



Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Abril 2025

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

Leonardo Correa
São Paulo – Banco BTG Pactual

Antonio Junqueira, CFA
São Paulo – Banco BTG Pactual

Osni Carfi
São Paulo – Banco BTG Pactual

Tcha Chan
São Paulo – Banco BTG Pactual

Bruno Henriques
São Paulo – Banco BTG Pactual

Objetivo da Carteira

A carteira tem como objetivo selecionar 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

Acrescentar risco gradualmente

Em dezembro, decidimos posicionar a 10SIM de forma bastante defensiva. A partir de fevereiro, começamos a adicionar risco gradualmente, sempre com foco em empresas de alta qualidade com boa visibilidade dos resultados. Nos últimos meses, reduzimos nossa exposição a exportadores e removemos as empresas puramente pagadoras de dividendos. Por outro lado, aumentamos nossa exposição a empresas de serviços básicos e nomes do setor financeiro com beta mais alto (primeiro a B3 e agora o Nubank).

Reformulando nossa exposição a serviços básicos: Copel e Eneva entram, EQTL permanece

Estamos mantendo nossa exposição a Serviços Básicos inalterada (30%), mas substituindo Eletrobras e Sabesp por Copel e Eneva e mantendo a Equatorial. A reestruturação da Copel está progredindo bem e, embora esteja pagando bons dividendos, uma nova política de dividendos, que deve ser anunciada em maio, pode ajudar o desempenho das ações. Em relação à Eneva, acreditamos que o leilão de capacidade de reserva de junho poderia funcionar como um gatilho relevante para as ações. Ela é negociada a uma TIR real de 11%, mesmo que não consiga reconstruir suas usinas térmicas do complexo do Parnaíba, mas se conseguir a TIR salta para 14%.

Entrada do Nubank e do MELI, substituindo a B3 e a TIM

Entre os setores financeiros, estamos substituindo a B3 pelo Nubank (mantendo o Itaú) após a forte recuperação do primeiro em março (+16%). O NU caiu 23% em dólar nos últimos 6 meses e agora está sendo negociado a 20x P/L para 2025, o que parece atraente considerando as promissoras perspectivas de crescimento do banco. Também estamos trocando a TIM (+10% em março e +25% no acumulado do ano) pelo MELI. Embora caro (negociado a 39x P/L para 2025), o posicionamento competitivo exclusivo do MELI na região, a forte alavancagem operacional e o ecossistema excepcional

content.btgpactual.com

apoiam nossas estimativas de forte crescimento do LPA (CAGR de 29% entre 2024-2028 em dólar).

As exportadoras WEG e Suzano ficam na carteira, assim como a Petrobras e a Cury

Estamos mantendo inalterada nossa exposição a exportadores, dividida entre WEG e Suzano. A Petrobras (dividend yield de ~14% para 2025) e a Cury completam a 10SIM.

Tabela 1: Portfólio 10SIM para abril/25

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VA	
					2025	2026	2025	2026	2025	2026
Mercado Livre	Varejo	MELI34	10%	569.676	21,8x	16,8x	39,0x	29,6x	14,4x	9,7x
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%	506.184	3,5x	3,4x	4,4x	4,7x	1,2x	1,1x
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	317.758	n.a.	n.a.	6,8x	6,2x	1,7x	1,5x
Nubank	Bancos	ROXO34	10%	278.443	n.a.	n.a.	20,0x	17,5x	5,4x	4,1x
Weg	Bens de Capital	WEGE3	10%	189.974	17,8x	15,1x	25,0x	21,7x	7,3x	6,6x
Suzano	Papel & Celulose	SUZB3	10%	65.605	4,6x	3,7x	4,4x	4,8x	1,5x	1,2x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	39.976	7,2x	7,0x	10,5x	9,1x	1,3x	1,2x
Copel	Serviços Básicos	CPLB6	10%	29.644	7,8x	6,8x	15,2x	11,1x	1,2x	1,1x
Eneva	Serviços Básicos	ENEV3	10%	22.848	8,6x	7,5x	34,3x	18,2x	1,5x	1,4x
Cury	Construção civil	CURY3	5%	7.117	8,9x	8,3x	7,5x	9,8x	5,2x	4,7x

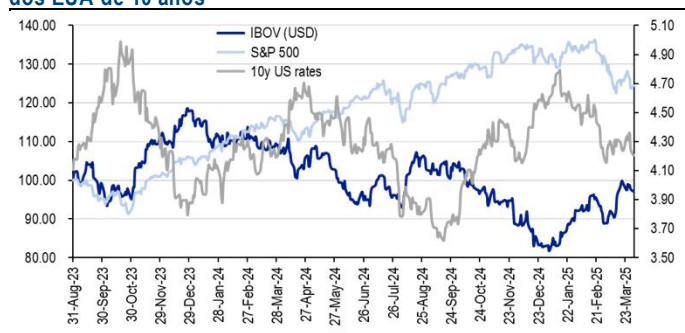
Fonte: Econômica, BTG Pactual

Acrescentar risco gradualmente

O Ibovespa teve um bom desempenho em março (alta de 5,9% em real e 7,1% em dólar), encerrando o primeiro trimestre com uma alta robusta de 17% em dólar, acompanhando de perto os fortes desempenhos da Colômbia (+22% no acumulado do ano) e do Chile (+19%).

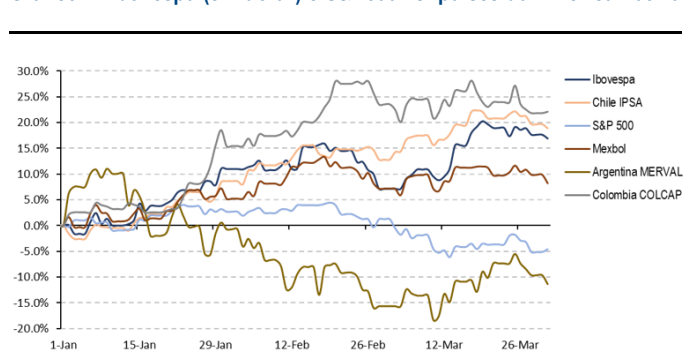
De fato, outros mercados emergentes também tiveram um forte desempenho no 3M25 (o índice Hang Seng de Hong Kong subiu 16% no acumulado do ano), confirmando nossa tese de que a maior parte do bom desempenho deste ano pode ser atribuída à rotação de portfólios para fora dos EUA (especialmente para fora das Magnificent 7) e a um cenário externo mais benigno – as taxas de juros dos EUA de 10 anos caíram 36bps no acumulado do ano.

Gráfico 1: Ibovespa (em dólar) e S&P500 (Base 100 = Ago 2023) vs. taxas dos EUA de 10 anos



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Gráfico 2: Ibovespa (em dólar) e S&P500 vs. países da América Latina



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

O fim do ciclo de aperto monetário está próximo e pode manter o momento

Um real mais forte (o real encerrou março a R\$5,71/dólar, com alta de 8,2% no acumulado do ano) e alguns dados preliminares indicando que a economia pode estar desacelerando devido a condições financeiras mais apertadas ajudaram a reduzir as expectativas do mercado sobre o quanto a taxa Selic teria que subir para conter a inflação – o DI de Jan/26 caiu 40bps no acumulado do ano para 15,02%.

De fato, a maioria dos economistas agora espera que o ciclo de aumento da taxa termine em maio ou junho, com a taxa Selic entre 15,00% e 15,25%, um aumento de 75-100bps em relação ao nível atual. Nossa equipe econômica projeta dois aumentos adicionais de 50bps em maio e junho, levando a Selic a 15,25%.

A 15,00% ou 15,25%, as taxas reais seriam extremamente altas (~9,0-9,5%) e, eventualmente, trariam a inflação de volta à meta (mas não ao longo do horizonte relevante).

Quando as taxas pararem de aumentar, os mercados naturalmente começarão a discutir quando elas poderão começar a cair. E, embora seja improvável que as condições econômicas permitam cortes nas taxas este ano, acreditamos que até mesmo uma pequena probabilidade pode ser suficiente para impulsionar os preços das ações para cima – uma colheita forte e a valorização do real este ano podem ajudar a reduzir as pressões inflacionárias, especialmente nos alimentos.

A equipe econômica do BTG Pactual continua cética quanto à existência de espaço para que as taxas comecem a cair este ano. Nossa equipe já projeta um crescimento do PIB mais lento neste ano do que no ano passado (1,5% vs. 3,5%) e, embora a taxa de desemprego possa aumentar em 2025 (modelamos 7,1% vs. 6,5% atualmente), o mercado de trabalho deve permanecer apertado. Atualmente, nossa equipe está modelando um índice de preços ao consumidor de 5,7% em 2025, deixando pouco espaço para o Banco Central flexibilizar a política monetária em breve (a meta de inflação é de 3%).

Por outro lado, novas medidas para estimular a atividade econômica podem aumentar as pressões inflacionárias

Por outro lado, uma economia em desaceleração pode afetar negativamente a popularidade do governo (antes de um ano de eleições presidenciais) e pressionar a atual administração a elaborar medidas para reacender a economia. Acreditamos que essas medidas podem aumentar os prêmios de risco, pressionar o real e dificultar o processo de desinflação.

Na verdade, o governo já anunciou uma série de programas e iniciativas que devem impactar positivamente a atividade econômica. O mais conhecido é um projeto de lei que propõe uma isenção de imposto de renda para aqueles que ganham menos de R\$ 5 mil por

mês (com um custo estimado de R\$ 30 a 40 bilhões para os cofres do governo).

Outra iniciativa com potencial para impactar significativamente a economia é uma medida provisória que regulamenta os empréstimos consignados para funcionários privados, o que poderia reduzir substancialmente as taxas de juros.

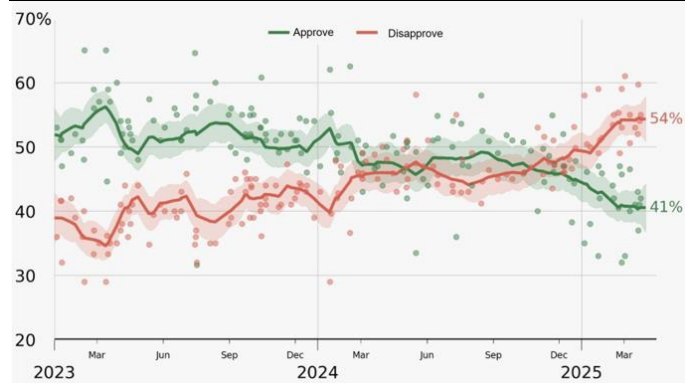
Outras iniciativas potenciais incluem: (i) gás de cozinha gratuito para 22 milhões de famílias (custo estimado de R\$12 bilhões, cerca de R\$8,5 bilhões a mais do que no ano passado); (ii) liberação de sobras que estão bloqueadas nos fundos de aposentadoria do FGTS (até R\$12 bilhões poderiam ser liberados); (iii) subsídios em dinheiro para estudantes do ensino médio que frequentam escolas públicas (Pé de Meia), um programa que já está em operação (custou R\$6 bilhões no ano passado e poderia custar cerca de R\$12 bilhões este ano, quando será totalmente implementado); (iv) medicamentos gratuitos adicionais oferecidos por meio do programa Farmácia Popular (o programa já existe e sua expansão pode custar mais R\$0,6 bilhão este ano).

No total, esses programas poderiam injetar de R\$ 20 bilhões a R\$ 28 bilhões a mais na economia em 2025 (sem contar a proposta de isenção de impostos, que só deve ter impacto em 2026, e os empréstimos consignados para funcionários privados). Desse montante, o desbloqueio dos fundos de aposentadoria (R\$ 12 bilhões) e o programa Pé de Meia (+R\$ 6 bilhões) colocam dinheiro imediatamente nas mãos da população e podem ser usados para consumo.

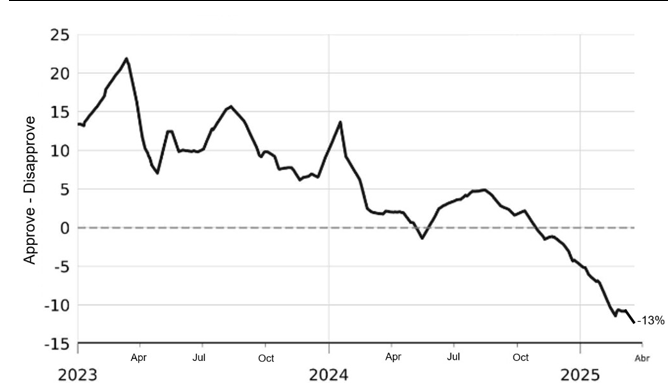
As eleições de 2026 já estão desempenhando um papel importante, mesmo que seja muito cedo

O índice de aprovação do governo vem caindo rapidamente, com uma aceleração perceptível nos últimos meses. De acordo com a empresa de consultoria política Jota, o índice de desaprovação está agora 13 pontos percentuais acima do índice de aprovação (em comparação com uma diferença de 15 pontos percentuais a favor da aprovação no início do governo).

Acreditamos que a queda no índice de aprovação do governo teve um impacto positivo nos mercados este ano.

Gráfico 3: Taxa de aprovação/desaprovação do governo Lula


Fonte: JOTA

Gráfico 4: Diferença entre aprovação/desaprovação


Fonte: JOTA

Entretanto, conforme discutido acima, o governo está trabalhando em uma série de medidas econômicas populistas que devem chegar ao mercado neste ano e no próximo, na esperança de aumentar o índice de aprovação do governo. Seria natural esperar que essas medidas aumentassem o índice de aprovação do governo nos próximos trimestres.

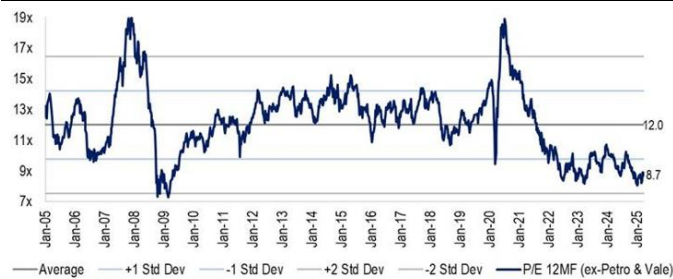
De fato, ao analisar as administrações passadas, os índices de aprovação geralmente caem no T8-T12 e depois se recuperam no final do governo. De fato, os índices de aprovação da maioria dos presidentes melhoraram entre o T8-10 e o final de seus governos – Lula2 melhorou 13p.p., Dilma1 12p.p., Lula1 7p.p. e FHC2 2p.p.

Em nossa opinião, se o índice de aprovação de Lula voltar para ~40%, ele será um candidato competitivo em 2026, especialmente considerando que terá as ferramentas do governo ao seu lado.

As ações brasileiras continuam baratas, especialmente se as taxas reais de longo prazo caírem

Mesmo após o bom desempenho, as ações brasileiras estão sendo negociadas a múltiplos que acreditamos serem atraentes. Excluindo a Petrobras e a Vale, as ações brasileiras estão sendo negociadas a 8,7x P/L 12 meses à frente (7,6x incluindo essas empresas), um pouco mais de 1 desvio padrão abaixo da média.

Considerando que as taxas reais de longo prazo ainda estão altas (atualmente em 7,6%), após o bom desempenho recente das ações locais, o prêmio para manter ações diminuiu para 3,9%, abaixo dos ~5% no final de 2024. Mas o prêmio ainda está acima da média histórica (3,1%).

Gráfico 5: Bovespa P/L 12 meses à frente (ex Petro & Vale)


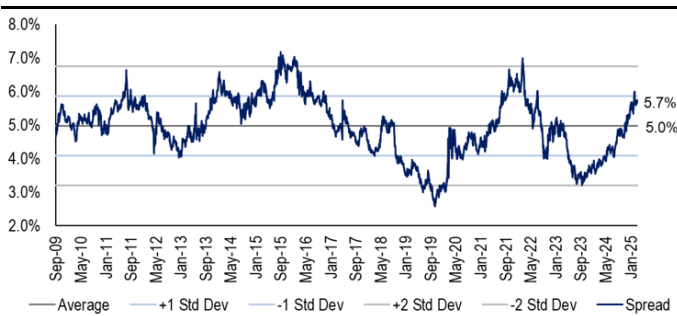
Fonte: Economática, estimativas BTG Pactual

Gráfico 6: Earnings yield (L/P – taxas reais de 10 anos)


Fonte: Economática, estimativas BTG Pactual

Em nossa opinião, para que as ações locais continuem a subir de forma consistente, as taxas reais de longo prazo precisam cair. Dito isso, para uma redução mais pronunciada nas taxas reais a longo prazo no Brasil, o governo teria que implementar medidas estruturais para reduzir o ritmo de expansão da dívida, o que parece altamente improvável.

O aumento da percepção de risco do Brasil se reflete na diferença cada vez maior entre as taxas reais de longo prazo do Brasil e dos EUA, que agora está perto de um desvio padrão acima da média (5,7%). Naturalmente, a redução das taxas reais de longo prazo nos EUA ajudaria o Brasil, mas acreditamos que uma grande parte da redução das taxas reais de longo prazo do Brasil teria de vir de uma melhor percepção de risco político/fiscal.

Gráfico 7: Spread (NTN-B 2035 vs. taxas dos EUA de 10 anos)


Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Gráfico 8: Títulos do governo de longo prazo (NTN-B 2035 vs. taxas dos EUA de 10 anos)

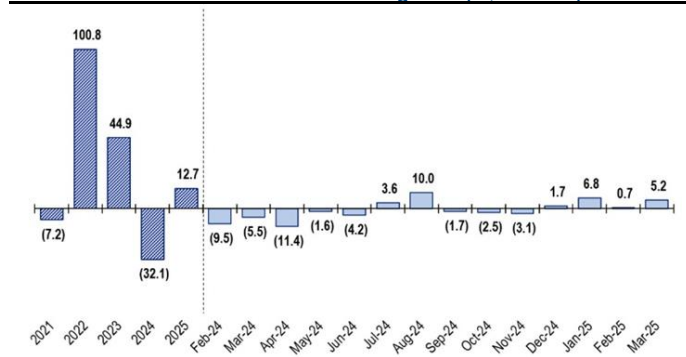

Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Estrangeiros são compradores líquidos de ações brasileiras no acumulado do ano

Os investidores estrangeiros são compradores líquidos de ações brasileiras em 2025. Nos 3M25, os investidores estrangeiros compraram o equivalente a R\$12,7 bilhões em ações brasileiras. Parte disso foi impulsionada pela recente venda pela Cosan de uma participação de 4% na Vale (~R\$ 9 bilhões), que foi comprada principalmente por estrangeiros (R\$ 7,8 bilhões). Mesmo se fizermos o ajuste para esse evento, os investidores estrangeiros são compradores líquidos no valor de R\$4,9 bilhões no acumulado do ano.

Temos observado um interesse crescente no Brasil entre os investidores estrangeiros. A combinação de rotação para fora dos EUA, múltiplos atraentes e uma possível mudança no cenário político

em 2026 provavelmente estão por trás disso. Neste momento, os fluxos estrangeiros parecem se concentrar em ações específicas em vez de uma compra mais generalizada de índices.

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


Fonte: B3, estimativas BTG Pactual

Gráfico 10: Fluxos estrangeiros para ações no Brasil, acumulado no ano


Fonte: Bloomberg, estimativas BTG Pactual

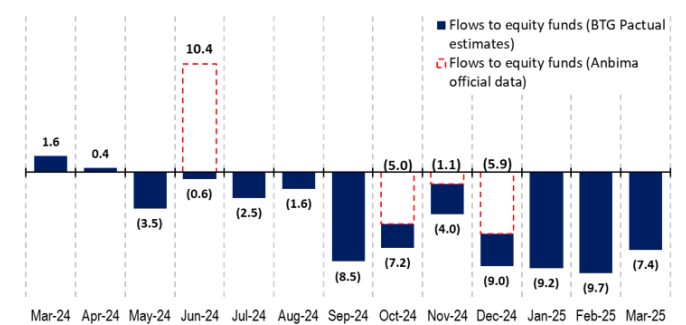
As saídas de fundos de ações locais persistem, mas foram menos intensas em março

Embora as saídas de fundos de ações locais tenham continuado em março, elas foram menos pronunciadas do que nos dois primeiros meses do ano – R\$7,4 bilhões em março contra R\$9,7 bilhões em fevereiro e R\$9,2 bilhões em janeiro.

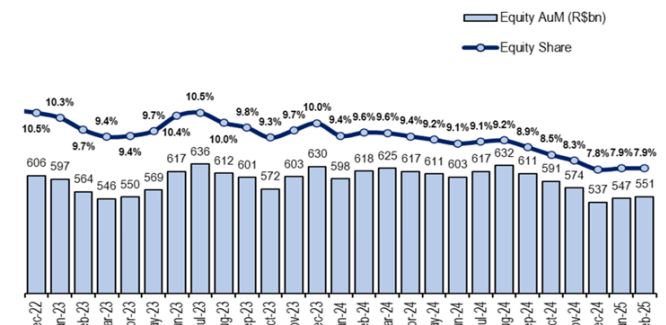
Embora encorajadoras, as saídas de dinheiro ainda são relevantes, especialmente considerando as saídas maciças observadas nos últimos três anos.

Nesse momento, as alocações de fundos multimercados (incluindo fundos de ações, hedge funds, fundos de pensão, etc.) em ações continuam muito baixas (apenas 7,9%).

O fato de que as taxas de juros do curto prazo (Selic) continuarão a subir nos próximos meses – a Selic está em 14,25%, mas pode subir para 15,00-15,25% em maio/junho – pode manter as alocações em ações sob pressão.

Gráfico 11: Fluxos de fundos de ações


Fonte: Anbima, estimativas BTG Pactual

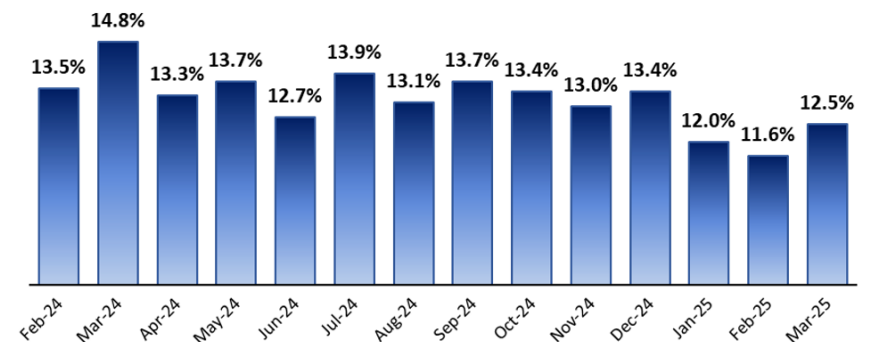
Gráfico 12: Fundos locais – Alocações em ações


Fonte: Anbima, estimativas BTG Pactual

É interessante observar que, à medida que as taxas continuam a subir, a participação dos investidores varejistas está tendendo para baixo – atingindo um mínimo de 11,6% em fevereiro, subindo um pouco para

12,5% em março, mas ainda abaixo dos 14,8% observados em março de 2024.

Gráfico 13: Participação dos investidores de varejo no volume de negociação (%)



Fonte: B3, BTG Pactual

Portfólio 10SIM: Adicionando risco gradualmente

Em dezembro passado, decidimos posicionar a 10SIM de forma bastante defensiva devido às preocupações com a falta de disciplina fiscal do governo. Em janeiro, incluímos uma combinação de exportadores, pagadores de dividendos e ações com fluxo de caixa concentrados no curto prazo e mantivemos o portfólio com risco muito baixo.

A partir de fevereiro, começamos a adicionar gradualmente algum risco à 10SIM, sempre nos concentrando em empresas de alta qualidade com boa visibilidade dos resultados e liquidez decente. Mantivemos nossa estratégia original de ter um portfólio diversificado.

Nos últimos meses, reduzimos nossa exposição a exportadores (de 30% para 20%) e players puramente pagadores de dividendos (de 20% para 0%). Por outro lado, nossa exposição a empresas de serviços básicos (de 20% para 30%, para nos beneficiarmos do que acreditamos ser um prêmio de risco excessivo nos títulos brasileiros de longo prazo) e a nomes financeiros de beta um pouco mais alto (primeiro a B3 e agora o Nubank), sempre em busca de oportunidades.

Neste mês, estamos mantendo nossa exposição a serviços básicos (30% da 10SIM), mas trocando os nomes. Estamos substituindo Eletrobras e Sabesp por Copel e Eneva, mantendo a Equatorial. A reestruturação da Copel está progredindo bem, com a empresa cortando custos e vendendo ativos mais rapidamente do que o esperado. Embora venha pagando bons dividendos e tenha um programa de recompra considerável em aberto, uma nova e consistente política de dividendos, que deve ser anunciada em maio, pode ajudar o desempenho das ações. Vemos a Copel sendo negociada a uma TIR real de 11%.

A Eneva é a outra novata entre as empresas de serviços básicos, pois acreditamos que o leilão de capacidade de reserva de junho poderia funcionar como um gatilho relevante para as ações. A Eneva está sendo negociada a uma TIR real de 11%, mesmo que não consiga recontratar suas usinas térmicas do complexo do Parnaíba. No entanto, se conseguir contratar as usinas (sob as mesmas condições do leilão de 2021), sua TIR real saltaria para 14%.

No setor financeiro, também estamos mantendo a mesma exposição (20% da carteira), mas substituindo a B3 pelo Nubank (e mantendo o Itaú), após a forte alta da primeira em março (+16%). O Nubank teve uma queda de 6% em dólar no mês (e está com queda de 23% em dólar no acumulado do ano), motivada por potenciais pressões de NIM decorrentes dos novos empréstimos consignados privados e por uma queda geral de ações Nasdaq/tech. Após a queda, o NU está sendo negociado a 20x P/L para 2025, o que parece atraente, considerando as promissoras perspectivas de crescimento do banco no médio/longo prazo.

Nossa última mudança é a reinclusão do Mercado Livre na 10SIM, substituindo a TIM após seu desempenho muito forte em março (+10,3%) e no acumulado do ano (25%). Por outro lado, o MELI teve uma queda de 7% em março, potencialmente arrastado pelo fraco desempenho da Nasdaq no mês. Embora caro (é negociado a 39x P/L para 2025), o posicionamento competitivo exclusivo do MELI na região, a forte alavancagem operacional e o ecossistema excepcional sustentam nossas expectativas de forte crescimento do LPA nos próximos anos (modelamos um CAGR de 29% do LPA entre 2024-2028 em dólar).

Estamos mantendo nossa exposição a exportadores inalterada em 20%, dividida entre a WEG e a Suzano. Também estamos mantendo a Petrobras na 10SIM, o que dá à carteira uma exposição extra a câmbio e um forte pagamento de dividendos (Dividend yield de cerca de 14% para 2025). A Cury, construtora de imóveis de baixo renda, completa a 10SIM.

Tabela 2: Mudanças na 10SIM™ (Março vs. Abril)

Março				Abril			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
B3	Financeiro	B3SA3	10%	Nubank	Bancos	ROXO34	10%
Suzano	Papel & Celulose	SUZB3	10%	Suzano	Papel & Celulose	SUZB3	10%
Weg	Bens de Capital	WEGE3	10%	Weg	Bens de Capital	WEGE3	10%
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%	Copel	Serviços Básicos	CPLE6	10%
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%	Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%
Sabesp	Serviços Básicos	SBSP3	10%	Eneva	Serviços Básicos	ENEV3	10%
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%
Cury	Construção civil	CURY3	5%	Cury	Construção civil	CURY3	5%
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%
Tim	Telecom	TIMS3	10%	Mercado Livre	Varejo	MELI34	10%

Fonte: BTG Pactual

Um resumo das nossas escolhas de abril

Nubank (ROXO34)

As ações da NU caíram quase 7% em real em março, com desempenho inferior ao do Ibovespa em ~13%. Os dois tópicos de discussão mais recentes que podem ter impulsionado a queda são: (i) oportunidades e riscos do consignado privado, com os investidores locais construindo um consenso de que, no curto prazo, o NU enfrenta mais riscos, potencialmente levando a um NIM mais baixo; (ii) o retorno de David Vélez às operações. Embora o ponto (ii) seja visto, em geral, como um desenvolvimento positivo, há especulações sobre o motivo disso estar acontecendo agora e se sinaliza que algo não está indo de acordo com o planejado. Além disso, na semana passada, um investidor de private equity distribuiu ações do NU aos investidores, o que pode ter contribuído para uma pressão adicional de curto prazo. Dito isso, as ações do NU já sofreram uma correção significativa. A um preço próximo a R\$10, ela estaria sendo negociada a cerca de 20x P/L para 2025, o que poderia atrair a atenção de vários investidores internacionais como uma oportunidade de compra. Portanto, apesar das possíveis pressões de curto prazo e visão de que 2025 poderia ser um ano de transição para o Nubank, acreditamos que os riscos acima já estão de certa forma precificados nas ações. Como resultado, vemos um viés mais positivo para o NU nesses níveis.

Itaú Unibanco (ITUB4)

Apesar do forte desempenho neste mês e no acumulado do ano, acreditamos que o desempenho superior do Itaú em relação a seus pares ainda parece modesto – especialmente considerando a diferença no posicionamento estratégico, na transformação digital e na qualidade da gestão. Vemos uma grande vantagem para o Itaú proveniente da iniciativa One Itaú, juntamente com um foco mais forte em eficiência, que acreditamos que o banco pode acelerar nos próximos dois a três anos. Durante esse período, o Itaú efetivamente "deixará para trás" o banco antigo e começará a obter ganhos significativos de eficiência em suas operações bancárias varejistas, o que, acreditamos, permitirá que seu ROE sustentável aumente a diferença em relação aos seus pares. Com essa abordagem atualizada e o super app One Itaú, o banco também fez a transição do modo de defesa para o modo de ataque. O banco não quer ser um "seguidor rápido", mas sim um "pioneiro", sempre impulsionado por uma visão que prioriza o cliente. As ações do Itaú devem superar o desempenho de seus pares privados, Bradesco/Santander, por mais um ano, e não vemos isso mudando nos próximos 12 meses. Estamos mantendo o Itaú no portfólio por mais um mês, e como nossa Top Pick entre os bancos incumbentes.

Suzano (SUZB3)

Os fundamentos da Suzano permanecem sólidos, apoiando a tese de investimento da empresa. Acreditamos que a probabilidade de um M&A de grande porte e/ou de uma onda de internacionalização diminuiu acentuadamente nos últimos meses, após a tentativa fracassada de IP.

Há algum tempo, defendemos uma expansão gradual de múltiplos à medida que o mercado leva em conta a evolução do Cerrado e a alocação disciplinada de capital. Também esperamos que as perspectivas de desalavancagem se acelerem (dívida líquida/EBITDA de 2,4x até o final de 2025), o que deve apoiar a tese no curto prazo. A ação está agora altamente pressionada, sendo negociada a múltiplos baixos de ~4,6x EV/EBITDA para 2025 (vs. ~7,0x justo, em nossa opinião). Embora a perspectiva de curto prazo para os preços da celulose continue desafiadora, o ciclo parece ter chegado nas mínimas, com três aumentos de preços já bem encaminhados e um quarto anunciado ao mercado. Mesmo a US\$ 590/t de celulose, a Suzano oferece um yield de geração de caixa (FCFE) de aproximadamente 12%, o que é bastante decente, sustentando nossa tese.

Petrobras (PETR4)

A Petrobras continua sendo nossa Top Pick no setor de Petróleo & Gás, combinando (i) crescimento sólido da produção, (ii) fluxo de caixa vinculado ao dólar, (iii) Dividend yields atraentes e (iv) uma estrutura de governança que, embora não esteja isenta de falhas, inclui proteções significativas. O recente aumento no capex de 2024 – com o objetivo de alinhar melhor a execução física com o planejamento financeiro – levantou preocupações quanto ao payout de dividendos. Dito isso, acreditamos que o aumento do capex no quarto trimestre abre espaço para possíveis revisões negativas dos investimentos de 2025. Combinado com o aumento da produção, isso poderia se traduzir em uma geração de caixa (FCFE) mais forte do que o esperado, reforçando a capacidade de payout da Petrobras. Embora valha a pena monitorar as possíveis mudanças na alocação de capital ou na atividade de M&A, as reações anteriores do mercado a esses eventos muitas vezes criaram pontos de entrada atraentes.

Copel (CPLE6)

Esperamos que a nova política de dividendos da Copel seja divulgada próximo aos resultados do primeiro trimestre (no início de maio). A reestruturação da empresa está indo na direção certa, ajustando sua base de custos em um bom ritmo, atraindo novos talentos e vendendo ativos em condições melhores do que as esperadas anteriormente pelos investidores. A Copel também já está pagando dividendos decentes e tem um programa de recompra considerável em andamento. A empresa, no entanto, ainda não é negociada como uma tese de dividendos, com sua TIR ainda em torno de 11%, o que é bastante elevado em comparação com outros players pagadores de dividendos (negociando com TIRs reais entre 6 e 8%). A nova política de dividendos poderia ajudar a fazer com que a ação se tornasse uma "tese de dividendos" mais clara.

Mercado Livre (MELI34)

Recentemente, ajustamos nossas estimativas após os resultados do quarto trimestre, considerando os desenvolvimentos atuais (principalmente a alavancagem operacional mostrada no trimestre) e a perspectiva competitiva nos segmentos de e-commerce e de

pagamentos da América Latina, levando a um novo preço-alvo para 2025 de R\$ 125 (contra R\$ 110 anteriormente). Em média, nossa estimativa de GMV é 1% maior, o EBIT aumentou 7% em relação às nossas estimativas anteriores e o lucro líquido melhorou 11%. Apesar de estar sendo negociada a 39x P/L para 2025, o valor de seu ecossistema significa que vemos o MELI à frente do grupo (CAGR do LPA entre 2024-28 de 29% em dólar), com melhoria dos níveis de take rates e lucratividade saudável por conta dos serviços adicionais oferecidos em sua plataforma (impulsionando o "bom crescimento"), reforçando seu status como nossa Top Pick.

Eneva (ENEV3)

Estamos adicionando a Eneva ao 10SIM deste mês, de olho nas oportunidades decorrentes do Leilão de Capacidade de Reserva de junho. Em nossa opinião, o evento parece bastante assimétrico para a ação. Em um caso hipotético em que a empresa não consiga obter uma vitória no leilão (e em que nunca recontrate as usinas térmicas do complexo de Parna), a TIR real da ação seria de 11%. Caso a empresa renove (nos termos do leilão de capacidade de 2021), a TIR saltaria para 14%. Nossos números não incluem nova capacidade ou melhores números para a renovação de Parna. Portanto, há cenários em que o múltiplo de valuation poderia estar acima da TIR real de 14%. Acreditamos que a assimetria da tese é bastante interessante.

Cury (CURY3)

Estamos muito otimistas com relação ao segmento de moradias de baixa renda, uma vez que a acessibilidade nunca foi tão boa no programa MCMV. A Cury vem apresentando sólidos resultados operacionais e financeiros, com lançamentos e vendas crescendo cerca de 50% a/a e o LPA aumentando 35% a/a em 2024, resultando em um ROE de 63%. As ações subiram 40% no acumulado do ano, mas o desempenho operacional da empresa só está melhorando (esperamos um forte crescimento de lançamentos no 1S25 e, como a demanda continua sólida, esperamos que os lucros cresçam 40% este ano). Mais importante ainda, como a Cury apresenta um balanço patrimonial desalavancado, a empresa deve pagar um alto dividend yield de ~10% este ano. Embora o valuation seja mais elevado do que o de seus pares (7,5x P/L para 2025), estamos mantendo a Cury em nossa carteira 10SIM este mês.

Equatorial (EQTL3)

O prêmio de risco da EQTL é alto em um momento em que o custo real da dívida pública também é alto. Um prêmio elevado em cima de uma NTNB com ~7,6%. Vemos a EQTL com uma TIR real de 11,3%. Se estendêssemos o benefício fiscal da empresa até 2038, a TIR real seria de 11,7%. A EQTL é uma ótima tese de carregamento, a melhor empresa da categoria no setor e uma ótima maneira de se expor à assimetria que acreditamos existir das taxas reais de longo prazo. Com uma duration de mais de 10 anos, proteção total contra a inflação e exposição limitada a uma economia em desaceleração, acreditamos que o nome deve ter um 2025 bastante sólido.

WEG (WEGE3)

A empresa registrou um desempenho fraco depois que as margens do quarto trimestre ficaram aquém das expectativas excessivamente altas do mercado. Além disso, fatores como tarifas, a desaceleração da economia dos EUA e o arrefecimento da IA são alguns desafios que afetam a ação dos preços no curto prazo. No entanto, dada a valuation atraente de 25x P/L para 2025 (em comparação com uma média histórica de 25-35x), consideramos este momento como um ponto de entrada para a WEG. Ainda esperamos que a WEG ofereça retornos sólidos nos próximos anos, impulsionados por seu forte posicionamento em mercados com crescimento robusto e expansão de margem, como motores elétricos e T&D externo.

Tabela 3: 10SIM para abril de 2025

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2025	2026	2025	2026	2025	2026
Mercado Livre	Varejo	MELI34	10%	569.676	21,8x	16,8x	39,0x	29,6x	14,4x	9,7x
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%	506.184	3,5x	3,4x	4,4x	4,7x	1,2x	1,1x
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	317.758	n.a.	n.a.	6,8x	6,2x	1,7x	1,5x
Nubank	Bancos	ROXO34	10%	278.443	n.a.	n.a.	20,0x	17,5x	5,4x	4,1x
Weg	Bens de Capital	WEGE3	10%	189.974	17,8x	15,1x	25,0x	21,7x	7,3x	6,6x
Suzano	Papel & Celulose	SUZB3	10%	65.605	4,6x	3,7x	4,4x	4,8x	1,5x	1,2x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	39.976	7,2x	7,0x	10,5x	9,1x	1,3x	1,2x
Copel	Serviços Básicos	CPL6	10%	29.644	7,8x	6,8x	15,2x	11,1x	1,2x	1,1x
Eneva	Serviços Básicos	ENEV3	10%	22.848	8,6x	7,5x	34,3x	18,2x	1,5x	1,4x
Cury	Construção civil	CURY3	5%	7.117	8,9x	8,3x	7,5x	9,8x	5,2x	4,7x

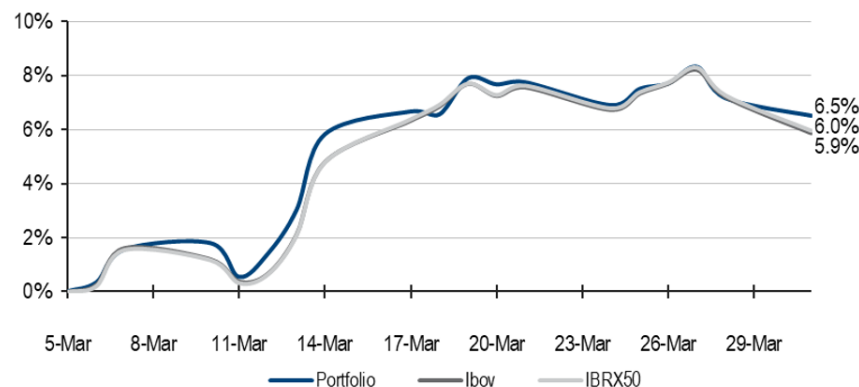
Fonte: Economática, BTG Pactual

Rentabilidade da 10SIM™ em março

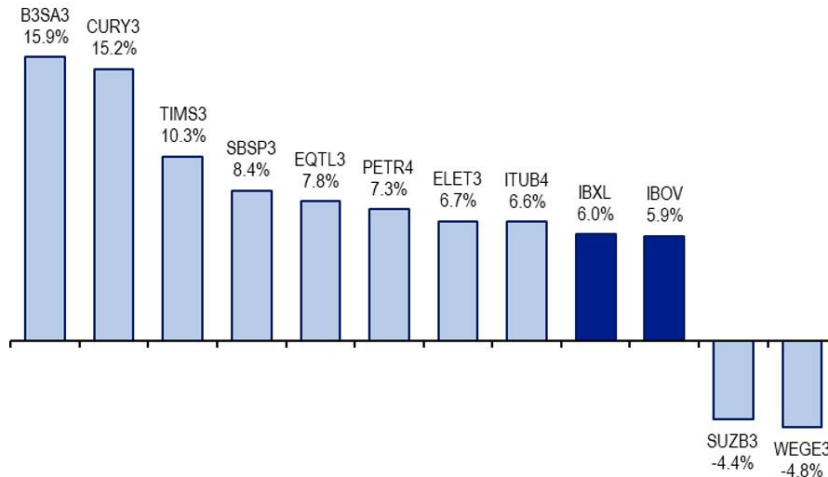
Rentabilidade mensal*

Em março, o desempenho do nosso portfólio 10SIM™ foi de 6,5%, acima do Ibovespa (5,9%) e do IBrX-50 (6,0%), conforme mostrado no gráfico abaixo.

Gráfico 14: Rentabilidade em março de 2025*



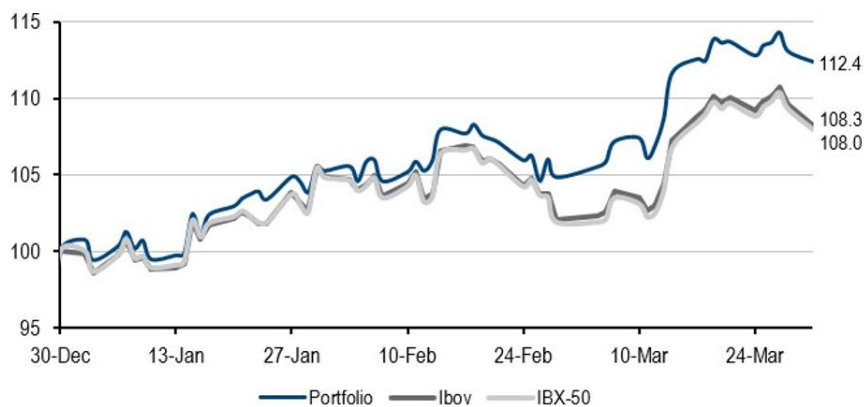
Fonte: BTG Pactual, Economática, (*) rentabilidade considerando o último preço de fechamento

Gráfico 15: Desempenho das ações em março de 2025


Fonte: BTG Pactual, Economática

Desempenho no acumulado do ano

Desde 31 de dezembro de 2024, nossa carteira 10SIM subiu 12,4%, contra 8,3% do Ibovespa e 8,0% do IBX-50. A taxa do CDI subiu +3,0% no período.

Gráfico 16: Desempenho até o momento


Fonte: BTG Pactual, Economática

Desempenho histórico

Desde outubro de 2009, quando Carlos E. Sequeira assumiu a gestão do portfólio 10SIM, a 10SIM teve uma alta de 431,5%, em comparação com 111,7% para o Ibovespa e 154,2% para o IBX-50.

Gráfico 17: Rentabilidade desde out/2009*


Fonte: BTG Pactual, Economática

Tabela 4: Rentabilidade mensal histórica*

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	No ano	IBOV	Carteira Acum.	IBOV Acum.
2009													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%	-6,2%	0,2%	5,6%	5,6%	-3,6%	-1,1%	-7,5%	-2,5%	-11,8%	-10,4%	372,9%	95,5%
2025	5,3%	0,3%	6,5%										12,4%	8,3%	431,5%	111,7%

Fonte: Economática, BTG Pactual

Informações importantes

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

Certificado do Analista

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

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

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

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, 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. OBTG 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