



Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Maio 2024

Carlos Sequeira, CFA
New York - BTG Pactual US Capital LLC

Osni Carfi
São Paulo – Banco BTG Pactual

Guilherme Guttilla
São Paulo – Banco BTG Pactual

Bruno Lima
São Paulo – Banco BTG Pactual

analise.acoes@btgpactual.com

Objetivo da Carteira

A carteira tem como objetivo capturar as melhores oportunidades e performances do mercado de ações sugerindo cerca de 10 ações a cada mês. O processo de seleção dos ativos é realizado pelo time de estrategistas do Research do Banco BTG Pactual, com base em uma análise conjunta ao time de analistas, sem considerar necessariamente índices de referência ou liquidez.

Pontos Principais

Um portfólio mais equilibrado para mercados cada vez mais voláteis

Com as taxas de longo prazo em alta nos EUA e no Brasil e piores perspectivas de cortes nas taxas de curto prazo em ambos os países, decidimos reequilibrar a nossa carteira aumentando a exposição cambial e a capacidade defensiva. Ainda acreditamos que o Ibovespa está barato (9,1x P/L 12 meses à frente) e já precifica piores perspectivas fiscais no Brasil e cortes mais lentos/menos intensos nos juros dos EUA. Portanto, apesar do reequilíbrio do portfólio, estamos mantendo a maior parte dele exposta ao que acreditamos serem condições macroeconômicas e políticas razoavelmente sólidas no Brasil.

Suzano substitui Embraer; Petrobras fica mais um mês

Estamos trocando a Embraer (valorização de ~50% no acumulado do ano) pela produtora de papel e celulose Suzano. A Suzano se beneficia do projeto Cerrado que entrará em operação em meados de 2024 (+25% de capacidade de baixo custo), aumentando as perspectivas de geração de caixa e desalavancagem. As ações são negociadas a 5x EV/EBITDA para 2025 (vs. níveis de meio de ciclo de 7x). A Petrobras fica mais um mês: modelamos um dividend yield ordinário de ~12-13% para 2024, com potencial de surpresas positivas dependendo da produção, dos preços do petróleo e do capex.

Ambev substitui B3; Itaú e Stone permanecem

Estamos substituindo a B3 pela Ambev. Após um processo de redução de rating de vários anos, a Ambev está agora sendo negociada com um dividend yield de cerca de 8% e um desconto de 20% em relação aos seus pares globais. Acreditamos que a maior parte do processo de compressão de múltiplos ficou para trás e que a ação parece um

bom player defensivo. Em relação aos serviços financeiros, Itaú e Stone permanecem na carteira.

Renner, Localiza, Cyrela, Eletrobras e MELI completam o 10SIM

A varejista de vestuário Renner, a locadora de automóveis Localiza, a construtora residencial de alto padrão Cyrela, a concessionária Eletrobras e o gigante do e-commerce Mercado Livre completam nossa 10SIM de maio.

Tabela 1: Portfólio 10SIM para Maio/24

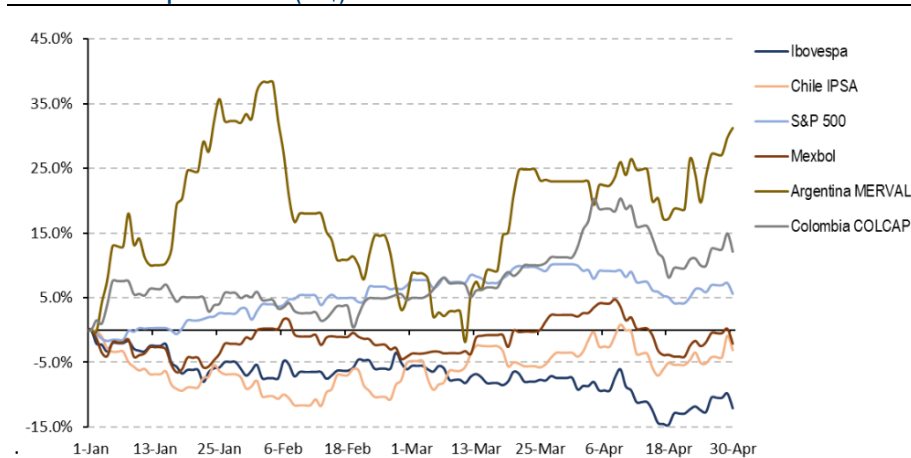
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/PA	
					2024	2025	2024	2025	2024	2025
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%	560.415	3,3x	3,4x	4,9x	5,4x	1,3x	1,2x
Mercado Livre	Varejo	MELI34	10%	387.349	21,4x	15,4x	41,3x	29,0x	15,2x	10,1x
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	287.413	n.a.	n.a.	7,6x	6,9x	1,6x	1,5x
Ambev	Alimentos & Bebidas	ABEV3	10%	191.356	6,5x	6,0x	14,6x	13,2x	2,3x	2,3x
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%	86.221	6,2x	5,1x	7,3x	8,3x	0,8x	0,8x
Suzano	Papel & Celulose	SUZB3	10%	75.376	6,5x	4,9x	7,6x	9,1x	1,4x	1,2x
Localiza	Aluguel de carros	RENT3	10%	52.038	6,6x	6,1x	15,0x	11,4x	1,8x	1,6x
Stone	Financeiro (ex-Bancos)	STOC31	10%	23.859	n.a.	n.a.	10,9x	9,3x	1,4x	1,2x
Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%	14.649	6,7x	5,3x	12,6x	11,0x	1,3x	1,2x
Cyrela	Construção civil	CYRE3	5%	7.611	7,0x	6,1x	5,7x	4,9x	0,9x	0,8x

Fonte: Estimativas do BTG Pactual e Economática.

Taxas de longo prazo mais altas estão prejudicando as ações brasileiras

As ações brasileiras tiveram outro mês difícil em abril, com o Ibovespa caindo 1,7% (-5,1% em dólares). Como resultado, o Ibovespa caiu 6,2% em reais e 12,1% em dólares no acumulado do ano, tornando-o o mercado latino-americano com pior desempenho por uma ampla margem apesar do cenário macroeconômico e político razoavelmente sólido no país.

Gráfico 1: Ibovespa vs. outros (US\$)



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Acreditamos que uma boa parte da queda decorra do aumento das taxas de juros de longo prazo nos EUA, que também impulsionou as taxas de longo prazo no Brasil.

O aumento das taxas de longo prazo nos EUA e a deterioração das perspectivas de cortes nas taxas podem explicar os enormes resgates de investidores estrangeiros das ações brasileiras no acumulado do ano – R\$ 33,8 bilhões saíram das ações brasileiras no acumulado do ano, eliminando quase todos os R\$ 38 bilhões em entradas em novembro/dezembro passado.

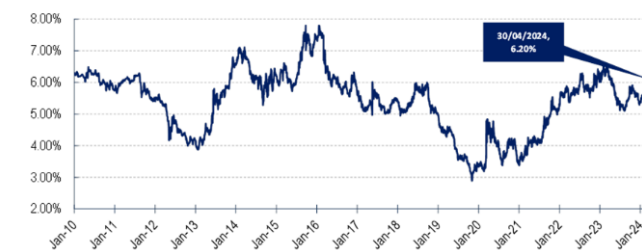
No entanto, a decisão do governo brasileiro de reduzir suas metas de superávit primário para 2025 (de 0,5% para 0%) e 2026 (de 1% para 0,25%) também contribuiu para taxas de longo prazo mais elevadas e para a deterioração das condições financeiras gerais no Brasil.

Gráfico 2: Ibovespa (US\$) e S&P500 vs. juros de 10 anos dos EUA



Fonte: Economática, BTG Pactual

Gráfico 3: Títulos públicos de longo prazo do Brasil (NTN-B2035)



Fonte: Economática, BTG Pactual

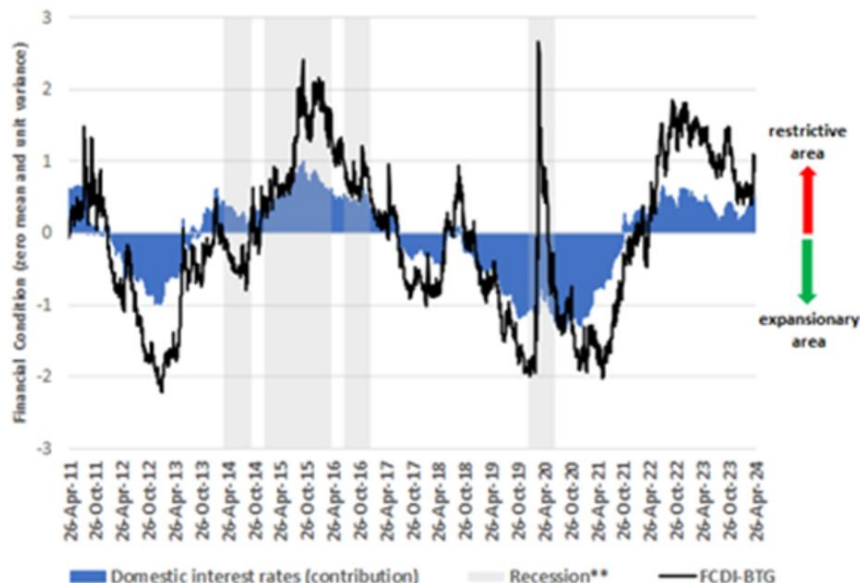
As condições financeiras deterioraram-se significativamente em abril

Na verdade, as condições financeiras gerais da economia brasileira – medidas por um índice proprietário desenvolvido pela equipe macroeconômica do BTG Pactual que abrange 107 variáveis financeiras – deterioraram-se significativamente em abril.

O decepcionante desempenho da inflação (CPI) nos EUA em 10 de abril desencadeou o declínio nas condições financeiras. Embora o aumento das taxas de longo prazo nos EUA (taxas reais de 10 anos +0,40p.p.) e no Brasil (+0,38p.p.) tenha sido responsável por uma parte significativa da performance do índice, a deterioração nas métricas de risco teve um impacto ainda maior – a volatilidade implícita do EWZ do CDS do Brasil e do VIX subiu. A desvalorização do Real (queda de 3,3% no mês) também impactou.

Do lado positivo, os mercados de crédito do Brasil, tanto bancário como corporativo privado, continuaram a melhorar, indicando uma atividade econômica sólida, pelo menos no curto prazo. A deterioração das condições financeiras gerais pode prejudicar o investimento e representar um risco para o crescimento do PIB em 2025 (modelamos 2,2%). No entanto, as métricas ainda sólidas da atividade econômica do curto prazo nos deixam mais confortáveis com o crescimento do PIB em 2024 (modelamos 2,3%).

Gráfico 4: Índice Diário de Condições Financeiras – BTG Pactual



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

As taxas de juro reais de longo prazo estão subindo

O aumento das taxas de juro de longo prazo nos EUA está conduzindo a taxas mais elevadas em outros países. As taxas reais dos EUA para 10 anos subiram de números negativos no 1T22 – durante boa parte de 2020, a maior parte de 2021 e no 1T22, as taxas reais dos EUA de 10 anos oscilaram entre -1% e 2,3%.

O grande aumento nas taxas de longo prazo nos EUA elevou as taxas em todos os principais mercados da América Latina, incluindo o Brasil.

Gráfico 5: Taxas de juros reais de longo prazo nos EUA, no Brasil e em países latino-americanos selecionados



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

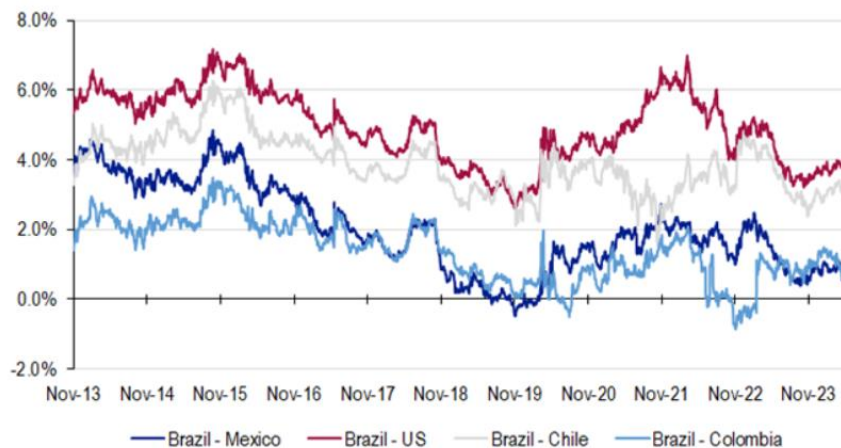
As taxas de longo prazo são altas no Brasil, mas as diferenças com os pares dos EUA e da América Latina estão abaixo da média

Apesar das taxas de longo prazo do Brasil serem inegavelmente altas (6,2%), os atuais 4p.p. de prêmio para os juros de 10 anos dos EUA estão abaixo das médias de 5 e 10 anos de 4,5p.p. e 4,9p.p.

É interessante notar que as diferenças nas taxas de longo prazo entre o Brasil e outros países latino-americanos também estão abaixo da média histórica, sugerindo que o risco percebido do Brasil em relação aos seus principais pares diminuiu. O prêmio sobre as taxas mexicanas está agora em 0,9p.p., contra as médias de 5 e 10 anos de 1,2p.p. e 1,9p.p.; O Chile está em 3,4p.p., contra 3,4p.p. e 3,9p.p.; e a Colômbia está em 1p.p., vs. 0,7p.p. e 1,3p.p.

No entanto, as disparidades com os EUA, Chile e México aumentaram este ano. A diferença com os EUA passou de 3,6p.p. no final de 2023 para 4p.p., o Chile passou de 2,9p.p. para 3,4p.p. e o México passou de 0,8p.p. para 0,9p.p. O aumento percebido no risco fiscal causado pela decisão do governo de revisar suas metas fiscais primárias para 2025/2026, combinado com a percepção de que o governo está sendo mais ativo nas operações diárias das grandes corporações brasileiras (estatais ou não), pode explicar os aumentos recentes da diferença.

Gráfico 6: Diferenças nas taxas de juros reais de longo prazo do Brasil em relação aos EUA, Chile, México e Colômbia



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

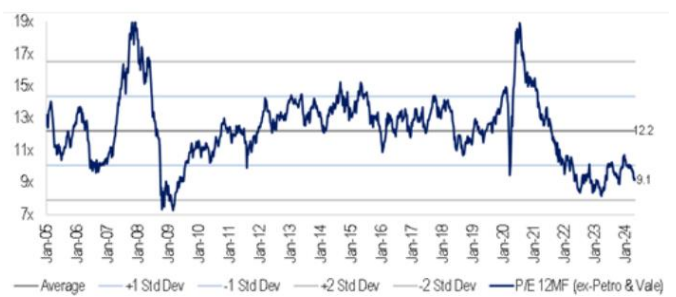
As ações brasileiras estão atraentes, mas as taxas dos EUA precisam cair para gerar uma valorização

Após a queda massiva deste ano, as ações brasileiras estão sendo negociadas a 9,1x P/L 12 meses à frente ex-Petro & Vale (apenas 7,9x incluindo elas), mais de um desvio padrão abaixo da média.

O prêmio para deter ações (medido como o inverso do preço/lucro menos as taxas reais de 10 anos) está em 4,8%, mais de um desvio padrão acima da sua média histórica. O prêmio aumentou e é relativamente elevado apesar das taxas reais de longo prazo terem subido muito no mês – para 6,20%, de 5,82% no final de março.

Continuamos otimistas quanto às perspectivas para a economia local em 2024. Apesar de estarmos um pouco mais pressionados por uma atividade econômica mais forte do que o esperado, a dinâmica da inflação ainda é benigna. E embora as taxas de juros possam não cair tão rapidamente (ou tanto) como alguns esperavam, ainda deverão atingir algo entre 9,5% e 10,0% até ao final do ano. A queda esperada na Selic média deve impulsionar os lucros este ano – modelamos o lucro das empresas brasileiras listadas (ex-Petro & Vale) crescendo 19% em 2024.

No entanto, embora as ações estejam baratas e as perspectivas econômicas pareçam boas, acreditamos que precisamos ver um declínio mais forte nas taxas dos EUA para que as ações brasileiras subam de forma mais significativa.

Gráfico 7: Bovespa P/L 12M a prazo. (ex-Petro&Vale)


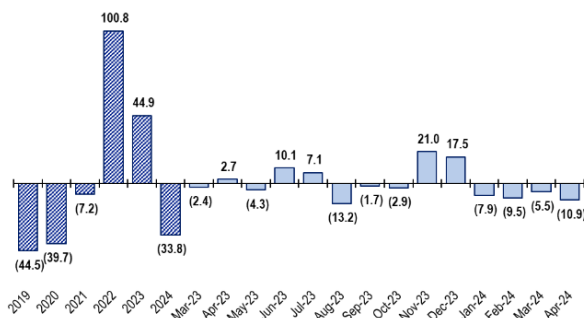
Fonte: Economática, BTG Pactual

Gráfico 8: Earnings Yield (L/P menos taxas de juros de 10 anos)

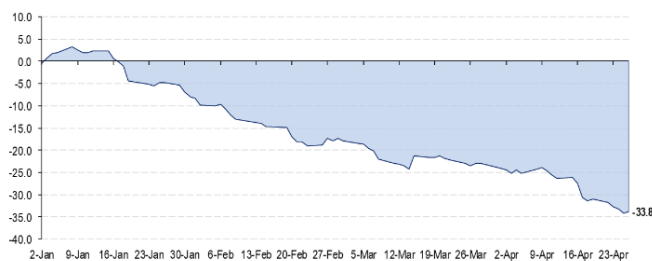

Fonte: Economática, BTG Pactual

Saídas de investidores estrangeiros atingiram R\$ 33,8 bilhões no acumulado do ano

À medida que as taxas de longo prazo sobem nos EUA, os investidores estrangeiros venderam mais R\$ 10,9 bilhões (líquidos) em ações brasileiras em abril, aumentando as saídas acumuladas no ano para R\$ 33,8 bilhões. Neste momento, a maior parte dos R\$ 38 bilhões direcionados às ações brasileiras em novembro/dezembro já saiu do país.

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


Fonte: B3, BTG Pactual

Gráfico 10: Fluxos consolidados de entrada de investidores estrangeiros em ações brasileiras, no acumulado do ano.


Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Os fundos de mercados emergentes registraram resgates de US\$ 5 bilhões apenas em abril (~R\$ 26 bilhões), à medida que os investidores redirecionavam a atenção para as taxas nos EUA.

No entanto, apesar dos investidores retirarem dinheiro dos mercados emergentes, o Brasil está sofrendo mais do que os seus pares. De acordo com o EPFR, as alocações de fundos GEM para o Brasil caíram para 7,0% em março, abaixo dos 7,61% no final de 2023. No final de março, estimamos que a sobre alocação de fundos GEM no Brasil caiu para cerca de 130-140bps (abaixo dos ~200bps ao final de 2023).

Dadas as saídas de R\$ 10 bilhões observadas em abril, acreditamos que as alocações para o Brasil podem ter caído para algo entre 6,5% e 7,0%. Com as mudanças esperadas no índice de referência em agosto, quando o Brasil deverá ganhar cerca de 1p.p., a sobre alocação cairia para próximo de zero.

Tabela 2: Alocações de fundos para o Brasil

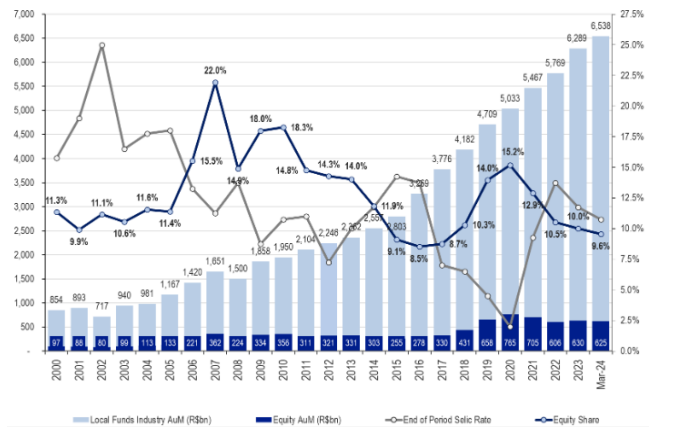
Fund Allocations to Brazil				
Date	G.E.M.	Global	Global (ex-US)	LatAm
Dec-16	8.15%	0.68%	1.18%	56.03%
Dec-17	6.73%	0.52%	0.69%	56.42%
Dec-18	7.69%	0.54%	0.70%	59.85%
Dec-19	8.18%	0.45%	0.55%	65.86%
Dec-20	5.29%	0.25%	0.36%	62.71%
Dec-21	4.34%	0.26%	0.42%	55.09%
Dec-22	6.31%	0.42%	0.68%	59.12%
Apr-23	6.21%	0.45%	0.60%	54.53%
May-23	6.50%	0.48%	0.62%	55.34%
Jun-23	7.27%	0.47%	0.68%	57.90%
Jul-23	7.06%	0.54%	0.69%	57.66%
Aug-23	6.75%	0.50%	0.66%	56.43%
Sep-23	6.86%	0.50%	0.68%	57.78%
Oct-23	6.90%	0.51%	0.75%	59.46%
Nov-23	7.36%	0.55%	0.86%	59.63%
Dec-23	7.61%	0.56%	0.85%	58.88%
Jan-24	7.46%	0.54%	0.83%	57.51%
Feb-24	7.26%	0.54%	0.88%	57.67%
Mar-24	7.03%	0.50%	0.87%	55.17%

Fonte: EPFR, BTG Pactual

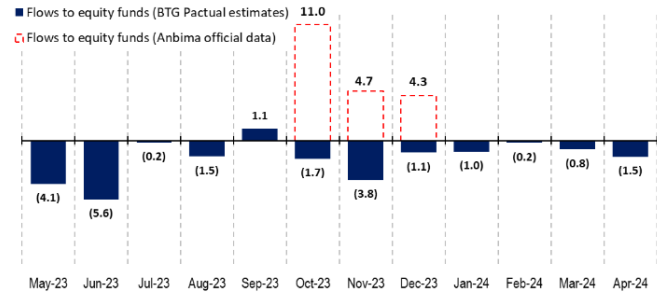
O dinheiro continua saindo dos fundos de ações locais

Apesar da desaceleração desde meados de 2023, as saídas de fundos de ações locais continuaram em abril, com a Anbima reportando resgates de R\$ 1,5 bilhão. As saídas de fundos de ações locais somam R\$ 3,6 bilhões no acumulado do ano. Apesar de desafiador, como o dinheiro tem saído dos fundos de ações locais há vários anos, os resgates são muito menos intensos agora – média mensal de R\$ 0,9 bilhão no acumulado do ano contra R\$ 2,2 bilhões no 4T23.

Uma Selic em queda pode atrair os investidores locais de volta às ações – apenas 9,6% de todo o dinheiro investido em fundos multimercados está em ações (vs. 15,2% no final de 2020).

Gráfico 10: Fundos locais – alocações de ações


Fonte: Anbima, BTG Pactual

Gráfico 11: Fundos de ações – fluxos líquidos mensais


Fonte: Anbima, BTG Pactual

10SIM de maio: Um portfólio mais equilibrado para enfrentar mercados cada vez mais voláteis

Com as taxas de juros de longo prazo em alta nos EUA e no Brasil e piores perspectivas de cortes nas taxas de curto prazo em ambos os países, as ações brasileiras permaneceram sob pressão no acumulado de 2024.

Na nossa carteira de março, aumentamos significativamente a nossa exposição a ações cíclicas/sensíveis às taxas de juro (e mantivemos uma carteira semelhante em abril). Na época, tínhamos uma expectativa de cortes mais rápidos e maiores nas taxas de juros tanto nos EUA quanto no Brasil. Contudo, as perspectivas de cortes nas taxas são agora mais fracas – serão mais lentas e menos intensas do que inicialmente esperado.

Com isso em mente, decidimos reequilibrar nosso portfólio aumentando a exposição cambial e a capacidade defensiva. Ainda acreditamos que o Ibovespa está bastante barato (negociado a 9,1x P/L 12 meses à frente) e já precifica as novas metas fiscais primárias e cortes mais lentos/menos intensos nas taxas dos EUA. Em outras palavras, qualquer melhoria nas perspectivas de redução das taxas pode ser suficiente para desencadear uma recuperação.

Portanto, embora estejamos reequilibrando um pouco a carteira, mantemos a maior parte dela exposta ao que acreditamos serem condições macroeconômicas e políticas razoavelmente sólidas no Brasil.

Estamos fazendo duas alterações no 10SIM este mês. Estamos adicionando a produtora de papel & celulose Suzano, substituindo a Embraer – ainda gostamos da Embraer e reconhecemos o forte momento de lucros da empresa, mas as ações subiram quase 50% no acumulado do ano e 72% nos últimos 12 meses. A Suzano deverá se beneficiar da entrada em operação do projeto Cerrado em meados de 2024 (+25% de capacidade de baixo custo), aumentando as perspectivas de geração de caixa e desalavancagem. As ações são negociadas a 5x EV/EBITDA para 2025 (vs. níveis de 7x em meio de ciclo) e adicionam exposição cambial ao portfólio.

content.btgpactual.com

Decidimos também adicionar a Ambev ao 10SIM, substituindo a B3. Após um processo de redução de múltiplos de vários anos, a Ambev está agora negociando com um dividend yield de cerca de 8% e um desconto de 20% em relação aos pares globais. Embora os catalisadores de curto prazo sejam um tanto fracos (ambiente competitivo difícil), a maior parte do processo de compressão de múltiplos parece ter ficado para trás, e a ação parece um bom player defensivo para se ter no portfólio.

Mantemos a gigante produtora de petróleo e gás Petrobras no 10SIM. Depois de todo o ruído relacionado ao pagamento de dividendos em março, a empresa acabou pagando metade de suas reservas de capital como dividendos extraordinários em abril e deu a entender que pretende pagar a outra metade antes do final do ano. Modelamos um dividend yield ordinário de ~12-13% em 2024, com aumento da produção, menores investimentos e preços mais elevados do petróleo como potenciais de alta para essa estimativa.

Em relação às ações de serviços financeiros, mantemos o principal banco comercial do Brasil, o Itaú, e o provedor de pagamentos, Stone. A maior geradora de energia do Brasil, a Eletrobras, também permanece no 10SIM por mais um mês.

A varejista de roupas Renner, a locadora de automóveis Localiza, a construtora residencial de alto padrão Cyrela e o gigante do e-commerce Mercado Livre completam nosso SIM de 10 de maio.

Tabela 2: Mudanças no 10SIM™ (abril vs. Maio)

Abril				Maio			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%	Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%
Mercado Livre	Varejo	MELI34	10%	Mercado Livre	Varejo	MELI34	10%
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%
B3	Financeiro (ex-Bancos)	B3SA3	10%	Ambev	Alimentos & Bebidas	ABEV3	10%
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%	Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%
Embraer	Bens de Capital	EMBR3	5%	Suzano	Papel & Celulose	SUZB3	10%
Localiza	Aluguel de carros	RENT3	10%	Localiza	Aluguel de carros	RENT3	10%
Stone	Financeiro (ex-Bancos)	STOC31	10%	Stone	Financeiro (ex-Bancos)	STOC31	10%
Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%	Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%
Cyrela	Construção civil	CYRE3	10%	Cyrela	Construção civil	CYRE3	5%

Fonte: BTG Pactual

Um resumo das nossas escolhas de maio

Lojas Renner (LREN3)

Apesar da desaceleração nas vendas nos últimos trimestres devido a uma base de comparação difícil e uma perspectiva mais desafiadora para o consumo discricionário, juntamente com a pressão sobre os resultados da Realize devido ao cenário macro adverso, ainda vemos a Renner bem posicionada para ganhar participação de mercado no fragmentado segmento de varejo de vestuário no Brasil. Além de uma melhora gradual na rentabilidade e na posição de caixa líquido, vemos o negócio de financiamento ao consumo da LREN como um beneficiário de potenciais cortes nas taxas de juro, justificando a nossa classificação de Compra. As preocupações estruturais dependem da concorrência de players puramente digitais como a Shein – apesar da crescente discussão sobre a tributação das plataformas internacionais – e dos resultados da Realize. Mas a preços atuais, vemos a empresa negociando a 11x P/L para 2025, oferecendo um ponto de entrada atraente.

Eletrobras (ELET3)

Vemos a Eletrobras negociando a uma TIR real atraente de 16,1%, ao mesmo tempo em que oferece catalisadores positivos esperados para 2024 vinculados ao seu processo de reestruturação. A empresa apresentou sólidos resultados no 4T23 e esperamos que essa tendência continue no 1T24, refletindo a redução de custos, principalmente despesas com PMSO. Adicionalmente, como o 4T23 marcou uma virada nas expectativas de preços de energia, esperamos ver uma evolução no balanço energético neste trimestre, com maiores volumes contratados. No debate sobre o limite de votação de 10%, em dez/23 o ministro Marques do Supremo Tribunal Federal (STF) determinou que o caso fosse encaminhado à Câmara de Conciliação e Arbitragem da Administração Federal (CCAF) para processo arbitral na tentativa de chegar a uma solução amigável entre a empresa e o governo federal. Em nossa opinião, a negociação de pagamentos antecipados da CDE (ajudando a reduzir as tarifas de energia) poderia acabar com a pressão contínua gerada pela ação do governo movida em maio-23, deixando a Eletrobras livre para se concentrar na sua recuperação.

Cyrela (CYRE3)

A empresa apresentou consistentemente resultados operacionais sólidos durante 2023 (crescimento das vendas de lançamentos, margens resilientes etc.), embora o cenário macro não tenha apoiado o segmento habitacional de média/alta renda (taxas de juros altas, acessibilidade mais fraca etc.). A Cyrela apresenta forte momento de lucros, enquanto as ações estão sendo negociadas com um valuation atraente (~1x P/VP ou ~6x P/L para 2024E). Além disso, com um cenário mais positivo pela frente (as taxas Selic e de longo prazo podem cair em 2024), os bancos poderiam aliviar as condições das taxas de hipotecas para compradores de imóveis (melhoria da

content.btgpactual.com

acessibilidade) e a Cyrela poderia se beneficiar tanto de um bom momento em suas operações + lucratividade (vendas mais fortes velocidade, crescimento de lançamento etc.) enquanto a ação é positivamente exposta à tese de menores taxas de juros de longo prazo (beta alto). Então, manteremos a Cyrela no nosso portfólio 10SIM.

Mercado Livre (MELI34)

Ainda vemos uma tendência secular de crescimento para o e-commerce brasileiro nos próximos anos, com GMV muito superior aos níveis pré-pandemia, diferentemente dos mercados mais maduros. Nos últimos quatro anos, já ajustamos nossas estimativas de mercado endereçável total para refletir os números de faturamento muito melhores dos principais players, um legado que agora deve persistir claramente por muito tempo após o fim da pandemia (com mais vendedores, tráfego mais forte, melhor sortimento, maior frequência e maiores investimentos em nível de serviço). Mas um custo de financiamento mais elevado impedirá a maioria dos players de manter os ritmos de crescimento dos últimos anos, abrindo caminho para uma maior consolidação. Continuamos vendo o MELI como vencedor nos segmentos de e-commerce e pagamentos na América Latina. A preços atuais, o MELI é negociado a 29x P/L para 2025. Assim, embora ainda sejamos conservadores na exposição ao e-commerce no curto prazo (em termos setoriais), graças ao valor de seu ecossistema, vemos o MELI à frente do grupo nesta frente (CAGR do lucro em 4 anos de 31% em USD), com melhoria nos níveis de take rates e rentabilidade, reforçando a empresa como nossa Top Pick no segmento.

Itaú Unibanco (ITUB4)

O Itaú foi a ação com pior desempenho no setor bancário de grande capitalização em abril, o que não acreditamos que faça sentido. Sim, a ação é um consenso para os investidores e em um cenário de saques dos fundos de ações, ela pode sofrer, mas não vemos nenhuma razão fundamental para tirá-la. Na verdade, e sob a liderança de Milton Maluhy, o banco tem passado pela transformação digital mais eficaz entre os bancos, o que acreditamos que permitirá ao seu ROE aumentar a diferença em comparação com os seus pares. Esperamos que números sólidos do 1T24 sejam divulgados na próxima semana. As premissas fornecidas pelo guidance do Itaú sugerem um lucro líquido de R\$ 40 bilhões (+12% a/a) em 2024 e, talvez mais importante, um crescimento do lucro antes dos impostos (que vemos como uma melhor proxy para o poder de lucro) de 16%, o que, se concretizado, significa um efeito de carregamento favorável também para 2025.

Stone (STOC31)

Mantemos as ações da STNE em carteira por mais um mês. Dada a queda acumulada no ano, os resultados mais fortes do que o esperado e a nossa confiança crescente na estratégia para ir além dos pagamentos (especialmente através da expansão para depósitos e

crédito), estamos mais otimistas em relação às ações. O TPV da indústria tem sido mais forte do que esperávamos e a concorrência parece estar “sob controle”. A Stone voltou ao básico e está recuperando participação no segmento mais lucrativo de MSMB. Ela reformulou seu Conselho de Administração e contratou veteranos do setor para combinar suas habilidades com os jovens empreendedores que criaram a empresa. Ainda vemos espaço para melhorar a alocação de capital e a redução de custos, e estamos particularmente otimistas quanto ao potencial do negócio de crédito, que foi 100% “repensado”. Ao focar em “apenas” quatro verticais, as sinergias com a Linx também são mais “tangíveis”. Negociando perto de 10x P/L para 2025, e com a melhoria do ROE, a oportunidade de ir além dos pagamentos poderia deixar as nossas projeções (e o consenso) muito conservadoras a partir de 2025.

Localiza (RENT3)

A Localiza é um nome de alta qualidade e oferece hoje uma relação de risco/retorno interessante, pois deverá se beneficiar de uma normalização gradual do mercado automotivo, apoiando o processo de renovação da frota da Localiza com melhores condições de compra. No curto prazo, esperamos que os resultados melhores gradualmente, refletindo uma demanda mais forte e rentabilidade resiliente, apesar da depreciação ainda elevada e de uma margem menor de seminovos. Porém, à medida que a Localiza recicla sua frota, acreditamos que há espaço para uma tendência de queda na depreciação (mesmo assumindo que não retorne à faixa pré-pandemia), impulsionada por preços mais baixos de aquisição de carros. Em suma, negociando a 15x P/L para 2024 (contra a média histórica de 22x), vemos espaço para uma expansão de múltiplos, especialmente devido à recente queda das ações (-20% no acumulado do ano).

Petrobras (PETR4)

Mantemos nossa visão positiva sobre a Petrobras e mais uma vez em nosso 10SIM após a decisão da empresa de pagar uma parcela relevante do potencial extraordinário há alguns dias. Nossa tese de investimento é baseada em quatro pilares principais, que acreditamos ainda estarem em vigor: (i) nossa convicção de que as projeções do mercado para produção, preços do petróleo e capex são conservadoras, potencialmente levando a novas revisões positivos de lucros nos próximos trimestres; (ii) uma estratégia ainda pragmática do acionista controlador, já que as distribuições de caixa da companhia poderiam reforçar as receitas do governo; (iii) a ausência de grandes fusões e aquisições que possam prejudicar as distribuições de caixa; e (iv) mecanismos robustos de governança corporativa. Continuamos confiantes em pagamentos robustos e esperamos que a empresa continue superando os seus pares em 2024. Vemos as ações a serem negociadas em múltiplos atrativos em relação aos pares, mesmo excluindo pagamentos extraordinários. Se incorporarmos os preços spot do petróleo, a Petrobras estaria sendo

negociado a um dividend yield de aproximadamente +14% este ano. Continuamos com nossa recomendação de Compra!

Ambev (ABEV3)

A Ambev está transitando de uma história de crescimento para uma história de valor, o que nunca é um processo fácil. As ações têm se desvalorizado ao longo dos últimos anos e acreditamos que as preocupações relacionadas com o cenário competitivo num setor cada vez mais maduro continuam. Grande parte da queda está alinhada com a visão que temos mantido nas ações há anos. Mas com um dividend yield próximo de 8% e um desconto superior a 20% em relação aos pares globais, também parece seguro dizer que a maior parte deste processo de compressão de múltiplos está concluída. Ainda não vemos catalisadores claros para uma expansão de múltiplos, mas nesses níveis, a Ambev pelo menos parece uma decisão defensiva, com quedas limitadas para se enfrentar o atual mercado avesso ao risco.

Suzano (SUZB3)

Durante anos, argumentamos que as ações da Suzano refletem inadequadamente seu potencial de crescimento, particularmente o Cerrado e outras opcionalidades, ao mesmo tempo em que o mercado precifica uma curva de celulose notavelmente conservadora em US\$ 550-560/t. Com o projeto transformacional do Cerrado previsto para começar em meados de 2024, adicionando cerca de 25% de capacidade de baixo custo, agora é oportuno mudar nosso foco para as perspectivas de lucros da empresa pós-projeto. Notavelmente, projetamos que a geração de fluxo de caixa livre poderá se aproximar de 15%, e espera-se que a desalavancagem ganhe impulso até 2025, atributos que consideramos um tanto únicos no setor e em nosso universo de cobertura. Também acreditamos que a Suzano é uma das melhores opções para oferecer proteção contra o enfraquecimento do real e as crescentes incertezas fiscais no país. A Suzano é negociada a ~7x EBITDA para 2024 e ~5x para 2025, o que consideramos pouco exigente e bem abaixo dos níveis de 7x de meio de ciclo.

Tabela 4: Portfólio Brasil 10SIM para maio de 2024

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ m i)	EV/EBITDA		P/L		P/VA	
					2024	2025	2024	2025	2024	2025
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%	560.415	3,3x	3,4x	4,9x	5,4x	1,3x	1,2x
Mercado Livre	Varejo	MELI34	10%	387.349	21,4x	15,4x	41,3x	29,0x	15,2x	10,1x
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	287.413	n.a.	n.a.	7,6x	6,9x	1,6x	1,5x
Ambev	Alimentos & Bebidas	ABEV3	10%	191.356	6,5x	6,0x	14,6x	13,2x	2,3x	2,3x
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%	86.221	6,2x	5,1x	7,3x	8,3x	0,8x	0,8x
Suzano	Papel & Celulose	SUZB3	10%	75.376	6,5x	4,9x	7,6x	9,1x	1,4x	1,2x
Localiza	Aluguel de carros	RENT3	10%	52.038	6,6x	6,1x	15,0x	11,4x	1,8x	1,6x
Stone	Financeiro (ex-Bancos)	STOC31	10%	23.859	n.a.	n.a.	10,9x	9,3x	1,4x	1,2x
Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%	14.649	6,7x	5,3x	12,6x	11,0x	1,3x	1,2x
Cyrela	Construção civil	CYRE3	5%	7.611	7,0x	6,1x	5,7x	4,9x	0,9x	0,8x

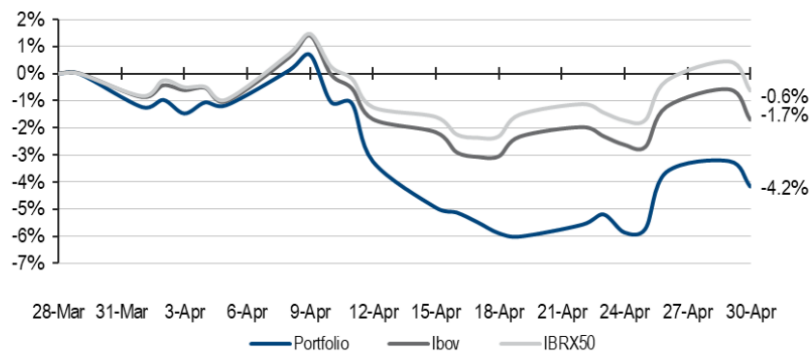
Fonte: Economática, BTG Pactual

Rentabilidade da 10SIM™ em abril

Rentabilidade mensal (*)

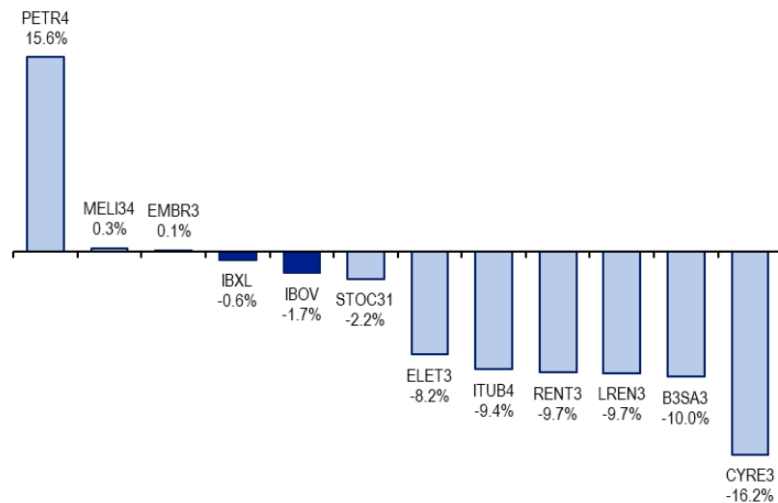
Em abril, a rentabilidade da carteira 10SIM™ foi de -4,2%, performando abaixo do Ibovespa (-1,7%) e IBRX-50 (-0,6%), conforme o gráfico abaixo.

Gráfico 23: Rentabilidade em abril de 2024 (*)



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

Gráfico 24: Desempenho das ações em abril de 2024

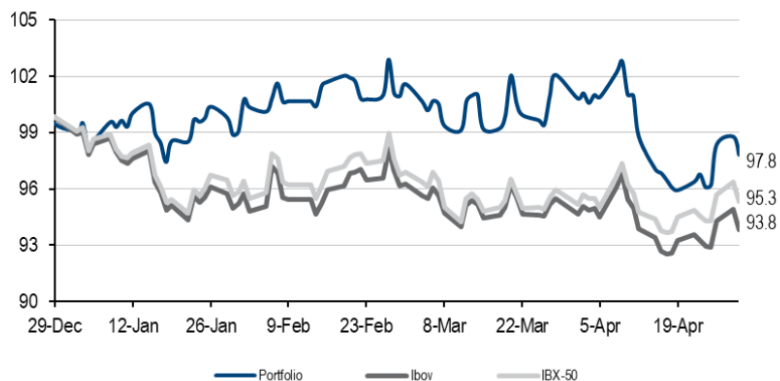


Fonte: BTG Pactual, Econômica

Rentabilidade em 2024 (*)

Desde 31 de dezembro de 2023, nossa carteira 10SIM caiu -2,2%, contra -6,2% do Ibovespa e -4,7% do IBX-50. A taxa interbancária do CDI subiu +3,5% no período.

Gráfico 25: Rentabilidade acumulada de 2024 (*)

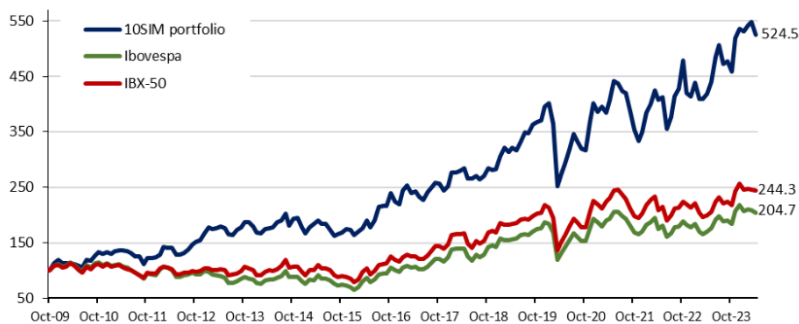


Fonte: BTG Pactual, Economática, (*) rentabilidade considerando o último preço de fechamento

Desempenho histórico

Desde outubro de 2009, quando Carlos E. Sequeira assumiu a carteira 10SIM, o portfólio acumula alta de 424,5%, contra 104,7% do Ibovespa e 144,3% do IBX-50.

Gráfico 7: Rentabilidade desde out/2009 (*)



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

Tabela 6: Rentabilidade mensal histórica (*)

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	No ano	IBOV	Carteira Acum.	IBOV Acum.
2009										0,2%	13,3%	4,8%	19,1%	11,5%	19,1%	11,5%
2010	-5,5%	0,3%	0,1%	-1,1%	-2,8%	-2,4%	12,3%	-1,4%	8,6%	4,8%	-2,4%	2,3%	12,0%	1,0%	33,4%	12,7%
2011	-2,2%	2,7%	1,6%	0,6%	-1,4%	-2,2%	-4,6%	-1,0%	-10,8%	9,5%	0,2%	2,1%	-6,5%	-18,1%	24,7%	-7,7%
2012	3,2%	10,3%	-0,2%	-0,8%	-8,7%	-0,1%	2,3%	5,1%	6,9%	3,0%	2,1%	8,1%	34,4%	7,4%	67,6%	-0,9%
2013	6,1%	-1,9%	1,4%	1,9%	-2,1%	-6,1%	-0,5%	5,1%	2,8%	5,3%	-0,6%	-3,5%	7,3%	-15,5%	79,9%	-16,3%
2014	-6,1%	-0,7%	4,0%	1,5%	0,2%	5,6%	1,9%	6,4%	-10,8%	6,8%	0,8%	-8,6%	-0,9%	-2,9%	78,3%	-18,7%
2015	-6,3%	6,2%	3,6%	3,5%	-3,1%	-0,1%	-5,5%	-6,8%	2,4%	1,5%	3,6%	-0,4%	-2,4%	-13,3%	73,9%	-29,5%
2016	-5,5%	3,2%	4,4%	7,2%	-6,0%	6,8%	12,9%	0,9%	-0,2%	10,9%	-6,5%	-2,5%	26,0%	38,9%	119,1%	-2,1%
2017	11,2%	3,9%	-5,6%	1,7%	-4,2%	-2,1%	5,7%	4,3%	2,9%	-0,9%	-4,6%	2,9%	14,7%	26,9%	151,4%	24,2%
2018	10,2%	-0,4%	1,6%	1,5%	-6,7%	0,1%	1,9%	-2,7%	2,5%	5,0%	-0,7%	0,2%	12,3%	15,0%	182,3%	42,9%
2019	8,3%	2,1%	-2,1%	2,3%	-1,6%	5,2%	4,8%	-0,1%	4,3%	1,2%	0,8%	6,7%	39,9%	31,6%	294,9%	88,0%
2020	1,7%	-9,2%	-30,7%	8,0%	7,7%	8,3%	9,0%	-3,6%	-4,1%	-1,1%	16,2%	9,2%	1,8%	2,9%	302,0%	93,5%
2021	-3,9%	2,2%	-2,7%	5,6%	8,8%	-1,1%	-3,1%	-0,9%	-7,6%	-8,9%	-5,6%	4,6%	-13,3%	-11,9%	248,5%	70,4%
2022	10,5%	3,8%	6,1%	-3,9%	1,1%	-14,0%	6,4%	9,9%	3,2%	12,1%	-12,4%	-1,3%	18,9%	4,7%	314,4%	78,4%
2023	5,7%	-6,8%	0,0%	2,5%	5,1%	10,0%	4,5%	-6,6%	0,8%	-3,9%	13,1%	3,5%	29,4%	22,3%	436,1%	118,1%
2024	-0,9%	1,9%	1,1%	-4,2%									-2,2%	-6,2%	424,5%	104,7%

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

Informações importantes

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

(i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso;

(ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas aqui ou vinculadas ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes:

- (i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes;
- (ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão;
- (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis;
- (iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual.

Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.

Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.

Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.

A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou não ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação.

O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse: www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx