

Comentário do mês

Nesta carta, gostaríamos de explorar como o cenário que se abriu com as eleições no Brasil pode ter um impacto positivo relevante sobre o valor das empresas que acompanhamos. O canal principal é o custo de capital: poucas variáveis têm tanto peso sobre o valor de uma empresa, e a possibilidade de uma queda estrutural do juro no país muda essa conta. Nas próximas páginas, explicamos como esse efeito chega aos nossos modelos, onde ele aparece na nossa carteira e por que, ao lado do ciclo global de inteligência artificial, enxergamos dois vetores de valor relevantes e pouco correlacionados para os próximos anos.

Brasil: uma janela rara

O primeiro turno abriu a possibilidade de uma configuração política que consideramos rara no Brasil: um Executivo e um Congresso alinhados em torno de uma agenda econômica liberal. Flávio Bolsonaro terminou o primeiro turno com 47,03% dos votos válidos, contra 45,16% de Lula. No Legislativo, o PL terá a maior bancada nas duas Casas a partir de 2027: 121 deputados e 28 senadores.

Mais importante do que o tamanho do PL, porém, é o bloco que se forma ao seu redor. Somado aos demais partidos de direita e centro-direita, como Novo, PP, União Brasil, entre outros, esse bloco terá maioria no Senado e chega perto da maioria absoluta na Câmara. É essa combinação que dá relevância ao momento: em caso de vitória de Flávio Bolsonaro, o novo governo teria, desde o início, uma base com tamanho para sustentar reformas estruturais.

Esse bloco poderia destravar avanços importantes em duas frentes. No campo fiscal, abriria espaço para uma agenda que combine a venda de ativos, por meio de privatizações e concessões, com um ajuste estrutural do orçamento, revendo a rigidez dos gastos obrigatórios, que hoje respondem pela grande maioria da despesa federal e limitam a capacidade de ajuste do governo.

No campo da produtividade, a pauta é tornar o país mais simples para quem produz: menos burocracia para abrir e tocar um negócio, regras mais claras e estáveis e leis que deem segurança a quem investe. São mudanças menos visíveis do que as fiscais, mas que, ao longo do tempo, sustentam um crescimento econômico maior.

Antes de continuarmos, é de extrema importância ressaltar que nada está definido. O segundo turno acontece no dia 25 de outubro, e mesmo uma vitória não garante a aprovação de nenhuma agenda. Ainda

assim, entendemos que o cenário que se abriu merece ser analisado com atenção, porque seu potencial de transformação sobre o mercado de ações brasileiro é significativo.

O mercado já deu uma primeira indicação disso. No primeiro pregão após a eleição, o Ibovespa subiu cerca de 8%, renovou sua máxima histórica e registrou a maior alta diária desde março de 2020. O dólar recuou para R\$ 5,00, e a curva de juros cedeu de forma relevante. Na nossa leitura, esse movimento é apenas o primeiro reflexo do que pode estar em jogo, e vale explicar por quê.

Do fiscal ao valuation

Um ajuste fiscal como o descrito acima abre espaço para a queda do juro estrutural do Brasil e, por consequência, do custo de capital próprio, o K_e . O K_e é a gravidade de todos os nossos modelos: é a taxa com que descontamos os fluxos de caixa futuros de cada empresa que analisamos. Quando ele cai, esses mesmos fluxos de caixa passam a valer mais.

Para dar uma ordem de grandeza, em termos puramente ilustrativos: uma empresa com crescimento perpétuo de 5% ao ano, avaliada com K_e de 15%, passa a valer cerca de 11% a mais se o K_e cair para 14%. Um ponto percentual a menos no custo de capital, sem nenhuma mudança no negócio, já produz um efeito relevante sobre o valor justo.

Enxergamos esse processo em dois momentos:

1. **Reprecificação do prêmio de risco.** É o que começamos a ver no primeiro pregão após a eleição. Com a queda do risco percebido, os múltiplos sobem, e as empresas que negociavam com desconto tendem a se aproximar do seu valor justo.
2. **Crescimento dos lucros.** Um custo de capital menor, somado às reformas de produtividade que mencionamos, eleva o PIB potencial do país. Isso amplia as oportunidades de investimento das empresas e sua capacidade de gerar lucro. Nesse segundo momento, o motor da valorização passa a ser o lucro: mesmo que os múltiplos se estabilizem após a reprecificação inicial, o crescimento dos lucros sustenta uma nova etapa de alta. Por isso, uma bolsa que subiu não fica necessariamente cara. O múltiplo sobe primeiro, mas o lucro vem em seguida e mantém as ações em níveis atrativos, mesmo com preços mais altos.

É a combinação dos dois efeitos que torna esse cenário tão poderoso ao longo do tempo. Em um ambiente como esse, o juro longo tende a cair e o câmbio tende a se apreciar, mas, na nossa visão, o grande vencedor de longo prazo seria a bolsa, onde está o maior potencial de ganho nos próximos anos.

Onde isso aparece na carteira

Para tornar o raciocínio concreto, selecionamos algumas empresas do portfólio em que o cenário brasileiro descrito acima teria impacto especialmente relevante.

Localiza. A companhia financia boa parte da frota com dívida, o que torna o seu custo de capital uma variável central do negócio: juros menores reduzem a despesa financeira e o custo de carregar a frota no seu balanço. Uma eventual queda da taxa de juros e, portanto, do custo da dívida, amplia o ROIC spread da operação e reduz a necessidade dos repasses de preço que marcaram os últimos dois anos. Entendemos que essa folga deve permitir à empresa voltar a priorizar o crescimento de volume em RAC e GTF, enquanto seminovos se beneficiam da melhora na *affordability* do comprador, com parcelas de financiamento mais baixas.

BTG Pactual. No BTG, o cenário que descrevemos atua por dois canais: além do efeito de um K_e menor sobre o valor, há um impacto direto sobre os lucros, em praticamente todas as linhas de negócio, cada uma em seu ritmo. Por ser um banco, o BTG é avaliado pela relação entre o seu retorno sobre o patrimônio (ROE) e o custo de capital: quanto maior a distância entre os dois, maior o múltiplo sobre o patrimônio que o banco merece. No cenário que descrevemos, essa distância aumenta pelos dois lados, com o K_e caindo e o ROE subindo. O efeito mais imediato aparece em *sales & trading*, com o aumento do giro dos clientes. Em um horizonte de um a quatro trimestres, vêm a reabertura das emissões de ações, IPOs e fusões e aquisições no *investment banking*, e o *funding* mais barato e a inadimplência menor no crédito ao consumidor. No crédito corporativo, o volume cresce e as provisões caem. Na gestão de recursos e de patrimônio, o efeito é gradual, mas relevante: a migração para ativos de risco eleva a rentabilidade sobre os ativos e as taxas de performance.

A única linha que caminha na direção contrária é a remuneração do patrimônio do banco, atrelada à Selic, que cai a cada corte de juros. É um efeito imediato, mas concentrado em uma parcela minoritária das receitas e que, na nossa visão, tende a ser mais do que compensado pelas demais linhas ao longo do tempo.

Equatorial. Com sete distribuidoras que atendem mais de 14 milhões de consumidores no país, a companhia atua em energia e saneamento, negócios que exigem investimentos hoje para gerar caixa ao longo das próximas décadas. Ao comprometer capital por tanto tempo, o investidor exige um retorno que remunere

tanto a espera, tomando como referência a taxa livre de risco, quanto a incerteza sobre os resultados futuros, por meio de um prêmio de risco. O cenário descrito poderia reduzir os dois componentes: uma queda duradoura dos juros diminuiria a taxa de referência, enquanto maior previsibilidade econômica, segurança regulatória e respeito aos contratos reduziriam o prêmio de risco. Com um retorno exigido menor, o caixa esperado no futuro passa a valer mais hoje, efeito especialmente relevante para a Equatorial pelo longo prazo de seus investimentos. Em paralelo, juros menores também reduziriam as despesas financeiras à medida que se refletissem no custo da dívida, deixando uma parcela maior do caixa gerado pelas operações disponível para novos investimentos, redução do endividamento ou distribuição aos acionistas. Além dos efeitos financeiros, os benefícios poderiam chegar à operação, com menor inadimplência diante do alívio no orçamento das famílias e maior demanda por energia acompanhando a recuperação da atividade econômica.

Smart Fit. O valor da empresa está concentrado no crescimento de longo prazo, com a abertura contínua de novas academias. Quanto mais distante no tempo está a geração de caixa, maior o efeito de uma queda do Ke sobre o valor presente. Juros menores e renda em alta também favorecem a expansão: o financiamento para abertura de novas unidades fica mais barato e a base de alunos, nas academias e no agregador Totalpass, tende a crescer.

IA: o segundo vetor

Em paralelo ao Brasil, segue em curso uma segunda grande oportunidade: o crescimento estrutural da inteligência artificial no mundo. A TSMC, que fabrica os chips mais avançados do mundo para a maior parte da cadeia de IA, funciona como um termômetro desse ciclo. E o resultado do terceiro trimestre de 2026 mostrou um ciclo em plena aceleração.

- 1. Crescimento com rentabilidade.** A receita foi de US\$ 46,7 bilhões, alta de 41% na comparação anual e acima do topo do guidance, puxada pela divisão de computação de alto desempenho (HPC), que já responde por 68% da receita, e pelo início da produção em escala dos chips de 2 nanômetros (N2). Mais relevante do que o crescimento é a sua qualidade: a margem bruta subiu 6,9 p.p., para 66,4%, e a margem operacional 8,1 p.p., para 58,7%, mesmo absorvendo os custos iniciais do N2 e das novas fábricas no exterior. O ROE chegou a 45,5%, contra 37,8% um ano antes.
- 2. Visibilidade elevada.** O guidance para o quarto trimestre implica alta de 58% na comparação anual. A companhia agora projeta crescimento de cerca de 44% em 2026 e afirma que a demanda continua acima da sua capacidade de oferta.

- 3. Investimento disciplinado.** O capex de US\$ 60 a 64 bilhões para o ano foi mantido e é coberto com folga pela geração de caixa operacional, de cerca de US\$ 29 bilhões no trimestre, contra US\$ 13,8 bilhões de capex.

Crescimento acelerando, margens em expansão, demanda acima da oferta e investimento financiado pelo próprio caixa: são sinais de um ciclo saudável e sustentável.

Dois vetores, baixa correlação

Temos, portanto, dois grandes vetores de valor acontecendo em paralelo e com pouca correlação entre si: a possível reprecificação estrutural do Brasil e o ciclo global de IA. Nossa carteira está construída para capturar os dois.

O momento é de oportunidade, mas também de incerteza, e preferimos tratá-lo com a mesma disciplina de sempre. Nossa convicção não está apoiada em um resultado eleitoral específico, e sim no preço e na qualidade das empresas que temos em carteira. Com uma carteira posicionada para capturar dois vetores estruturais e pouco correlacionados, seguimos confiantes no potencial do portfólio para os próximos anos.

Atribuição de Performance:

O STK Long Biased FIC FIA teve um desempenho de 4,51% contra 5,03% do Ibovespa. Em termos setoriais, as principais contribuições positivas vieram dos setores de Tecnologia e Elétrico/Saneamento. Do lado negativo, os principais detratores foram os setores de Consumo Cíclico e Serviços Financeiros.

As principais contribuições positivas para a carteira no mês foram:

Ticker	% Retorno
META US	1,15%
BPAC11	1,00%
RENT3	0,98%

Do lado negativo, os destaques foram:

Ticker	% Retorno
NU US	-0,62%
CURY3	-0,59%
UBER US	-0,38%

Em relação a exposição:

	Long Brazil	Long Global	Short	Hedge	Valor Relativo	Total
Exp Bruta	47,3%	42,9%	0,0%	1,5%	19,7%	111,3%
Exp Líquida	47,3%	42,9%	0,0%	-1,5%	0,3%	88,9%

Setembro de 2026 | Material de Divulgação

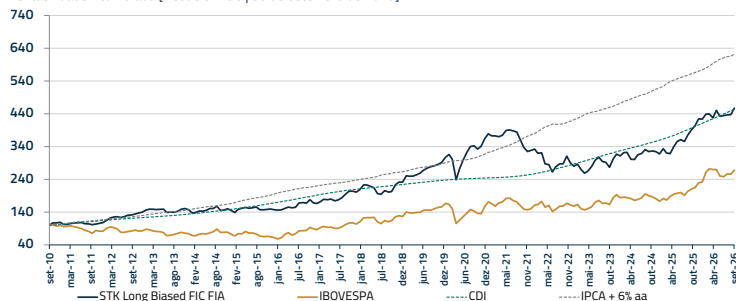
O STK Long Biased FIC FIA mantém no mínimo 95% de sua carteira investido no STK Long Biased Master FIA, cuja estratégia é investir em ações utilizando análise fundamentalista como principal metodologia de avaliação de empresas. As posições do fundo são primordialmente compradas, mas o fundo pode também manter posições vendidas. O objetivo é valorizar suas cotas no longo prazo, primordialmente através de investimentos em ações negociadas no mercado à vista de bolsas de valores e em seus respectivos derivativos. A Gestora busca maximizar a performance do fundo através de gestão ativa da carteira.

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Ibovespa	IPCA+6%
2010										7.28%	-0.21%	1.94%	9.13%	-0.18%	3.72%
2011	-5.89%	0.04%	2.76%	0.86%	1.14%	0.59%	-3.16%	-0.90%	-2.10%	1.55%	2.20%	2.28%	-0.99%	-18.11%	12.87%
2012	6.07%	6.11%	2.73%	1.05%	-2.20%	2.16%	3.50%	0.63%	1.95%	2.56%	1.79%	4.68%	35.45%	7.40%	12.14%
2013	1.88%	-0.24%	-0.49%	0.29%	0.37%	-6.59%	0.71%	-0.32%	2.23%	4.39%	1.29%	-2.34%	0.77%	-15.50%	12.29%
2014	-6.86%	1.04%	3.29%	-0.38%	1.91%	3.88%	0.16%	4.65%	-8.57%	1.12%	2.72%	-3.71%	-1.76%	-2.91%	12.83%
2015	-4.18%	7.11%	2.21%	1.65%	-1.95%	1.23%	1.60%	-5.37%	-0.15%	0.74%	0.95%	-1.53%	1.76%	-13.31%	17.25%
2016	-0.71%	0.33%	2.97%	2.77%	-1.30%	0.86%	8.50%	0.84%	-1.06%	6.21%	-5.55%	-0.86%	12.97%	38.93%	12.67%
2017	3.59%	3.73%	-0.63%	1.12%	-2.89%	1.60%	3.58%	6.04%	4.60%	0.10%	-1.44%	3.41%	24.85%	26.86%	9.04%
2018	7.30%	-0.10%	-1.73%	-2.06%	-8.23%	-1.30%	5.92%	-2.27%	0.84%	10.30%	3.54%	0.10%	11.52%	15.03%	9.94%
2019	8.30%	-0.61%	0.10%	1.69%	2.14%	3.42%	2.34%	1.53%	1.09%	1.49%	1.88%	5.40%	32.50%	31.58%	10.54%
2020	2.81%	-4.57%	-20.74%	14.22%	9.09%	8.17%	5.64%	0.63%	-2.93%	2.55%	6.90%	4.04%	23.38%	2.92%	10.76%
2021	-1.67%	0.01%	-0.72%	1.24%	3.89%	0.39%	-0.69%	-0.94%	-6.19%	-6.40%	-3.78%	1.15%	-13.32%	-11.93%	16.67%
2022	1.15%	-3.78%	0.35%	-10.37%	-0.87%	-7.88%	5.94%	3.26%	0.06%	8.08%	-6.41%	-3.70%	-14.77%	4.69%	12.11%
2023	2.26%	-5.42%	-4.36%	2.13%	5.61%	6.75%	3.23%	-4.31%	-0.85%	-5.29%	8.99%	5.10%	13.16%	22.28%	10.84%
2024	-1.71%	3.24%	0.34%	-6.60%	-0.26%	4.67%	1.41%	3.70%	-1.78%	0.50%	-0.61%	-2.22%	0.17%	-10.36%	11.15%
2025	5.10%	-3.88%	-0.72%	6.56%	4.86%	1.57%	-1.63%	5.64%	4.24%	3.28%	5.08%	-0.21%	33.53%	33.95%	10.54%
2026	3.50%	0.20%	-2.63%	5.28%	-4.06%	0.54%	0.47%	0.19%	4.51%	-1.08%	0.10%	-0.01%	7.88%	15.65%	8.40%

	Mês	Ano		12M		24M		36M		60M		Desde o Início	
	Retorno	Retorno	Volatilidade	Retorno	Volatilidade	Retorno	Volatilidade	Retorno	Volatilidade	Retorno	Volatilidade	Retorno	Volatilidade
STK Long Biased FIC FIA	4.51%	7.88%	15.71%	16.84%	15.37%	40.71%	14.34%	56.53%	13.91%	26.78%	15.57%	357.23%	15.49%
Ibovespa	5.03%	15.65%	18.26%	27.42%	17.45%	41.36%	16.43%	59.86%	15.28%	67.91%	17.31%	168.39%	22.89%
IPCA + 6%	1.11%	8.40%		10.69%		23.37%		36.50%		72.94%		522.68%	

Performance Desde o início 30 de setembro de 2010

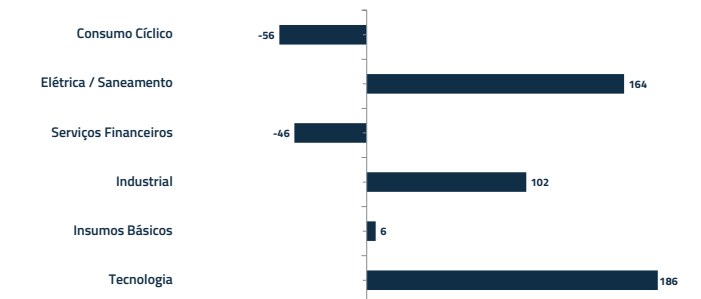
Rentabilidade Acumulada [Desde o início | 30 de Setembro de 2010]



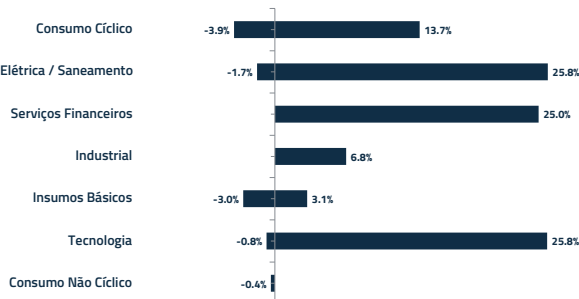
* Ibovespa é mera referência econômica e não meta ou parâmetro de performance do fundo.

* CDI é mera referência econômica e não meta ou parâmetro de performance do fundo.

Contribuição Setorial Bruta | Setembro



Exposição Setorial (Fechamento de Mês)



Termos

Público Alvo: Investidores Qualificados

Início do Fundo: 30/09/2010

Classificação ANBIMA: Ações Livre

Cód. Anbima: 257982 / Cód. CVM: 147656

Cód. BBG: STKLBF B2 Equity

Perfil de Risco: Agressivo

Taxa de Administração: 2% aa sobre o patrimônio líquido do Fundo. Apurada diariamente e paga mensalmente

Taxa de Performance: 20% aa sobre o ganho que exceder IPCA + 6% aa, com marca d'água.

Apurada diariamente e paga semestralmente

Tributação: 15% sobre os rendimentos, incidente no resgate.

Conversão de Cotas na Aplicação: D+1 da disponibilidade dos recursos

Conversão de Cotas no Resgate: D+30 dias corridos da solicitação

Pagamento do Resgate: D+2 dias úteis da conversão de cotas

Carência para Resgate: Não há

Administrador e Distribuidor: BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. (CNPJ: 02.201.501/0001-61) Av.

Presidente Wilson, 231, 11º andar, Rio de Janeiro, RJ.

CEP: 20030-905, Tel: (21) 3219 2500 / Fax: (21) 3219 2501 www.bnymellon.com.br/sf

O patrimônio total sob gestão é apurado com base nas informações mais recentes disponíveis, podendo não refletir a posição definitiva de fechamento do mês e estar sujeito a atualizações e ajustes posteriores.

SAC: sac@bnymellon.com.br ou (21) 3219 2600, (11) 3050 8010

Ouvidoria: ouvidoria@bnymellon.com.br ou 0800 725 3219

O regulamento do fundo poderá ser encontrado no site do distribuidor por meio do seguinte hiperlink:

Regulamento do fundo

Gestor: STK Capital Gestora de Recursos Ltda.

Tel: (21) 3219 6550 / Fax: (21) 3219 6505

contato@stkcapital.com.br

Auditor: KPMG

Custodiante: BNY Mellon Banco

SUPERVISÃO E FISCALIZAÇÃO:

- Comissão de Valores Mobiliários - CVM

- Serviço de Abandono ao Crédito em www.cvm.gov.br

O STK Long Biased FIC FIA mantém no mínimo 95% de sua carteira investido no STK Long Biased Master FIA, cuja estratégia é investir em ações utilizando análise fundamentalista como principal metodologia de avaliação de empresas. As posições do fundo são primordialmente compradas, mas o fundo pode também manter posições vendidas. O objetivo é valorizar suas cotas no longo prazo, primordialmente através de investimentos em ações negociadas no mercado à vista de bolsas de valores e em seus respectivos derivativos. A Gestora busca maximizar a performance do fundo através de gestão ativa da carteira.

Início do fundo: 30 de setembro de 2010.

Público alvo: Investidores Qualificados.

Classificação ANBIMA: Ações Livre | Código ANBIMA - 257982 | Código CVM – 147656

Perfil de Risco: Agressivo.

Taxa de administração: 2% aa sobre o patrimônio líquido do Fundo. Apurada diariamente e paga mensalmente.

Taxa de performance: 20% aa sobre o ganho que exceder IPCA + 6% aa, com marca d'água. Apurada diariamente e paga semestralmente.

Tributação: 15% sobre os rendimentos, incidente no resgate. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos.

Conversão de cotas na Aplicação: D+1 da disponibilidade dos recursos

Conversão de cotas no Resgate: D+30 dias corridos da solicitação

Pagamento do Resgate: D+2 dias úteis da conversão de cotas

Carência para Resgate: não há

Administrador e Distribuidor: BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. (CNPJ: 02.201.501/0001 61)

Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar, Rio de Janeiro, RJ, CEP: 20030-905, Tel: (21) 3219 2500 / Fax: (21) 3219 2501 www.bnymellon.com.br/
sf SAC: sac@bnymellon.com.br ou (21)3219-2600 | (11) 3050-8010

Ouvidoria: ouvidoria@bnymellon.com.br ou 0800-725-3219

Gestor: STK Capital Gestora de Recursos Ltda.

Auditor: KPMG

Custodiante: BNY Mellon Banco

O regulamento do fundo poderá ser encontrado no site do distribuidor por meio do seguinte hiperlink: [Regulamento do fundo](#)

SUPERVISÃO E FISCALIZAÇÃO: Comissão de Valores Mobiliários – CVM | Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br

Leia a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento antes de investir. Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito. Para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. Os fundos geridos pela STK Capital utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Os fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Este fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. As informações contidas nesse documento são confidenciais e não podem ser reveladas sem o consentimento prévio e expresso da STK capital. A exposição ao risco e a possibilidade de perda são inerentes aos investimentos



Autorregulação
ANBIMA

Gestão de Recursos