expectativas, impactada por demanda doméstica mais fraca e efeitos cambiais. A margem EBITDA de 22,2% apresentou queda de 41bps a/a, mas ficou ligeiramente acima do consenso, beneficiada por um mix de produtos favorável. Por fim, o lucro líquido subiu 4,5% a/a para BRL 1,65 bi, ajudado por uma alíquota de imposto menor, enquanto o retorno sobre o capital investido caiu para 32,4% devido ao aumento dos investimentos. A Marcopolo reportou resultados ligeiramente positivos no 3T25. A receita atingiu BRL 2,5 bi, registrando alta de 8% a/a, impulsionada por um aumento de 49% nas vendas internacionais, que compensou uma queda de 15% nos volumes domésticos. O EBITDA ajustado subiu 14,3% a/a para BRL 491 mi, e a margem melhorou 104bps para 19,6%, sustentada por um mix melhor e pela força das exportações. O lucro líquido caiu 1,8% a/a devido a impactos não recorrentes, mas o lucro líquido ajustado ficou em BRL 377 mi, representando uma alta de 12% a/a.
	Terceirização	A GPS apresentou um resultado positivo no 3T25. A receita cresceu 8% a/a para BRL 4,46 bi, ligeiramente acima das expectativas, impulsionada pelo forte crescimento orgânico proveniente de novos contratos (+10% a/a), apesar da pressão de preços em um ambiente mais competitivo. O crescimento inorgânico foi mais fraco (-3% a/a) devido à menor atividade de fusões e aquisições. A implementação de novos contratos causou uma elevação nos custos, pressionando a margem EBITDA, que caiu 36bps a/a para 10,3%, abaixo do consenso. Por fim, o lucro líquido subiu 6% a/a para BRL 157 mi, embora tenha ficado 10% abaixo das estimativas, impactado pelo aumento das despesas financeiras, parcialmente compensado por uma menor alíquota efetiva de imposto.

Fonte: Safrá.

Figura 10: Resumo do 3T25 por setor e por empresa

Setores	Segmentos	Comentários
Construtoras	Baixa Renda	A forte perspectiva para o programa Minha Casa, Minha Vida (MCMV) continuou sustentando resultados operacionais robustos, levando a uma expansão total de +23% a/a na receita bruta, que, combinada a uma perspectiva favorável para margem – os custos de construção permanecem estáveis apesar da maior pressão de mão de obra –, impulsionou uma expansão de aproximadamente 1,2 p.p. na margem bruta a/a (+2,0 p.p. ex PLPL). Cury e Direcional continuaram liderando, com os níveis mais altos de margem bruta do setor, impulsionando uma expansão média de +40% a/a no lucro líquido. A Tenda apresentou um trimestre sólido devido ao bom desempenho de suas principais operações e à melhora no fluxo de caixa, compensando o resultado mais fraco da Alea. A MRV também manteve a trajetória de recuperação nas operações brasileiras, com melhora nos resultados. Em contrapartida, a Plano & Plano apresentou um trimestre mais fraco, conforme esperado, atribuído ao atraso no reconhecimento de receita devido ao ciclo de construção mais longo e às maiores despesas operacionais.
	Média/ Alta Renda	As construtoras de média/alta renda apresentaram resultados trimestrais sólidos, apesar dos desafios macroeconômicos. Os lançamentos e as vendas em nosso universo de cobertura aumentaram 45% e 11%, respectivamente, impulsionando a expansão da receita da maior parte das companhias. Eztec e Even lideraram o ranking, registrando a maior expansão do retorno sobre patrimônio líquido (crescimento de cerca de 6,7 p.p. a/a). A Lavvi também apresentou resultados sólidos, com um retorno sobre patrimônio líquido de 27% e um rendimento inesperado de 5%. A Moura Dubeux também reportou uma forte expansão de 32% no lucro líquido, beneficiada por margens melhores do que o esperado na divisão de condomínios. Por fim, a Cyrela apresentou um trimestre neutro, com receita abaixo do esperado, compensada por um rendimento de FCL anualizado de 14%, impulsionado ainda mais pela venda de ações da CURY3.
E-commerce	E-commerce	E-commerce. No e-commerce, as vendas próprias (IP) e de lojas físicas (B&M) continuaram sendo impactadas negativamente pelo cenário macroeconômico desafiador, apesar dos números positivos de vendas das mesmas lojas (SSS) registrados no 3T, impulsionados por bases de comparação favoráveis. O volume bruto de mercadorias de terceiros continuou crescendo, visto que as companhias conseguiram melhorar as margens e a geração de caixa (com exceção de BHIA, que consumiu BRL 1,3 bi em caixa nos últimos 12 meses, excluindo BRL 1,6 bi da conversão de dívida em ações). MELI apresentou resultados mistos, com lucro líquido abaixo do esperado, mas com forte ritmo de crescimento. O destaque do trimestre foi a expansão da operação de cartões de crédito do Mercado Pago (lucro líquido praticamente estável t/t). MGLU apresentou números em linha com as expectativas, mas o destaque foi a geração de fluxo de caixa de BRL 100 mi após as despesas de capital nos últimos 12 meses, excluindo o pagamento de dividendos de BRL 100 mi no período. No entanto, o cenário macroeconômico competitivo e desafiador reforça nossa postura cautelosa em relação à companhia. Em relação à Casas Bahia, podemos observar o processo de recuperação dando frutos nos próximos trimestres, visto que a companhia manteve seus níveis históricos de margem bruta e EBITDA. Contudo, a queima de caixa (-BRL 1,3 mi nos últimos 12 meses, incluindo BRL 1,6 bi em créditos tributários) continua sendo uma preocupação, representando um desafio para a companhia reverter seu prejuízo líquido. Em termos de perspectivas, MELI deve continuar crescendo em ritmo sólido, combinando ganhos de margem com geração de fluxo de caixa. Vale ressaltar também que a expansão da operação de cartões de crédito do Mercado Pago é uma ótima notícia. No entanto, é importante observar que alguma volatilidade na margem EBIT pode ocorrer em alguns trimestres devido aos seguintes fatores: (i) despesas com PDD; (ii) abertura de novos centros de distribuição; e (iii) campanhas comerciais que oferecem frete grátis ou cupons para impulsionar a migração do offline para o online, que é fundamental para sustentar o excelente ritmo de crescimento da companhia (acima de 30% a/a). O 4T25 deverá ser mais difícil para MGLU vs. o 4T24 devido a um cenário macroeconômico mais desafiador, apesar da estrutura operacional mais enxuta e da melhor dinâmica de fluxo de caixa. Por fim, monitoraremos de perto a dinâmica de fluxo de caixa de BHIA e a capacidade da companhia de converter seu EBITDA aprimorado em caixa, o que não tem ocorrido recentemente. Essa é nossa principal fonte de preocupação em relação à ação.
Educação	Educação	A Ânima apresentou resultados fortes, sustentados por fundamentos mais robustos em todo o portfólio. A unidade presencial avançou para a estabilização da base de alunos, com melhora nas captações e queda contínua da evasão, enquanto a Inspirali manteve sua alta rentabilidade. Essa combinação levou a uma margem consolidada acima das nossas estimativas e do consenso. É importante destacar que a geração de fluxo de caixa livre foi sólida, atingindo BRL 299 mi (alta de 4% a/a), principalmente devido à melhor execução operacional. A Yduqs reportou resultados operacionais em linha, apoiados principalmente por uma captação muito forte no segmento presencial, impulsionada pelo bom desempenho da modalidade semipresencial. No lado dos custos, apesar de alguma pressão na margem bruta, as despesas de vendas, gerais e administrativas apresentaram melhora significativa, especialmente nas despesas com provisão para devedores duvidosos, compensando os gastos não recorrentes relacionados à reestruturação do corpo docente e da estrutura administrativa. No resultado final, porém, o lucro líquido ajustado ficou abaixo das nossas projeções, principalmente devido ao desempenho do resultado financeiro. A Cogna apresentou números sólidos no 3T25, liderados pela Kroton. Um ciclo saudável de captação e preços mais robustos, além de um mix de matrícula mais favorável, impulsionaram o crescimento da receita e elevaram o EBITDA consolidado. Vasta e Saber também registraram crescimento de receita ano contra ano, embora com menor contribuição. Abaixo do EBITDA, menores despesas financeiras e gestão ativa de passivos apoiaram a desalavancagem, enquanto o fluxo de caixa livre foi robusto e em linha com as expectativas do mercado, atingindo BRL 277 mi (rendimento de 4,1%). Por fim, a Vitru apresentou bons resultados, com leve surpresa positiva no EBITDA, crescimento de receita na faixa de um dígito médio e expansão da margem EBITDA, impulsionada principalmente pela redução das despesas de vendas, gerais e administrativas com menores gastos de marketing. Além disso, os resultados financeiros líquidos vieram melhores do que o esperado, com impostos positivos, levando o lucro líquido ajustado a superar nossas estimativas e o consenso. Por último, o fluxo de caixa livre também foi positivo devido à menor necessidade de capital de giro.

Fonte: Safrá.

Figura 11: Resumo do 3T25 por setor e por empresa

Setores	Segmentos	Comentários
Energia Elétrica	Distribuição	Os custos operacionais permaneceram bem controlados nas principais distribuidoras, compensando o impacto de volumes de vendas mais fracos devido às temperaturas mais amenas. Energisa, Equatorial, Copel e CPFL continuaram se destacando pela disciplina de custos, o que ajudou a sustentar as margens apesar da menor demanda no mercado cativo. As taxas de inadimplência melhoraram ainda mais no setor, enquanto a alavancagem permaneceu estável. Olhando à frente, esperamos a continuidade dessa tendência no 4T, com a geração distribuída pressionando os volumes de vendas para baixo. Também acreditamos que CPFL e Copel podem anunciar os maiores dividendos no segmento.
	Geração	O ambiente para renováveis foi desafiador no 3T, já que os efeitos dos eventos curtailment e GSF pesaram nos resultados da maioria dos players. A Auren apresentou resultados fracos, devido ao alto curtailment e menores margens, apesar de alguns ganhos de sinergia com a integração de ativos. A Engie também enfrentou pressões de custos e maior curtailment, parcialmente compensados pelo início de operação de novos ativos renováveis. A Eneva se destacou positivamente, apoiada pelo forte despacho térmico no complexo Parnaíba, ganhos com vendas de gás no polo de Sergipe, integração de novos ativos e bom controle de custos. A Axia apresentou desempenho operacional resiliente, com resultados sustentados pela estratégia positiva de comercialização de energia, por ajustes de receita na divisão de transmissão, pela gestão sólida de custos e pelo anúncio inesperado de dividendos. Olhando à frente, o segmento de renováveis deve permanecer pressionado devido aos níveis contínuos de curtailment. Também esperamos continuidade do despacho térmico, o que deve ajudar os níveis dos reservatórios em uma estação chuvosa mais seca e manter os preços de energia em patamares mais altos. Além disso, acreditamos que a Axia poderá anunciar uma distribuição adicional de dividendos no 4T.
	Transmissão	Os resultados no segmento de transmissão foram, em geral, sólidos e em linha com as expectativas, favorecidos pelo início de novos projetos (Pitiguari e melhorias em Novatrans) e pelos reajustes tarifários anuais, parcialmente compensados pela queda nos recebíveis de RBSE (já considerada em nossos modelos). A Taesa apresentou resultados operacionais estáveis, com crescimento do EBITDA impulsionado pelas atualizações tarifárias. O foco da Isa Energia permanece na expansão de suas concessões por meio de reforços e melhorias, enquanto gerencia o fim dos recebíveis de RBSE nos próximos anos. A Alupar também reportou desempenho consistente, com EBITDA regulatório estável e contribuições do início das operações de novas linhas de transmissão e do ativo TNE. Para o 4T, esperamos resultados sem surpresas, mas as companhias podem anunciar dividendos e juros sobre capital próprio.
Farmácia	Farmácia	Farmacêutica (Varejo e Indústria). Os varejistas farmacêuticos apresentaram resultados positivos no 3T. O destaque foi RADL, que registrou o segundo trimestre consecutivo de sólido crescimento nas vendas, recuperação da margem EBITDA (margem estável após pressão de 100 p.b. no 1T e 33 p.b. no 2T) e geração de fluxo de caixa. PGMN e PNVL registraram um ritmo de crescimento razoável (+18% a/a e +11% a/a, respectivamente), combinado com ganhos de margem. No entanto, PGMN foi impactada negativamente por uma piora na dinâmica de fluxo de caixa, que deve ser resolvida no 4T. No setor, o 3T foi o primeiro trimestre livre de dificuldades relacionadas à reestruturação para HYPE, o que resultou em melhores resultados devido a bases de comparação mais fáceis. O capital de giro como percentual das vendas encerrou o trimestre em 30% vs. 54% no 3T de 2024. No entanto, as vendas ao consumidor final (sell-out) continuaram abaixo do desempenho do mercado. Monitoraremos dois indicadores específicos nos próximos trimestres: (i) ciclo de caixa, para avaliar se os ajustes permanecem em vigor e, conseqüentemente, se a dívida líquida diminuiu; e (ii) o desempenho de vendas. Quanto à Blau, a companhia apresentou um resultado abaixo das expectativas, o que reforça nossa visão cautelosa, principalmente em relação ao seu nível de margem no médio e longo prazos. Em relação às perspectivas, continuamos esperando um crescimento saudável no setor. Além disso, o 3T25 foi mais um trimestre em que os resultados comprovaram a capacidade das companhias listadas de compensar a pressão do cenário competitivo acirrado para HPC. Continuamos esperando um sólido desempenho de vendas em virtude do aumento da demanda por GLP-1 e dos novos lançamentos de genéricos no 2S26.
Gestão de resíduos	Gestão de resíduos	A Orizon apresentou resultados sólidos, beneficiados por maiores volumes de vendas, melhoria nos preços e crescimento do volume nas operações de aterro. O EBITDA se expandiu com ganhos de eficiência e a consolidação de novos ativos. Olhando para a frente, espera-se que a Orizon continue explorando expansões brownfield e novos projetos greenfield para sustentar o crescimento e melhorar a escala. Para o 4T, esperamos que a empresa venda créditos de carbono adicionais e possivelmente anuncie aquisições (conforme os sinais da administração em sua teleconferência).

Fonte: Safrá.

Figura 12: Resumo do 3T25 por setor e por empresa

Setores	Segmentos	Comentários
Papel e Celulose	Papel e Celulose	Suzano, Klabin, CMPC e Dexco apresentaram resultados neutros ou negativos. Os resultados operacionais da Suzano ficaram 3% acima da nossa estimativa, mas a ausência de notícias sobre aumentos de preços para os próximos meses contribuiu para o desempenho fraco da ação. Esperamos resultados mais fracos no 4T25, já que os preços de celulose devem trazer pouco alívio, o EBITDA de papel deve cair e espera-se que o BRL se fortaleça, além de termos uma visão mista sobre o custo caixa por tonelada de celulose vendida. Os embarques de celulose podem cair devido a mais paradas de manutenção em comparação com o 3T, quando não houve nenhuma parada de manutenção. Os preços de BHKP na China podem não mudar muito em USD, já que o preço médio realizado no 3T25 de USD 524/t está ligeiramente abaixo dos USD 533/t na China. Acreditamos que os custos, excluindo manutenção, devem cair sequencialmente no 4T, mas provavelmente aumentarão se incluirmos os custos de manutenção. Os resultados de papel devem cair devido à sazonalidade. Questionamos se a Suzano conseguirá manter seu guidance de capex para o ano, o que implica uma queda significativa t/t. O EBITDA da Klabin (excluindo BRL 80 mi em venda de terras) ficou 3% acima das nossas estimativas e o FCL veio bem acima do esperado. Temos uma visão cautelosa para os resultados da Klabin no 4T25 devido à demanda sazonalmente mais fraca, paradas de manutenção em Ortigueira e Correia Pinto (BRL 190 mi–BRL 200 mi) e um BRL mais forte. Por enquanto, esperamos alívio limitado dos preços de celulose e papel nos próximos resultados. Como esperado, a alavancagem da Klabin continuou caindo. Além disso, um BRL potencialmente mais forte e FCL positivo devem sustentar outra queda no 4T. O EBITDA da Dexco ficou 1% acima da nossa estimativa. Os resultados da Deca vieram melhores do que o esperado, com preços realizados mais altos, enquanto os resultados de Madeira ficaram em linha com nossa expectativa e os de Revestimentos vieram piores do que o esperado, devido a preços realizados mais baixos. O FCL ficou bem acima da nossa estimativa. Para o próximo trimestre, estamos otimistas em relação aos resultados de Madeira, pois acreditamos que os preços realizados irão aumentar, a demanda permanecerá sólida e o BRL mais forte proporcionará algum alívio nos custos — com espaço para aumento nas vendas de madeira para terceiros, o que não ocorreu no 3T. Em relação à Deca, queremos mais detalhes sobre a evolução dos resultados após um trimestre forte. Para Revestimentos, continuamos esperando condições desafiadoras, com incerteza quanto ao retorno ou não do EBITDA ao território positivo. Continuamos defendendo a necessidade de venda de ativos para reduzir dívida e despesas financeiras, possibilitando que a Dexco gere um FCL mais relevante.
	Distribuição de Combustível	As distribuidoras de combustíveis apresentaram crescimento sequencial de EBITDA no 3T25, impulsionado principalmente pela expansão das margens. Essa melhora reflete uma janela fechada para importações de diesel, perdas mínimas ou inexistentes de estoque e volumes sazonalmente mais altos. Olhando para o 4T25, a perspectiva continua favorável. Embora os volumes possam enfraquecer devido a fatores sazonais, as margens podem continuar se recuperando, apoiadas por medidas recentes voltadas para coibir práticas competitivas desleais. Para as operações de açúcar e etanol da Raízen, espera-se melhora sequencial nos resultados no 4T25 (3T26 da safra), já que os embarques de açúcar e etanol próprios devem se concentrar na segunda metade da safra, sustentando margens mais fortes. A Cosan pode ter um trimestre melhor pela frente. O recente aumento de capital de BRL 10,5 bi deve apoiar uma melhora nos indicadores de alavancagem, oferecendo à companhia maior flexibilidade na gestão de sua estrutura financeira. Operacionalmente, o desempenho entre as subsidiárias deve variar. A Raízen pode apresentar alguma melhora sequencial, enquanto a Compass deve manter sua entrega consistente de resultados sólidos. Por outro lado, a Rumo pode reportar um trimestre fraco.
Petróleo, gás e petroquímicos	E&P	As empresas de E&P apresentaram resultados mistos no 3T25, impulsionados por tendências divergentes de produção. O desempenho variou amplamente, indo de fraco a sólido, em meio a diversos fatores. A Petrobras foi o principal destaque, beneficiada por volumes robustos de produção, fortes vendas de derivados de petróleo e melhoria nas margens. A PRIO apresentou crescimento significativo de EBITDA, embora sobre uma base de comparação fácil. A Brava, apesar de uma leve contração do EBITDA, manteve sua trajetória de crescimento de produção, o que sustentou uma geração de caixa mais forte e a continuidade da desalavancagem. Por outro lado, a PetroReconcavo apresentou o desempenho mais fraco, já que a menor produção e os maiores custos de lifting mais do que compensaram o benefício dos preços mais altos do Brent. Olhando à frente, o 4T25 permanece incerto, com a tendência de queda do Brent. Esperamos dinamismo positivo na produção da PRIO, enquanto a Petrobras deve manter os níveis de produção vistos no 3T, embora as vendas de derivados devam cair sequencialmente devido a fatores sazonais.
	Petroquímicas	A Braskem apresentou crescimento acentuado do EBITDA ajustado trimestre contra trimestre, embora sobre uma base de comparação fraca. Os números fortes do 3T25 refletem principalmente o desempenho superior do segmento Brasil, que mais do que compensou os resultados mais fracos do México e EUA & Europa. No entanto, isso não foi suficiente para evitar a deterioração da alavancagem, que passou de 10,6x para 14,8x. Por outro lado, o acordo de BRL 1,2 bi com o Estado de Alagoas reduziu incertezas jurídicas. Olhando para o 4T25, mantemos uma visão cautelosa, já que os volumes devem diminuir devido a fatores sazonais, enquanto a trajetória para os spreads permanece incerta.
Saneamento	Água e Esgoto	O setor apresentou resultados mistos no trimestre. A Sabesp reportou bons resultados operacionais, apoiados por bom controle de custos, reconhecimento de ativos financeiros e reversões de provisões para inadimplência, que compensaram o impacto do menor consumo devido às temperaturas mais amenas. O desempenho da Copasa foi mais fraco, com margens pressionadas por maiores custos operacionais, apesar dos reajustes tarifários abaixo do esperado. A Sanepar apresentou custos acima da nossa expectativa, mas crescimento decente de volumes. Também destacamos que a companhia não reconheceu as provisões relacionadas a recebíveis judiciais. Olhando à frente, espera-se que a Sabesp continue avançando em suas iniciativas de eficiência e reestruturação. Quanto à Copasa, a conclusão do processo de privatização deve ser o destaque e direcionar os próximos passos da companhia. A Sanepar deve priorizar uma gestão mais rigorosa de custos para melhorar as margens. Esperamos potenciais anúncios de dividendos por parte da Copasa e da Sanepar.

Fonte: Safrá.

Figura 13: Resumo do 3T25 por setor e por empresa

Setores	Segmentos	Comentários
Saúde	Diagnósticos e outros	Fleury apresentou resultados fortes, mas amplamente em linha com nossas estimativas, tanto na receita quanto no lucro. A receita foi positivamente impactada por um calendário favorável e pelo desempenho robusto da marca, liderado pelo segmento B2C e pela marca Fleury. Embora a margem bruta tenha sofrido alguma pressão, a execução disciplinada das despesas de vendas, gerais e administrativas, combinada com a alavancagem operacional, manteve a margem EBITDA estável em relação ao ano anterior. A Dasa mostrou tendências de melhora tanto na unidade de Diagnósticos quanto no resultado consolidado, com avanços relevantes na alavancagem. A Qualicorp apresentou um resultado ainda fraco, mas com sinais consistentes de que a base de beneficiários pode se estabilizar nos próximos trimestres. Por fim, a Viveo teve um trimestre fraco, caracterizado pelo retorno ao crescimento da receita líquida, uma recuperação modesta da margem bruta e geração positiva de caixa (apenas ligeiramente positiva se excluirmos a antecipação de recebíveis).
	Hospitais e oncologia	A Rede D'Or apresentou um conjunto sólido de resultados, com o lucro por ação acima das nossas estimativas e do consenso. A divisão de hospitais superou nossa projeção de EBITDA graças a uma receita mais forte, enquanto a SulAmérica também nos surpreendeu positivamente devido à melhora na sinistralidade ante as expectativas. Assim, continuamos observando avanços consistentes nessa linha, sustentados por aumentos eficazes de preços e controle disciplinado de custos, fatores que devem continuar beneficiando a sinistralidade. A Mater Dei entregou bons resultados, apoiados pela estabilização do crescimento nos hospitais mais maduros e pelo avanço contínuo das unidades de Nova Lima e Salvador. Essas tendências impulsionaram a receita e geraram eficiências de custo, resultando em ganhos significativos de margem quando excluimos o ativo do Grupo Porto Dias (GPD). Além disso, a Dasa apresentou resultados operacionais mistos: tanto a receita líquida quanto o EBITDA ajustado ficaram ligeiramente abaixo das nossas projeções, embora as áreas de Diagnósticos e Hospitais & Oncologia tenham continuado a registrar ganhos graduais de margem ano a ano. Em contrapartida, o lucro líquido ajustado superou significativamente nossas estimativas e o consenso, impulsionado por uma contribuição mais forte da Rede Américas e menores despesas financeiras. Os resultados da Oncoclínicas foram fortemente distorcidos por itens não recorrentes resultantes de decisões passadas equivocadas. Os números melhoraram e, excluindo o impacto dos hospitais (segmento do qual a companhia está saindo), o resultado foi ainda melhor, mostrando que o negócio principal pode ter se estabilizado. No balanço, o aumento de capital de BRL 1,4 bi aprovado após o encerramento do trimestre levará a alavancagem pro forma para 3,0x.
	Operadores de saúde	A Hapvida apresentou um 3T25 fraco e com ruído, com resultados significativamente abaixo das expectativas e fortemente impactados por itens não recorrentes. O mercado já esperava um trimestre mais fraco, devido à maior sazonalidade, maior utilização e à expansão da rede própria. O crescimento orgânico foi fraco, enquanto o EBITDA ajustado ficou bem abaixo das nossas estimativas e do consenso, principalmente por conta do aumento do MLR e das provisões do SUS. A SulAmérica (RDOR3) registrou mais uma rodada de melhora no MLR e adições líquidas sólidas. Para frente, esperamos uma desaceleração nas melhorias do MLR. No segmento odontológico, a Odontoprev apresentou resultados mais fracos, principalmente devido a um DLR mais baixo no segmento individual, o que compensou um desempenho impressionante e positivo nas adições líquidas.
Serviços Financeiros	Bancos	Resultados mistos. Nubank se destacou positivamente, com forte lucro bruto favorecido por receitas sólidas e volume baixo de provisões. Santander Brasil superou as expectativas devido a uma alíquota de imposto mais baixa e menores despesas operacionais, o que compensou tendências fracas na margem financeira. Tanto Itaú Unibanco quanto Bradesco apresentaram números saudáveis de receita e despesas operacionais, amplamente em linha com as expectativas do mercado. Inter apresentou sólido crescimento de portfólio, mas os resultados reforçaram que o consenso para 2026 pode estar esticado. Por fim, Banco do Brasil decepcionou, com queda acentuada no lucro ante o ano anterior, já que as provisões dispararam e o guidance foi revisado para baixo em meio a desafios persistentes no segmento rural.
	Bancos latino-americanos	Resultados mistos. Grupo Cibest apresentou forte desempenho, com melhorias estruturais no custo de captação e no custo de risco, o que impulsionou revisões para cima nas projeções para 2025. Credicorp entregou resultados amplamente em linha com as expectativas, apoiados por uma modesta surpresa positiva nas provisões e forte tração na Yapa. Banco do Chile revisou para cima suas projeções de retorno sobre capital alocado, apesar da ausência de impulsionadores de receita no curto prazo. Os números do Banorte ficaram abaixo das expectativas, já que maiores provisões pressionaram o custo de risco e levaram a uma revisão para baixo na projeção de lucro líquido, apesar da proposta de dividendo extraordinário.
	Mercado de Capitais	Positivo. BTG Pactual entregou mais um trimestre forte, com um desempenho acima das expectativas em todos os determinantes da receita, especialmente em IB, S&T e juros e outros, reforçando a solidez de seu ecossistema diversificado e apoiando outra rodada de revisões no lucro. Enquanto isso, a B3 apresentou resultados amplamente em linha com as expectativas, com uma leve surpresa positiva da receita proveniente de renda fixa e Data Analytics e da dinâmica diligente de despesas operacionais.
	Pagamentos	Resultados mistos. Pag Bank apresentou surpresa positiva devido às expectativas muito baixas, com o desempenho impulsionado por menores despesas operacionais, enquanto revisões nas projeções e novas nomeações na equipe de gestão reforçaram a ambição de acelerar o crescimento do crédito. Enquanto isso, Stone apresentou resultados amplamente em linha com as expectativas, já que ganhos de eficiência e expansão do ecossistema bancário compensaram a desaceleração de volumes e o aumento dos custos de captação, deixando poucos catalisadores no curto prazo.
	Seguradoras	Majoritariamente neutro. A BB Seguridade superou as estimativas, impulsionada por maior receita financeira na Brasilprev e maiores contribuições previdenciárias, reforçando as perspectivas de dividendos atrativos no curto prazo. Os resultados da Caixa Seguridade ficaram amplamente em linha com as expectativas, com uma modesta surpresa positiva na receita financeira e de consórcios e números operacionais majoritariamente estáveis. Os números da Porto ficaram em linha com as expectativas, com a surpresa positiva na receita financeira compensando o desempenho mais fraco em saúde e operações bancárias. Por fim, a IRB Re decepcionou com queda sequencial nos lucros, já que maiores índices de retrocessão pressionaram os resultados de subscrição, apesar da melhora contínua na solvência.

Fonte: Safrá.

Figura 14: Resumo do 3T25 por setor e por empresa

Setores	Segmentos	Comentários
Shoppings e Propriedades	Propriedades	Mais uma vez, a Log CP apresentou métricas operacionais sólidas. A companhia se beneficiou de aluguéis mais altos e menores taxas de vacância, já que os 45.000 m ² de área bruta locável entregues no trimestre já estavam previamente alugados. A Log também avançou nas renegociações de seus contratos antigos, já tendo renegociado 33% dos contratos elegíveis para reajuste de preço. Ainda assim, o elevado encargo financeiro resultou em uma geração interna de caixa tímida de BRL 13 mi proveniente das atividades de locação.
	Shoppings	Apesar dos desafios macroeconômicos, as três operadoras de shoppings listadas apresentaram um crescimento médio de +7% a/a nas vendas, refletindo a melhoria no mix de lojistas e o aumento das taxas de ocupação. A alta do IGP, que reajusta os contratos de aluguel das companhias, contribuiu para uma expansão total de 12% na receita bruta. Por outro lado, Multiplan e Iguatemi registraram uma contração média de ~5% no AFFOPS devido à pressão nos resultados financeiros advinda do maior nível de alavancagem em um cenário de juros elevados. A Allos apresentou uma sólida expansão de ~9% no AFFOPS, além de anunciar uma projeção positiva para 2026, com redução de investimentos e maior distribuição de dividendos.
Siderurgia e Mineração	Alumínio	Os resultados operacionais da CBA no 3T25 ficaram 9% acima da nossa projeção, já que embarques maiores do que o esperado e menores custos (COGS) de alumínio mais do que compensaram os preços realizados abaixo do esperado. O EBITDA de Energia foi pior do que esperávamos, assim como os resultados em Níquel. Esperamos melhora nos resultados da CBA no 4T25, apoiada por preços mais altos de alumínio e uma potencial redução de custos, o que deve mais do que compensar a valorização do BRL por enquanto. Pelo lado positivo, os índices-chave de desempenho de alumínio melhoraram no comparativo trimestral e devem continuar avançando à medida que os problemas na refinaria de alumina se dissiparem. Por fim, esperamos alavancagem estável no 4T, já que o menor EBITDA dos últimos 12 meses pode compensar o efeito de marcação a mercado da dívida líquida denominada em dólar diante de um BRL mais forte.
	Minério de Ferro	A Vale reportou resultados 5% acima das nossas estimativas. O EBITDA de Iron Ore Solutions e Energy Transition Metals acima da nossa expectativa foi parcialmente compensado por um impacto mais negativo das despesas alocadas ao EBITDA de "Outros". Acreditamos que os resultados da Vale no 3T25 irão aumentar sequencialmente no 4T25, beneficiados por maiores vendas de minério de ferro e menor CI. As perspectivas para preços realizados permanecem construtivas até o momento, já que os preços do minério de ferro estão 1% acima da média do 3T25. O EBITDA da CSN Mineração ficou 13% acima da nossa projeção. Para o 4T25, temos uma visão mista sobre os resultados de minério de ferro devido à tendência dos volumes de vendas, e esperamos uma contribuição menos positiva dos preços provisórios.
	Ouro	Os resultados da Aura no 3T25 ficaram em linha com nossas expectativas. Esperamos resultados melhores no 4T25 devido aos maiores preços e volumes de ouro. Com base em um aumento do preço do ouro para USD 4.096/oz no acumulado do trimestre e pressupondo que todas as demais variáveis seguirão constantes, o EBITDA do 4T seria de USD 198 mi (+30% t/t), podendo ultrapassar USD 200 milhões dependendo da aceleração de Borborema.
	Siderurgia	Os resultados do setor de aço no Brasil foram mistos. Os resultados operacionais da Gerdau ficaram em linha com nossas estimativas, mas a ação subiu após a divulgação do resultado devido à perspectiva positiva para a América do Norte no 4T. Os resultados do Brasil e da América do Norte vieram alinhados com nossas projeções, enquanto os da América do Sul vieram mais fortes do que o esperado. Apesar do ponto de partida sólido para as margens nos EUA, destacamos que a sazonalidade pode pesar sobre o desempenho no 4T. No Brasil, as margens ficaram abaixo das nossas expectativas, e estamos cautelosos quanto a uma nova queda no 4T25 devido à sazonalidade e à atividade mais fraca, enquanto os preços devem trazer alívio limitado. Por outro lado, custos mais baixos (COGS/t) devido ao BRL mais forte e o EBITDA adicional advindo da expansão de HRC devem ajudar. Quanto ao FCF, esperamos que os números positivos continuem no 4T25. Os resultados da Usiminas ficaram em linha com nossas estimativas, mas o FCL veio bem acima do esperado. A companhia indicou um EBITDA estável no segmento de Aço no 4T25, já que menores embarques serão compensados por menores custos (COGS/t), enquanto os preços devem permanecer estáveis. No segmento de Mineração, os volumes de vendas devem ser ligeiramente menores no comparativo trimestral. Não esperamos que o FCL se mantenha nos níveis do 3T, dado que o capex deve crescer e haverá menor liberação de capital de giro. Os resultados da CSN vieram 12% acima da nossa expectativa, devido aos melhores resultados nos segmentos de Mineração, Cimento e Logística, que compensaram os números ligeiramente mais fracos do que o esperado em Aço e Energia. No entanto, o FCL ficou abaixo das nossas expectativas, que já eram negativas. Estamos preocupados com os resultados dessa divisão no 4T25, pois o alívio limitado nos preços e embarques potencialmente menores podem ofuscar a queda nos custos caixa das mercadorias vendidas (COGS/t).
TMT	Tecnologia	Em relação às principais companhias de tecnologia no Brasil, tanto a TOTVS quanto a LWSA apresentaram resultados positivos. A TOTVS registrou números sólidos, com o desempenho acima do esperado das unidades de Gestão e Techfin compensando os resultados mais fracos da RD Station, enquanto o crescimento da receita recorrente e a expansão da margem reforçaram a qualidade e a resiliência do modelo central focado em ERP. Para a LWSA, embora os números reportados tenham sido impactados por itens extraordinários ligados à venda da Squid e à descontinuação do portfólio corporativo da Nextios, em termos ajustados, a receita e o EBITDA ficaram amplamente em linha com nossas estimativas. O lucro líquido ajustado ficou acima da nossa projeção e do consenso, impulsionado por itens não recorrentes mais altos do que o esperado no trimestre, incluindo um resultado financeiro melhor, ajustes de impostos diferidos, revisões de pagamentos contingentes, amortização de intangíveis de alocação do preço de compra (PPA) e remuneração baseada em ações.
	Telecom	Telefônica Brasil (Vivo) apresentou um trimestre sólido, apesar das bases de comparação desfavoráveis para a receita de serviços móveis (MSR). A receita de serviços cresceu 6,5% a/a e o EBITDA aumentou 9% a/a, com a margem expandindo quase 1 p.p. para 43,4%, impulsionada por ganhos de eficiência e desempenho resiliente nos serviços fixos. A TIM também apresentou um padrão semelhante, com EBITDA subindo 7,2% a/a, superando o crescimento da receita de 4,5% a/a, devido a ganhos de eficiência e controle de custos (vale ressaltar que as despesas foram menores do que a inflação no trimestre). Por fim, no setor de Telecomunicações, a América Móvil também reportou números positivos no trimestre, com o bom desempenho no Brasil e na Colômbia compensando amplamente as tendências mais fracas no México.

Fonte: Safrá.

Figura 15: Resumo do 3T25 por setor e por empresa

Setores	Segmentos	Comentários
Transportes	Infraestrutura	A Ecorodovias apresentou desempenho sólido no 3T25, beneficiado pelo forte crescimento orgânico do tráfego e pela contribuição das concessões recentemente integradas, o que impulsionou o EBITDA ajustado em 23% a/a e ampliou a margem. No entanto, as maiores despesas financeiras líquidas (+34% a/a), devido ao aumento da alavancagem, limitaram o crescimento do resultado líquido. A Motiva também apresentou resultados positivos, com avanço de 16% a/a no EBITDA e ganhos de margem em todos os segmentos, mas a lucratividade foi parcialmente ofuscada por um aumento de 28% a/a nas despesas financeiras, em meio a níveis mais altos de endividamento. Por fim, a Rumo reportou resultado negativo, pressionado pela queda de 6,3% a/a na tarifa consolidada para BRL 152/000 RTK, ficando 3,2% abaixo da nossa estimativa. Além disso, as despesas financeiras líquidas dispararam 45,5% a/a e pressionaram ainda mais os lucros. Consequentemente, o lucro líquido ajustado caiu 12,2% a/a para BRL 697 mi, em linha com nossa estimativa e com o consenso.
	Locação	As locadoras apresentaram resultados mistos no 3T25. A Localiza entregou resultado operacional sólido, com lucro líquido ajustado de BRL 871 mi, superando as estimativas em 10,5%, beneficiada pelo crescimento da receita de locação decorrente de ajustes tarifários. O retorno sobre capital investido aumentou 150 p.b. a/a para 15,4%, embora tenha sido parcialmente compensado pelo maior custo da dívida (10,1% vs. 8,4% no 3T24). A Movida apresentou desempenho robusto, impulsionado pela forte execução nas divisões RAC e GTF e por aumentos de preços em todos os segmentos, o que sustentou o crescimento do EBITDA e uma expansão de 620 p.b. a/a na margem, mas o lucro líquido foi pressionado por um aumento de 33,8% a/a nas despesas financeiras. A Vamos reportou resultado negativo, já que a margem EBITDA contraiu fortemente em 1.200 p.b. a/a para 58,5%, devido a um mix de receita menos rentável, volume ainda alto de retomadas de ativos e aumento de custos, enquanto o resultado líquido caiu 73% a/a com a escalada das despesas financeiras.
	Logística	As empresas de logística apresentaram desempenho misto no 3T25. A JSL teve desempenho misto, já que a boa margem operacional foi ofuscada por maiores despesas financeiras líquidas. A Simpar apresentou resultado negativo, pois o forte desempenho da Movida foi compensado por números mais fracos da Vamos, enquanto as maiores despesas financeiras levaram a um prejuízo líquido ajustado de BRL 161 mi, ante um lucro de BRL 35 mi no 3T24.
Varejo Alimentar	Varejo Alimentar	Varejo de Alimentos. O trimestre foi marcado pela desaceleração nas vendas das mesmas lojas (SSS), apesar da alta inflação de alimentos (+6,6% a/a), devido ao impacto do cenário macroeconômico no consumo. Consequentemente, observamos um volume de vendas mais baixo, combinado com a continuidade da redução de preços neste trimestre. O segmento de atacarejo da GMAT apresentou o pior desempenho em termos de crescimento (+0,9% SSS) pela sexta vez desde o 4T21, mas agora combinado com uma pressão de quase 30 p.b. na margem EBITDA. A melhora no ciclo de caixa (-11 dias a/a) foi o destaque do trimestre, o que também manteve a alavancagem em um nível saudável. ASAI também apresentou crescimento de vendas fraco, explicado principalmente pela expansão da presença geográfica (novas lojas e/ou conversões de lojas), visto que as vendas de mesmas lojas cresceram +0,1% no trimestre. No entanto, a companhia manteve a expansão de sua margem EBITDA (+24 p.b. a/a) em função da melhora na margem bruta. Monitoraremos o crescimento nas vendas de mesmas lojas, a evolução da margem EBITDA e a alavancagem nos próximos trimestres. Com relação a PCAR, observamos um desempenho operacional estável apesar do cenário mais desafiador, mas a queima de caixa continua sendo nossa principal preocupação. Em relação às perspectivas, não esperamos grandes mudanças no cenário atual, mas ficaremos atentos as seguintes pontos: (i) a estratégia de desalavancagem de ASAI (dívida líquida/EBITDA de 3,1x no 3T25 vs. 2,6x em 2025); (ii) a evolução da recuperação de PCAR; e (iii) a melhora da margem e do capital de giro de GMAT.
Varejo Geral	Varejo Geral	A Smart Fit manteve sua tendência atual e apresentou outro conjunto consistente de resultados. A expansão de 28% a/a na receita destaca a assertividade da política de preços, a execução do plano de expansão e a capacidade de retenção de clientes da companhia. Além disso, continuou aumentando a rentabilidade (aumento da margem EBITDA de +100 p.b. a/a), apesar do ritmo agressivo de abertura de lojas. A divisão "Outros países" foi o destaque do trimestre, crescendo 35% a/a e aumentando a rentabilidade, já que sua margem bruta superou a média da companhia. Olhando à frente, esperamos que a Smart Fit continue entregando níveis semelhantes de crescimento — e o processo de maturação das novas lojas deve ser um forte impulsionador da expansão de margem. Em relação à Natura, o 3T25 foi negativo, já que a divisão Avon LatAm continua apresentando desempenho fraco (-13% a/a em moeda constante) e a companhia ainda está sendo fortemente impactada por custos "não recorrentes" de transformação. No total, os custos "não recorrentes" de transformação tiveram um impacto de BRL 100 mi na rentabilidade. Além disso, a Natura Brasil apresentou forte desaceleração nas vendas no trimestre, resultando em uma leve contração de 0,2% a/a. A companhia também continua operando com alavancagem elevada, que subiu para 2,9x dívida líquida/EBITDA, ante 1,5x no 3T24. Como o fraco desempenho da Natura LatAm no Brasil foi amplamente impulsionado pelas condições macroeconômicas, a visibilidade sobre uma possível recuperação permanece baixa. Além disso, as iniciativas para reverter a contração da Avon devem surtir efeito apenas no 1S26.

Fonte: Safrá.

Figura 16: Resumo do 3T25 por setor e por empresa

Setores	Segmentos	Comentários
Vestuário, Calçados e Jóias	Luxo acessível	A Vivara reportou resultados positivos. A companhia continuou apresentando melhorias expressivas na comparação anual. A receita cresceu na casa dos dois dígitos (+18% a/a), ainda impulsionada pela categoria Life, que manteve um desempenho excepcional. Além disso, a companhia apresentou forte expansão da margem bruta, impulsionada por melhor precificação e mix, bem como ganhos de eficiência na fábrica (+440 p.b. a/a). Embora a companhia deva continuar entregando forte rentabilidade, apoiada por expansão orgânica de margem e uma base de comparação mais fácil no 2S25, estamos cautelosos quanto a uma possível desaceleração nas vendas da coleção Life devido ao cenário macro mais difícil. Em relação à AZZAS, a receita continuou desacelerando devido ao fraco desempenho das divisões “Basics” e “Shoes and Bags”, levando a companhia a reportar contração de 2% a/a nas vendas líquidas. Além disso, a perda de alavancagem operacional não resultou em melhoria na eficiência de despesas, apesar de uma base de comparação favorável, já que despesas relacionadas à fusão pesaram sobre a rentabilidade do 3T24. Projetamos que o crescimento da receita continue abaixo do esperado nos próximos trimestres, o que deve continuar pesando sobre a alavancagem operacional e ofuscar os ganhos de sinergia.
	Popular	No 3T25, os varejistas de vestuário enfrentaram um cenário desafiador devido à volatilidade climática. Temperaturas mais frias do que o esperado reduziram a demanda pelas novas coleções de primavera/verão, enquanto os estoques de inverno já haviam sido liquidados, impossibilitando às empresas reagir às condições de temperatura. Lojas Renner apresentou o menor crescimento de vendas de mesmas lojas (SSS) em vestuário, de 3,3%, enquanto C&A e Guararapes conseguiram navegar melhor pelos ventos contrários, registrando SSS de 8,1% e 7,3%, respectivamente. Em relação à rentabilidade, Renner também foi a única varejista de vestuário a apresentar compressão de margem – queda na margem EBITDA de 40 p.b. a/a – enquanto suas concorrentes C&A e Guararapes ainda conseguiram aumentar a eficiência, apesar da perda de alavancagem operacional. Nas divisões financeiras, as três companhias continuaram apresentando resultados positivos, já que a redução na inadimplência e em perdas de crédito compensaram os efeitos negativos sobre as receitas de uma política de crédito mais conservadora. Dito isso, a Midway continuou se destacando, conseguindo registrar crescimento de 8% a/a na carteira de crédito e, ao mesmo tempo, reduzir a taxa de inadimplência de empréstimos com mais de 90 dias de atraso em 210 p.b. a/a (suas concorrentes apresentaram carteiras estáveis ou em contração). A visibilidade sobre as vendas do 4T25 permanece limitada devido à concentração das compras em datas festivas. No entanto, esperamos que as empresas de vestuário apresentem melhora sequencial, beneficiadas por níveis saudáveis de estoque e condições climáticas mais favoráveis. A Alpargatas apresentou um 3T25 positivo. Apesar da contração nos volumes da divisão doméstica, a companhia conseguiu aumentar as vendas impulsionada pelo ticket médio e por uma forte expansão da rentabilidade. A rentabilidade aumentou significativamente tanto na divisão doméstica quanto na internacional, beneficiada por um estoque renovado após baixas contábeis em 2024, bem como pelo controle disciplinado de custos e despesas. Os volumes domésticos caíram 3% a/a, enquanto os volumes internacionais aumentaram 7% a/a. A companhia conseguiu expandir a margem EBITDA em quase 1000 p.b. a/a, superando nossa expectativa. Embora a companhia continue apresentando sólidos ganhos de rentabilidade, espera-se que os volumes permaneçam estáveis no 4T25 devido a uma demanda mais fraca, tanto no Brasil, devido ao cenário macroeconômico desafiador, quanto internacionalmente, já que a alta temporada de verão ainda não começou. Em relação ao Grupo SBF, o resultado veio melhor do que o esperado (embora em um trimestre fraco). As vendas aceleraram a/a, com a Física mantendo o dinamismo de crescimento positivo, enquanto as lojas Centauro se beneficiaram de melhorias recentes no nível de serviço. Dito isso, a rentabilidade

Fonte: Safrá.

Declarações gerais

1. Este relatório foi preparado e distribuído por Safr Wealth Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. ("Safr Corretora"), subsidiária do Banco Safr S.A., empresa regulada pela Comissão de Valores Mobiliários ("CVM").
2. Este relatório tem caráter meramente informativo e não constitui oferta de compra ou de venda de títulos ou valores mobiliários ou de instrumentos financeiros de quaisquer espécies ou de participação em qualquer estratégia de negociação. As informações expressas neste documento são obtidas de fontes públicas disponíveis até a data da sua elaboração pela equipe de Análise da Safr Corretora e são consideradas seguras.
3. A Safr Corretora ou quaisquer de suas afiliadas não garantem, expressa ou implicitamente, a completude, confiabilidade ou exatidão de tais informações, nem este relatório pretende ser uma base de dados e informações completa ou resumida sobre os títulos ou valores mobiliários, instrumentos financeiros, mercados ou produtos aqui referidos.
4. A Safr Corretora não tem obrigação de atualizar, modificar ou alterar este relatório, tampouco tem a obrigação de comunicar o leitor deste relatório a respeito de tais eventuais atualizações, modificações ou alterações, salvo quando deixar de cobrir quaisquer das empresas analisadas neste relatório.
5. As opiniões, estimativas, informações e projeções aqui expressas constituem a opinião do analista no momento em que emitiu o presente relatório e podem ser alteradas sem qualquer aviso. Preços e disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações, independentemente de qualquer aviso.
6. Os instrumentos discutidos neste relatório podem não ser adequados a todos os investidores. Este relatório não considera objetivos de investimento, situação financeira e patrimonial ou interesses particulares de qualquer investidor. Os investidores devem obter ou realizar uma análise independente, considerando sua situação financeira e seus objetivos de investimento antes de tomar uma decisão de investimento. Investimentos em títulos e valores mobiliários envolvem riscos, razão pela qual não há garantia de rentabilidade ou lucratividade de qualquer espécie.
7. Os resultados obtidos com investimento em instrumentos financeiros podem variar, e seu preço ou valor pode subir ou descer, direta ou indiretamente.
8. Desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. A Safr Corretora ou qualquer empresa do Grupo Safr não pode ser responsabilizada por danos diretos, indiretos, consequentes, reivindicações, custos, perdas ou despesas decorrentes da decisão de investimento em títulos e valores mobiliários, esteja tal decisão lastreada ou não nas recomendações expressas neste relatório. Os riscos em investimentos dessa natureza podem implicar, conforme o caso, a perda integral do capital investido ou, ainda, a necessidade de aporte suplementar de recursos.
9. Nenhuma parte deste documento poderá ser reproduzida, distribuída ou copiada, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o prévio consentimento por escrito da Safr Corretora. Informações adicionais relativas às companhias ora analisadas neste relatório poderão ser prestadas mediante solicitação da empresa.

Declarações do analista

1. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração do presente relatório declara(m) que as opiniões expressas neste relatório refletem única e exclusivamente sua opinião pessoal a respeito de todos os emissores e valores mobiliários aqui analisados e que este relatório foi produzido de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Safr Corretora e/ou ao Banco Safr. Considerando que as opiniões pessoais dos analistas de investimentos podem divergir, a Safr Corretora e/ou o Banco Safr e/ou quaisquer de suas afiliadas podem ter publicado ou vir a publicar outros relatórios que cheguem a conclusões diferentes das aqui contidas.
2. A remuneração do(s) analista(s) de valores mobiliários é baseada na receita total da Safr Corretora, sendo parte desta proveniente das atividades relacionadas ao banco de investimento. Desta forma, assim como a remuneração de todos os colaboradores da Safr Corretora, de suas subsidiárias e afiliadas, a remuneração dos analistas é impactada pela rentabilidade global dessas empresas e pode estar indiretamente relacionada a este relatório. No entanto, o(s) analista(s) responsável(is) por este relatório declara(m) que nenhuma parte de sua remuneração esteve, está ou estará direta ou indiretamente relacionada a qualquer recomendação ou opinião específica contida aqui ou vinculada à precificação de quaisquer dos ativos aqui discutidos.

Declarações adicionais

	1	2	3	4
Analista				
1.	O(s) analista(s) de valores mobiliários envolvido(s) na preparação deste relatório possui(em) vínculo com pessoa natural que trabalha para os emissores mencionados no relatório.			
2.	O(a) cônjuge ou parceiro(a) do(s) analista(s) de valores mobiliários detém, direta ou indiretamente, por conta própria ou de terceiros, títulos ou valores mobiliários objeto do relatório.			
3.	O(s) analista(s) de valores mobiliários, seu(sua) cônjuge ou companheiro(a) estão direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação dos valores mobiliários discutidos neste relatório.			
4.	O(s) analista(s) de valores mobiliários, seu(sua) respectivo(a) cônjuge ou companheiro(a) possui, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação aos emitentes dos valores mobiliários analisados.			

INFORMAÇÕES IMPORTANTES SOBRE O SAFRA

A Safr Corretora, suas controladas, seus controladores ou suas sociedades sob controle comum declaram que têm interesses financeiros e/ou comerciais relevantes e/ou recebem remuneração por serviços prestados às empresas ou aos fundos:

Agropecuária Maggi Ltda., Alfa Holdings S.A., Alianza Trust Renda Imobiliária FII - 7ª Emissão, Amaggi Exportação e Importação Ltda., Ambiental Metrosul Concessionária de Saneamento SPE S.A., Antônio Venâncio da Silva Empreendimentos Imobiliários Ltda., Armarinhos Fernando Ltda., Ártemis FII - 2ª Emissão, ARX Dover Recebíveis FII - 3ª Emissão, Atacadão S.A., AZ Quest Panorama Log FII - 2ª Emissão, B3 S.A. Brasil, Bolsa, Balcão, Banco Alfa de Investimento S.A., Banco CNH Industrial Capital S.A., Banco GM S.A., Bocaína Infra FIC FI Infra RF CP - 5ª Emissão, BPG Av Mofarrej Empreendimentos e Participações S.A., BRF S.A., BRZ Infra FIC FI - 1ª Emissão, Banco BTG Pactual, Caixa Seguridade Participações S.A., Cantu Store S.A., Carrefour Comércio e Indústria Ltda. , CashMe S.A., CCR AutoBan, Cemig Distribuição S.A., Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobras, Centrais Elétricas do Norte do Brasil S.A., Cereal Comércio Exportação e Representação Agropecuária S.A., Cerradinho Bioenergia S.A., Cimed & CO. S.A., Cloudwalk Instituição de Pagamento e Serviços Ltda., Companhia Catarinense de Águas e Saneamento – CASAN, Companhia de Saneamento Básico de São Paulo - SABESP, Companhia de Saneamento de Minas Gerais, Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista - CTEEP, Companhia Hidro Elétrica São Francisco, Companhia Pernambucana de Gás - COPERGÁS, Companhia Riograndense de Saneamento, Concessionária do VLT Carioca S.A., Consórcio Alfa de Administração S.A., Construtora Baggio Ltda., Cooperativa Regional de Cafeicultores em Guaxupé Ltda. Cooxupé, Copel Distribuição S.A., Copel Geração e Transmissão S.A., Copérnico Comercializadora de Energia Ltda., Copérnico Energias Renováveis S.A., Cordeiro Fios e Cabos Elétricos Ltda., Companhia Piratininga de Força e Luz S.A., CPV Energia FII Responsabilidade Limitada - 2ª Emissão, Cruzeiro do Sul Educacional S.A., Cury Construtora e Incorporadora S.A., Cyrela Brazil Realty S.A. , Cyrela Crédito Fundo de Investimento Imobiliário, Diagnósticos da América S.A., Direcional Engenharia S.A., EDP São Paulo Distribuição de Energia S.A., Eletronorte, Eletrozema S.A., Empresa Brasileira de Loteamentos Ltda. - EMBRALOT, Energisa S.A., Engie Brasil Energia S.A., Equatorial Pará

Distribuidora de Energia S.A., Equatorial Participações e Investimentos IV S.A., ETF Buena Vista Neos Bitcoin High Income - 1ª Emissão, ETF II Buena Vista, ETF Investo Bitcoin, ETF Investo Renda Fixa, ETF QR CME CF Solana Dollar Reference Rate, Eucatex Indústria e Comércio Ltda., Exes FII - 4ª Emissão, Fazenda Pioneira Empreendimentos Agrícolas S.A., FII Capitânia Shoppings - 4ª Emissão, FII Invista Brazilian Business Park - 2ª Emissão, FII REC Fundo de CRI Cotas Amortizáveis - 1ª Emissão, Financeira Alfa S.A., Forma Certa Soluções Gráficas Ltda., Frigol S.A., GDM Genética S.A., Gestora de Inteligência de Crédito S.A., GLP Capital Partners Gestão de Recursos e Administração Imobiliária Ltda., Grupo Cereal S.A., Guardian Real Estate FII - 6ª Emissão, Hashdex Momentum ETF, Hedge Brasil Logístico Industrial - 5ª Emissão, Hedge Recebíveis - 6ª Emissão, HSI Malls FII - 4ª Emissão, Huma Capital Ltda., Icatu Vanguarda GRU Logístico FII - 1ª emissão, Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A., In-Haus Servicos Industriais e Logística S.A., Inter Amerra Fiagro Imobiliário - 2ª Emissão, Inter Infra FIC Renda Fixa - 3ª Emissão, Inter Oportunidade Imobiliária FII - 1ª Emissão, JBS S.A., JHSF Participações S.A., JiveMauá Bossanova FIC FI-Infra - 1ª Emissão, JS Crédito Estruturado, Kinea Agro Income USD FIAGRO - 1ª Emissão, Kinea Rendimentos Imobiliários - 11ª Emissão, Kinea Securities FII - 5ª Emissão, Lar Cooperativa Agroindustrial, Lawi Empreendimentos Imobiliários S.A., Life Capital Partners FII - 6ª Emissão, Localiza Rent a Car S.A., Log Commercial Properties e Participações S.A., LOGCP Inter FII - 4ª Emissão, Lojas Belian Moda Ltda., Lucca Incorporações e Participações S.A., Maha Energy Finance SARL, Manati Capital Hedge Fund FII - 5ª Emissão, Marfrig Global Foods S.A., Maxi Renda FII - 10ª Emissão, Melnick Desenvolvimento Imobiliário S.A., Minas Mineração Ltda., Moura Dubeux Engenharia e Empreendimentos Ltda., MRS Logística S.A., MRV Engenharia e Participações S.A., Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., Navi Infra FIP IE - 1ª Emissão, Nex Crédito Fiagro Imobiliário - 2ª Emissão, Nortis Incorporadora e Construtora S.A., Open K Ativos e Recebíveis Imobiliários FII - 7ª Emissão, Oryx Bonds Conversíveis EUA ETF, Parsan S.A., Parshop Participações Ltda., Patria Crédito Infra Renda FIC FI- Infra - 1ª Emissão, Patria Recebíveis Imobiliários FII - 10ª Emissão, Patria Renda Urbana FII RL Unica - 5ª Emissão, Paulista Praia Hotel S.A., Petróleo Brasileiro S.A., Plano & Plano Desenvolvimento Imobiliário S.A., Prati, Donaduzzi & Cia Ltda., Quartz Real Estate Development Mult FII - 1ª Emissão, RB Capital Infraestrutura FIC FI-Infra - 1ª Emissão, RB Investimentos Multiestratégia - 1ª Emissão, Rec Master CRI FII - 1ª Emissão, REC Multiestratégia Fundo de Investimento Imobiliário - 1ª Emissão, RIFF FIC FI - Infra - 1ª emissão, Rio Bravo ESG IS FIC FI Infra RF CP - 3ª Emissão, Rojemac Importação e Exportação Ltda., Santos Brasil Participações S.A., São Martinho S.A., Seara Alimentos LTDA, Sendas Distribuidora S.A., SLC Agrícola S.A., SLC Máquinas Ltda., Smart Real Estate FII - 2ª Emissão, Sociedade Beneficiente Israelita Brasileira Hospital Albert Einstein, Sparta FIAGRO - 3ª Emissão, Sparta Fiagro - 4ª Emissão, Sparta Infra CDI FI FIC Infra - 5ª Emissão, Suno Energias Limpas - 3ª Emissão, Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. - TAESA, Tanac S.A., Tenax RFA Incentivado - 1ª Emissão, TG Renda Urbana FII - 1ª Emissão, Tigre S.A. Participações, TJK Renda Imobiliária FII - 2ª Emissão, TRX Hedge Fund FII - 1ª Emissão, TRX Real Estate FII - 11ª Emissão, Union Agro S.A., Usina Vale do Tijuco, V.Tal - Rede Neutra de Telecomunicacoes S.A., Vale S.A., Valora CRI CDI FII - 8ª Emissão, Valora CRI CDI FII - 9ª Emissão, Valora Debêntures INC FIC FI-Infra - 1ª Emissão, Vectis Gestão de Recursos Ltda., Vectis Securities FII - 1ª Emissão, Vera Cruz Agropecuária Ltda., Vera Cruz CRI Residencial High Grade - 1ª Emissão, Viação Piracicabana S.A., WHG Real Estate - 3ª Emissão, YVY Capital FIC Infra RF - 1ª Emissão, Zagros Multiestratégia FII - 2ª Emissão.