



## Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research  
Banco BTG Pactual S.A.

Junho 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

---

### **Elevando o risco com o aumento de nossa exposição ao Varejo; redução em Serviços Básicos/Financeiro**

Após uma temporada de resultados do primeiro trimestre mais forte do que o esperado, decidimos adicionar algum risco à 10SIM aumentando a exposição ao Varejo, o principal destaque setorial da temporada 1T25. Para abrir espaço, reduzimos nossa exposição (anteriormente muito alta) ao setor Financeiro e de Serviços Básicos - de 60% para 40% da 10SIM. Também mantivemos uma exposição muito baixa a commodities (apenas 10%)

### **Smartfit e MELI entram; CXSE e Eneva saem; Nubank substitui o Banco do Brasil**

Estamos adicionando a Smartfit à 10SIM devido à sua escala inigualável, aos números de alto retorno e à sua exposição a um mercado fragmentado. Ela é negociada com um prêmio em relação a seus pares de varejo, justificado pelo crescimento mais elevado. Por sua vez, o MELI retorna à 10SIM devido ao crescimento consistente da linha de receita e às sólidas perspectivas no negócio de fintech (esperamos um CAGR de LPA entre 2024-28 de 30% em dólar). Também estamos substituindo o BB pelo Nubank. Os resultados do 1T deste último mostraram tendências promissoras e agora esperamos que o crescimento da receita se acelere no Brasil. O Itaú completa nossa exposição a serviços financeiros.

### **Rumo e Cyrela substituem Localiza e Cury**

Também estamos fazendo alguns ajustes em outras partes do portfólio, substituindo a Localiza (+35% no acumulado do ano) pela Rumo (+6%), pois esperamos preços mais altos de frete e volumes mais fortes (melhor colheita de milho). Também estamos substituindo a Cury (+72% no acumulado do ano, negociada a 9x P/L) pela Cyrela (+54% no acumulado do ano, negociada a 5x P/L), que já possui ~40% de seus resultados no programa MCMV.

## PRIO substitui Petro; EQTL, Copel e Cosan permanecem

Estamos mantendo alguma exposição a commodities (10%), mas substituindo a Petrobras pela PRIO, dada a melhor dinâmica de resultados desta última. A Equatorial, a Copel e a Cosan completam a 10SIM.

Tabela 1: Portfólio 10SIM para junho/25

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%	742.671	28,3x	22,1x	50,0x	39,0x	18,3x	12,4x
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	381.486	n.a.	n.a.	8,7x	8,2x	2,0x	1,8x
Nubank	Bancos	ROXO34	10%	335.866	n.a.	n.a.	23,3x	18,2x	5,6x	4,3x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	45.882	7,1x	7,6x	8,9x	10,2x	1,6x	1,4x
Copel	Serviços Básicos	CPLE6	10%	36.314	9,1x	8,5x	15,0x	13,3x	1,6x	1,7x
Rumo	Transportes	RAIL3	10%	34.831	7,0x	6,4x	18,3x	11,9x	2,1x	1,9x
Prio	Petróleo & Gás	PRIO3	10%	31.750	5,5x	2,7x	9,9x	3,6x	1,2x	0,9x
Cosan	Agronegócio	CSAN3	10%	15.297	3,4x	3,2x	3,2x	2,5x	0,2x	0,2x
Smartfit	Varejo	SMFT3	10%	14.340	9,9x	7,8x	20,0x	13,5x	2,3x	2,0x
Cyrela	Construção civil	CYRE3	10%	9.147	7,3x	6,7x	5,0x	5,3x	1,0x	1,0x

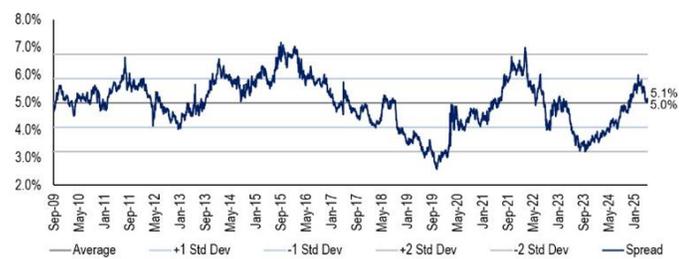
Fonte: Econômica, BTG Pactual

## Aumento da exposição ao setor de varejo

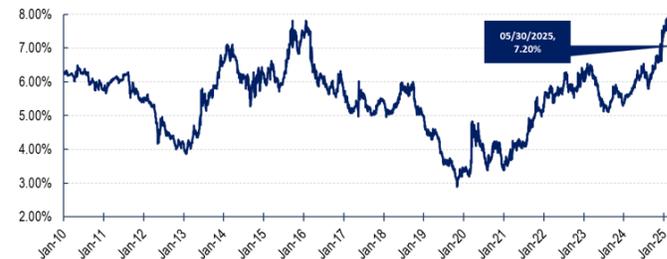
Em nosso relatório de maio, após mais um bom mês para o Ibovespa, dissemos que o excesso de prêmio de risco das ações havia sido consumido pela recente alta, que não prevíamos nenhuma revisão positiva significativa dos lucros, já que se espera que a economia desacelere, e que, para que a alta continuasse, as taxas reais de longo prazo teriam que cair e não conseguíamos ver uma razão clara para que isso acontecesse.

Bem, a temporada de resultados do 1T25 foi melhor do que o esperado em uma economia mais forte do que o previsto, o que muito provavelmente levará a revisões de lucros positivas, pelo menos em setores como o varejo.

Além disso, as taxas reais de longo prazo caíram no mês e terminaram maio em 7,20%, uma queda de 19bps m/m. É interessante observar que as taxas reais de longo prazo caíram no Brasil, embora tenham subido nos EUA (+14bps, para 2,06%), reduzindo o diferencial de taxa real de longo prazo Brasil-EUA para 5,1%, de 5,5% no final de abril. As taxas reais de longo prazo ainda estão muito altas no Brasil, o que implica que há muito risco precificado nos títulos de longo prazo, mas talvez os investidores estejam mais confortáveis na margem com o risco fiscal/político associado ao investimento no país.

**Gráfico 1: Spread (NTN-B 2035 vs. taxas de 10 anos dos EUA)**


Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

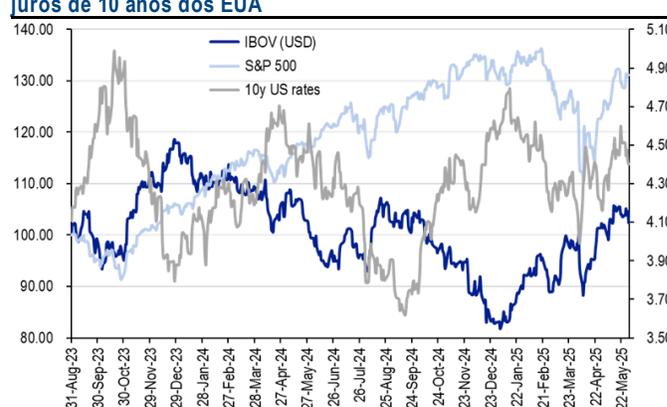
**Gráfico 2: Títulos públicos de longo prazo (NTN-B 2035)**


Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Esses acontecimentos melhores do que o esperado fizeram com que o Ibovespa prolongasse a alta por mais um mês. Em maio, subiu mais 1,5% em real e 0,9% em dólar, aumentando o desempenho no acumulado do ano para 13,9% em real e 23,2% em dólar. Embora o desempenho das ações brasileiras seja indiscutivelmente forte, ele não é muito diferente dos bons desempenhos que estamos vendo em seus pares latino-americanos – o Chile subiu 26%, o México 26%, a Colômbia 24%, etc.

**Gráfico 3: Ibovespa (em dólar) e S&P500 vs. países da América Latina**


Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

**Gráfico 4: Ibovespa (em dólar) e S&P500 (Base 100 = Aug.23) vs. taxas de juros de 10 anos dos EUA**


Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

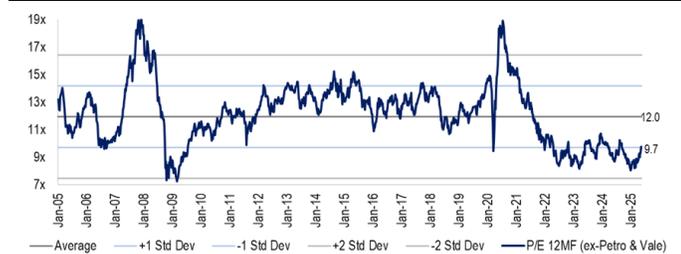
## As ações brasileiras continuam baratas, mas menos agora

A recuperação prolongada do Brasil nos coloca, de certa forma, no mesmo ponto em que estávamos no mês passado. As ações brasileiras estão sendo negociadas agora a 9,7x o P/L 12 meses à frente, ex-Petro&Vale, o que ainda é um desvio-padrão abaixo da média (de 12x) e, portanto, relativamente barato.

Entretanto, quando ajustado para as taxas reais de longo prazo (agora em 7,20%), o prêmio para manter ações está em 3,2%, semelhante ao mês passado (estava em 3,3%) e em linha com a média histórica. De certa forma, para que a alta continue com base apenas nos fundamentos, precisaríamos de revisões de lucros para cima, o que é possível, talvez até provável, já que a economia está tendo um desempenho melhor do que o esperado, e que as taxas reais de longo prazo continuem a cair.

Acreditamos que, para que as taxas reais de longo prazo caiam ainda mais, ou o atual governo implementa medidas estruturais para reduzir

o ritmo de expansão da dívida, ou o mercado se torna mais confiante de que o próximo governo enfrentará a escalada da dívida do país (a eleição presidencial será em outubro/26). Com relação a essa última hipótese, nossa opinião é que ainda é muito cedo para fazer qualquer afirmação confiável.

**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

### Os investidores locais estão ficando mais cautelosos

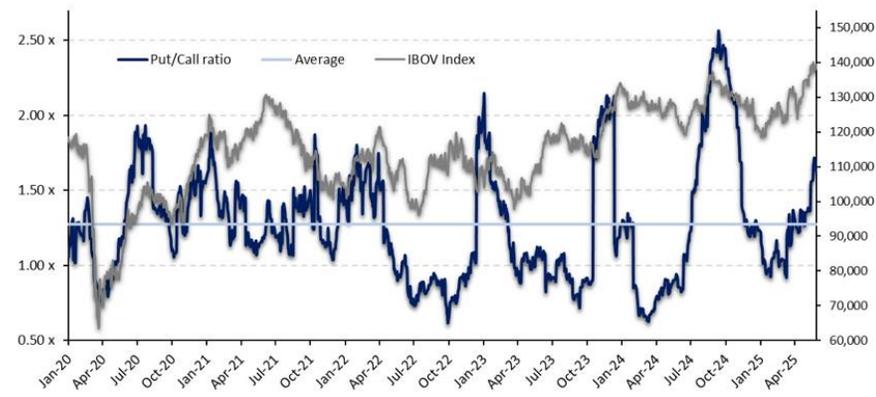
Em outra rodada de nossa pesquisa Sentimento dos gestores de na semana passada, que é respondida principalmente por investidores locais, sentimos que os investidores locais estão procurando um pouco de espaço para esperar após a recente alta.

Embora os níveis de valuation ainda sejam considerados baratos, um número maior de entrevistados vê o mercado como precificado corretamente (35% em maio contra 26% em abril). Ao pesquisar os níveis de sentimento, um número maior de investidores afirma estar neutro em relação aos níveis atuais (43% em maio contra 35% em abril). Por fim, para ilustrar que alguns estão ficando desconfortáveis com a velocidade da recente alta, mais investidores estão falando em reduzir suas posições (35% pretendem reduzir, em comparação com "apenas" 12% no mês passado).

Também é interessante notar que 72% dos entrevistados disseram que o valor justo do Ibovespa varia de 130 mil a 150 mil pontos (o índice encerrou maio em 137 mil), contra 25% que acham que ele pode ultrapassar 150 mil.

Por fim, observamos um aumento na relação de put/call, que atingiu seu nível mais alto desde novembro do ano passado (1,63x), indicando que, embora os investidores locais não estejam vendendo, eles estão comprando proteção contra uma possível queda das ações.

Gráfico 7: Relação Put/Call



Fonte: B3, BTG Pactual

### **Mas o dinheiro estrangeiro está vindo e ninguém quer perder a valorização**

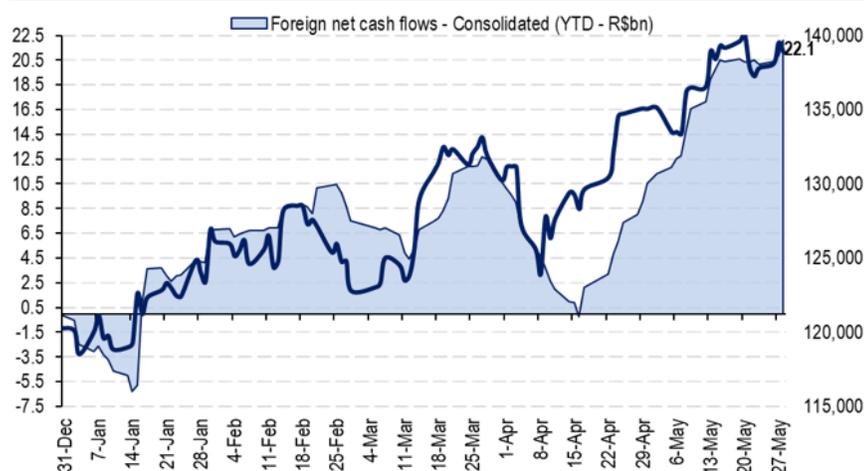
Embora os múltiplos pareçam um pouco menos atraentes neste momento, especialmente em comparação com as altas taxas reais de longo prazo do Brasil, os fluxos de entrada de investidores estrangeiros em ações brasileiras têm sido mais agressivos ultimamente – desde 15 de abril, cerca de R\$ 22,1 bilhões líquidos em dinheiro novo de estrangeiros foram alocados em ações brasileiras.

Isso se deve principalmente à rotação de portfólio dos EUA que está ocorrendo e, acreditamos, ajuda a explicar grande parte do bom desempenho dos mercados emergentes neste ano.

Em períodos em que os influxos estrangeiros são intensos, os múltiplos do Ibovespa podem subir e testar níveis acima da média histórica. É bem possível que esse seja o caso agora.

Em nossa opinião, embora os investidores locais possam estar mais cautelosos após a recente alta, eles não querem (ou não podem, na verdade) perder a valorização. Provavelmente, esse é o motivo pelo qual a maioria dos investidores locais continua totalmente investida e decidiu proteger sua exposição comprando opções de venda em vez de vender diretamente as posições.

**Gráfico 8: Fluxo de investimento líquido estrangeiro para ações brasileiras (acumulado no ano - R\$ bilhões) vs. Ibovespa**



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

### O ciclo de aperto monetário no Brasil provavelmente terminou, o que corrobora uma visão mais otimista

A essa altura, a maioria dos players de mercado concordaria que o ciclo de aperto monetário provavelmente terminou em maio, com as taxas em 14,75% - há uma chance de que um último aumento de 25bps ocorra em junho.

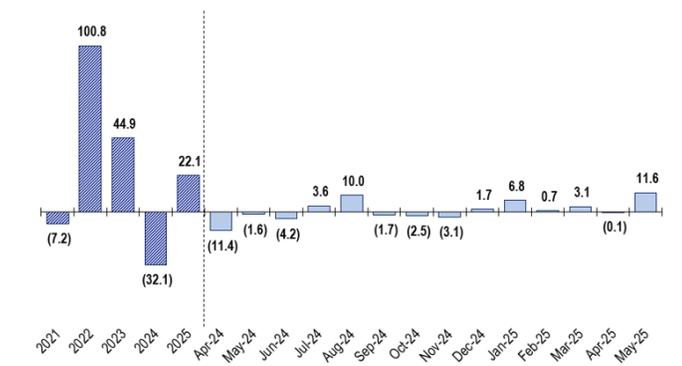
É interessante notar que os contratos DI de janeiro de 2026 estão sendo negociados a 14,80%, indicando que os mercados estão precificando um cenário de manutenção das taxas estáveis em 2025.

A possibilidade de que as taxas comecem a cair em algum momento no início do próximo ano pode funcionar como um gatilho para as ações brasileiras em algum momento.

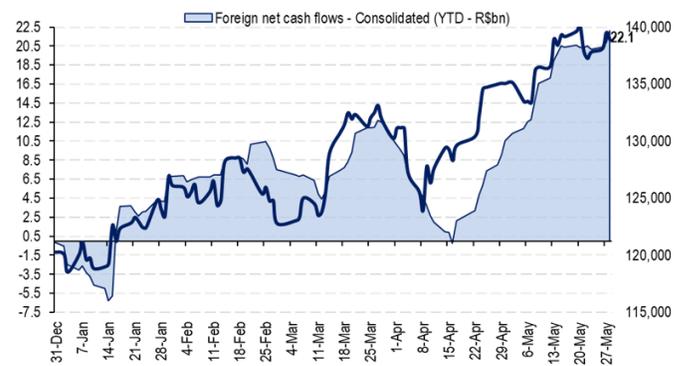
### Estrangeiros investiram R\$11,6 bilhões em ações brasileiras em maio

Desde o Dia da Libertação, os fluxos de entrada de estrangeiros nas ações brasileiras recuperaram o momento depois de ficarem negativos por um breve período. No acumulado do ano, os fluxos de entrada estão em R\$22,1 bilhões, com aproximadamente metade do valor líquido ocorrendo somente em maio.

É interessante notar que houve uma clara correlação entre os fluxos de investidores estrangeiros e o desempenho do Ibovespa até o momento neste ano.

**Gráfico 9: Fluxo do investidor estrangeiro (R\$ bilhões)**


Fonte: B3, estimativas BTG Pactual

**Gráfico 10: Fluxo estrangeiro para ações no Brasil, acumulado no ano**


Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Temos observado um interesse crescente no Brasil por parte de 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.

Embora os fortes fluxos líquidos de entrada em ações brasileiras tenham começado apenas na segunda metade de abril, houve um aumento notável nas alocações para o Brasil em diferentes tipos de fundos no mês. As alocações dos fundos globais de mercados emergentes estão agora em 6,8% (aumento de 29bps em um mês).

Talvez ainda mais interessante seja o fato de que houve um aumento ainda maior nas alocações de fundos globais e globais (ex-EUA), agora em 0,62% e 1,08%. Esse é o nível mais alto de alocação observado nos últimos cinco anos.

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%
Dec-23	7.61%	0.56%	0.85%	58.88%
Jul-24	6.00%	0.39%	0.67%	55.63%
Aug-24	6.29%	0.36%	0.71%	58.14%
Sep-24	6.07%	0.35%	0.74%	58.63%
Oct-24	6.25%	0.54%	0.85%	59.06%
Nov-24	6.25%	0.50%	0.80%	57.09%
Dec-24	5.57%	0.52%	0.77%	55.55%
Jan-25	6.24%	0.59%	0.88%	58.64%
Feb-25	5.98%	0.58%	0.94%	56.56%
Mar-25	6.52%	0.51%	1.01%	58.49%
Apr-25	6.80%	0.62%	1.08%	57.57%

Fonte: EPFR, BTG Pactual

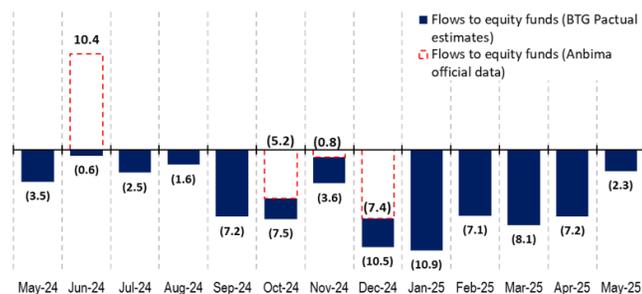
### As saídas de fundos de ações locais foram muito mais modestas em maio

As saídas de fundos de ações locais foram de R\$2,3 bilhões em maio, o menor nível desde que o Banco Central do Brasil iniciou seu ciclo de aperto monetário em setembro do ano passado, elevando a taxa Selic de 10,5% para os atuais 14,75%.

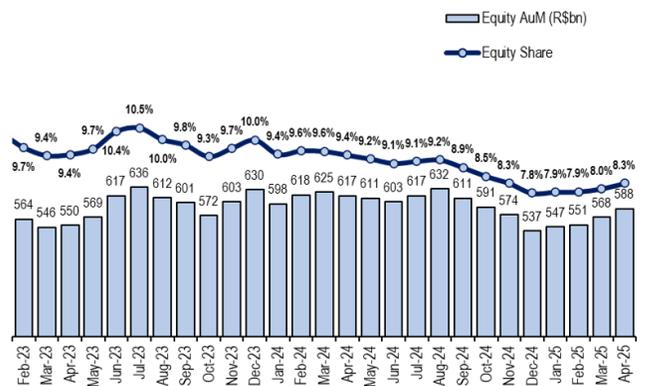
Isso pode indicar que as pressões de resgate de fundos estão diminuindo e podem continuar a diminuir quando começarem os cortes nas taxas.

Nesse momento, as alocações de fundos multimercados (incluindo fundos de ações, hedge funds, fundos de pensão, etc.) em ações continuam muito baixas (apenas 8,3%). Entretanto, esse número tem aumentado ligeiramente nos últimos meses.

Embora as taxas de juros de curto prazo (Selic) estejam em 14,75% e provavelmente permanecerão nesse nível elevado até o final do ano. O cenário base da nossa equipe econômica é que as taxas com cortes poderiam começar no 1T26. Portanto, esperamos que alguma pressão sobre as alocações de ações seja aliviada no médio prazo.

**Gráfico 11: Fluxos de fundos de ações**


Fonte: Anbima, estimativas BTG Pactual

**Gráfico 12: Fundos locais – Alocações em ações**


Fonte: Anbima, estimativas BTG Pactual

### Primeira leitura da temporada de resultados do 1T25 no Brasil

Com a temporada de resultados do primeiro trimestre já encerrada, estamos fazendo uma rápida revisão mostrando como os resultados consolidados se comportaram em relação às nossas projeções e aos trimestres anteriores. À primeira vista, os resultados (ex-Petro e Vale) ficaram em linha com nossas expectativas, com a receita 1,6% acima de nossa estimativa e o EBITDA em linha. O lucro líquido ficou 7,5% abaixo de nossas estimativas, principalmente devido aos fracos resultados das exportadoras de commodities. Se considerarmos apenas as empresas nacionais, os resultados ficaram um pouco acima de nossas estimativas, já que a receita líquida e o EBITDA ficaram 2,1% acima de nossas projeções, enquanto o lucro líquido ficou 1,2% acima de nossas expectativas.

Em comparação com o 1T24 (ex-Petro e Vale), os resultados foram sólidos, com a receita e o EBITDA crescendo 13,2% a/a e 7,4% a/a, enquanto o lucro líquido aumentou 16% a/a. A receita líquida das empresas de commodities aumentou 9,3%, enquanto o EBITDA ficou praticamente estável em relação ao ano anterior, e o lucro líquido disparou 47% a/a. Por sua vez, os resultados das empresas domésticas também foram bons, com a receita, o EBITDA e o lucro líquido crescendo 14,5%, 12,1% e 7,9% a/a, mesmo com uma taxa Selic média muito mais alta no 1T25 em relação ao ano anterior.

**Tabela 3: Resultado consolidado (R\$ bilhões)**

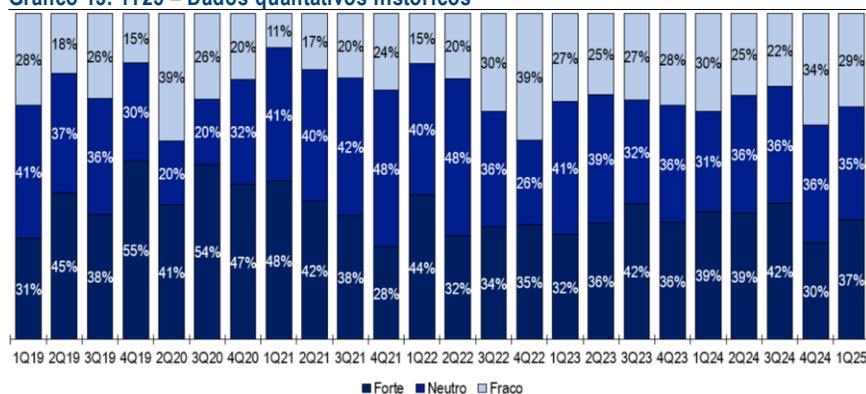
Resultados consolidados							
R\$ milhões	1T25A	1T25E	A x E	1T24	AxA	4T24	TxT
<b>Total</b>							
Receita	956.666	959.671	-0,3%	853.764	12,1%	1.034.990	-7,6%
EBITDA	215.272	220.229	-2,3%	203.659	5,7%	225.975	-4,7%
Margem EBITDA (%)	22,5%	22,9%	-45 bp	23,9%	-135 bp	21,8%	+67 bp
Lucro líquido	111.243	127.875	-13,0%	90.539	22,9%	42.419	162,2%
<b>Total (Ex-Petro &amp; Vale)</b>							
Receita	785.944	773.298	1,6%	694.162	13,2%	854.598	-8,0%
EBITDA	134.168	134.426	-0,2%	124.912	7,4%	144.412	-7,1%
Margem EBITDA (%)	17,1%	17,4%	-31 bp	18,0%	-92 bp	16,9%	+17 bp
Lucro líquido	67.865	73.359	-7,5%	58.526	16,0%	63.516	6,8%
<b>Doméstico</b>							
Receita	515.908	505.491	2,1%	450.660	14,5%	565.198	-8,7%
EBITDA	103.846	101.703	2,1%	92.663	12,1%	110.527	-6,0%
Margem EBITDA (%)	20,1%	20,1%	+1 bp	20,6%	-43 bp	19,6%	+57 bp
Lucro líquido	60.211	59.479	1,2%	55.824	7,9%	69.171	-13,0%
<b>Commodities</b>							
Receita	440.757	454.181	-3,0%	403.104	9,3%	469.792	-6,2%
EBITDA	111.426	118.526	-6,0%	110.996	0,4%	115.448	-3,5%
Margem EBITDA (%)	25,3%	26,1%	-82 bp	27,5%	-225 bp	24,6%	+71 bp
Lucro líquido	51.032	68.397	-25,4%	34.715	47,0%	-26.752	-290,8%

Fonte: Empresas, BTG Pactual

### Os números qualitativos melhoraram em relação ao 4T24

Em termos qualitativos, 37% das empresas registraram o que nossos analistas consideram resultados fortes, enquanto 29% tiveram resultados fracos.

A porcentagem de resultados sólidos aumentou em relação ao último trimestre (37% vs. 30% no 4T24), liderada principalmente pelos setores de Varejo e Imobiliário. Também houve um declínio na porcentagem de resultados fracos (29% vs. 34% no último trimestre). A diferença entre resultados fortes e fracos voltou a ser positivo depois de se tornar negativo no 4T24 pela primeira vez desde o 4T22, e agora está com uma diferença de 8p.p. (vs. -5p.p. no 4T24), próximo à diferença do ano passado (+9p.p. no 1T24). Em suma, qualitativamente falando, essa foi uma forte temporada de resultados, muito melhor do que a do 4T24, mas ainda não no mesmo nível do 3T24 e do 2T24.

**Gráfico 13: 1T25 – Dados qualitativos históricos**


Fonte: BTG Pactual

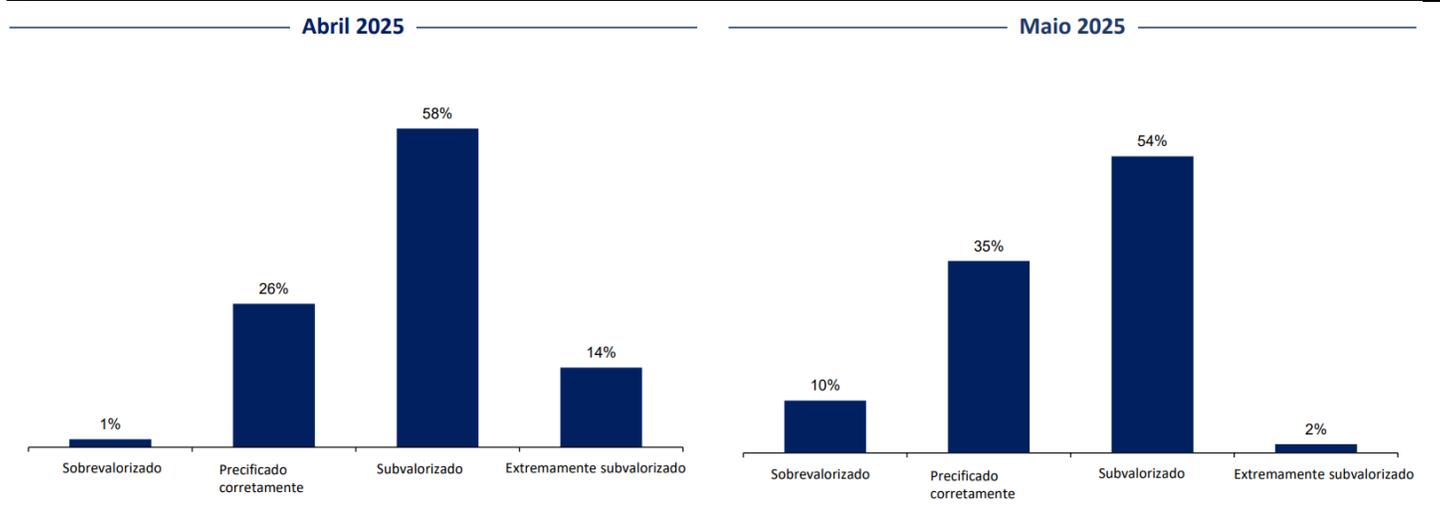
## Sentimento do Investidor: Cautela após o forte desempenho do mercado

### Hora de uma Pausa?

Realizamos mais uma rodada da nossa pesquisa de sentimento com gestores, que ocorreu nos últimos 7–8 dias (incluindo o episódio recente do IOF). Como lembrete, essa pesquisa é majoritariamente respondida por investidores sediados no Brasil. Após a impressionante e um tanto inesperada alta de 14% no Ibovespa no acumulado do ano (23% em dólares), sentimos que os investidores agora estão mais cautelosos.

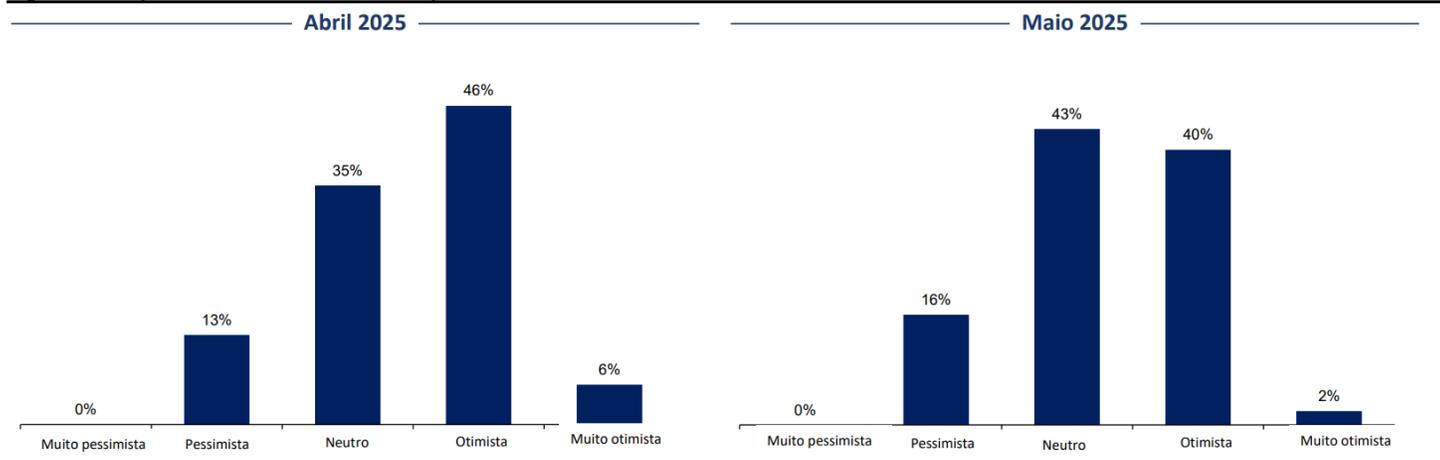
Embora os níveis de valuation ainda sejam considerados baratos, um número maior de entrevistados vê o mercado como precificado corretamente (35% em maio contra 26% em abril).

Figura 1: Valuation para o Ibovespa



Fonte: BTG Pactual

Figura 2: Pesquisa de sentimento do Ibovespa



Fonte: BTG Pactual

Por fim, para ilustrar que alguns estão ficando desconfortáveis com a velocidade da recente alta, mais investidores estão falando em reduzir

suas posições (35% pretendem reduzir, em comparação com "apenas" 12% no mês passado).

Assim, percebemos que vários clientes estão aguardando uma correção para aumentar risco. Em outras frentes, observamos uma rotação em andamento, com investidores ainda fortemente subalocados em commodities (alinhado com nossa visão), e reduzindo exposição a Serviços Básicos e setor Financeiro, enquanto aumentam o beta das carteiras com maior alocação em Varejo e Construtoras

### **Portfólio 10SIM: Adicionando risco ao aumentar nossa exposição ao varejo**

Depois de uma temporada de resultados mais forte do que o esperado, com o respaldo de uma economia forte e ainda com muito risco precificado na extremidade longa da curva, decidimos adicionar um pouco mais de risco à 10SIM – provavelmente fomos conservadores demais no mês passado.

Estamos aumentando a exposição ao setor de Varejo, o maior destaque da temporada de resultados do 1T25, ao mesmo tempo em que reduzimos nossa exposição anteriormente muito alta ao setor Financeiros e de Serviços Básicos – no mês passado, tínhamos 60% da 10SIM investido nesses dois setores e agora estamos reduzindo para 40%. Também estamos aumentando o Beta de nossa exposição ao setor Financeiro, ao mesmo tempo em que mantemos uma exposição muito baixa a commodities (apenas 10% da carteira).

No Varejo, estamos adicionando a Smartfit à 10SIM. O que nos agrada na tese de investimento é a escala inigualável, os números de alto retorno, a alavancagem operacional e o fato de estar exposta a um mercado fragmentado com espaço para consolidação. Ela é negociada com um prêmio em relação a seus pares de varejo (13,5x P/L para 2026 contra uma média de 10x), mas acreditamos que isso se justifica pelo crescimento mais forte.

Também estamos trazendo o Mercado Livre de volta à 10SIM. Não é uma ação barata (50x P/L para 2025 e 39x para 2026), mas tem crescido de forma consistente, apoiada por uma forte operação de e-commerce e perspectivas sólidas no negócio de fintech. A empresa escalou sua plataforma com sucesso, mantendo um equilíbrio saudável entre crescimento e lucratividade, reforçando o valor de seu ecossistema. Esperamos um CAGR de LPA entre 2024-28 de 30% em dólares.

Para criar espaço para aumentar nossa exposição ao varejo, estamos removendo a Caixa Seguridade e a Eneva da 10SIM. Também decidimos substituir o Banco do Brasil pelo Nubank, depois de seus resultados muito fracos no primeiro trimestre, que acreditamos que possam ser ainda mais fracos no segundo trimestre.

Os resultados do primeiro trimestre do Nubank mostraram tendências promissoras e agora esperamos que o crescimento da receita se acelere no Brasil (os limites do cartão de crédito estão aumentando).

E dado o grande desempenho inferior das ações no acumulado do ano (o BDR subiu 4% no acumulado do ano, em comparação com BBDC +47%, ITUB +41%, SANB +29%), vemos espaço para uma recuperação. O Itaú completa nossa exposição ao setor Financeiro neste mês.

Também estamos fazendo alguns ajustes em outras partes do portfólio. Estamos substituindo a Localiza (+35% no acumulado do ano) pela operadora ferroviária Rumo (+6%), pois prevemos uma melhor dinâmica de preços (os preços do frete de caminhão estão subindo) e volumes mais fortes, já que a safra de milho está melhor do que o previsto.

Também decidimos mudar nossa escolha entre as construtoras, substituindo a Cury (+72% no acumulado do ano, negociada a 9x P/L) pela Cyrela (+54% no acumulado do ano, negociada a 5x P/L). A Cyrela tem aumentado sua exposição ao programa habitacional de baixo custo do governo, o MCMV, que é mais defensivo, e hoje aproximadamente 40% dos resultados da Cyrela provêm desse programa. Dada sua sólida execução, acreditamos que a Cyrela deve continuar superando seus pares, apesar de uma perspectiva macroeconômica desafiadora.

Por fim, embora tenhamos decidido manter alguma exposição a commodities (10%), estamos substituindo a gigante estatal Petrobras pela PRIO, dada a melhor dinâmica de resultados desta última. Ela deve ser capaz de aumentar os lucros em 2026, mesmo em um ambiente de queda no preço do petróleo, ajudada pelo primeiro óleo de Wahoo e pelas sinergias em Peregrino. Vemos a PRIO como uma das ações de Petróleo & Gás mais atraentes em nossa cobertura de upstream na América Latina.

Reduzimos nossa exposição ao setor de Serviços Básicos removendo a Eneva (+33% no acumulado do ano), mas mantivemos a Equatorial e a Copel, totalizando 20% de exposição ao setor. A Cosan completa a 10SIM.

**Tabela 4: Mudanças na 10SIM™ (Abril vs. Maio)**

Maio				Junho			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Caixa Seguridade	Financeiro (ex-Bancos)	CXSE3	10%	Mercado Livre	Varejo	MELI34	10%
Cosan	Agronegócio	CSAN3	10%	Cosan	Agronegócio	CSAN3	10%
Localiza	Aluguel de carros	RENT3	10%	Rumo	Transportes	RAIL3	10%
Copel	Serviços Básicos	CPLE6	10%	Copel	Serviços Básicos	CPLE6	10%
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	10%	Prio	Petróleo & Gás	PRIO3	10%
Eneva	Serviços Básicos	ENEV3	10%	Smartfit	Varejo	SMFT3	10%
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%
Cury	Construção civil	CURY3	10%	Cyrela	Construção civil	CYRE3	10%
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	Nubank	Bancos	ROXO34	10%

Fonte: BTG Pactual

## Um resumo das nossas escolhas de maio

[content.btgpactual.com](http://content.btgpactual.com)

## Mercado Livre (MELI34)

---

Embora o MELI tenha sido nossa Top Pick por anos com uma clara performance superior entre as ações da América Latina, ele continua sendo uma tese de múltiplos altos, sendo negociado a 50x P/L para 2025 e 39x para 2026, com a ação subindo 49% no acumulado do ano. Um investimento no MELI (que vemos como a principal tese de córrego na cobertura) significa essencialmente assumir que sua expansão consistente de receita, impulsionada por um desempenho otimista em sua operação de e-commerce e perspectivas sólidas no negócio de fintech, bem como uma lucratividade saudável, persistirá nos próximos trimestres/anos. Recentemente, ajustamos nossas estimativas após os resultados do primeiro 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 de R\$ 130 para 2025 (vs. R\$ 125 anteriormente) e um CAGR de LPA esperado para 2024-28 de 30% em dólar. Até o momento, o MELI escalou com sucesso sua plataforma, mantendo um equilíbrio saudável entre crescimento e lucratividade, reforçando o valor de seu ecossistema.

## Itaú Unibanco (ITUB4)

---

Estamos mantendo as ações do Itaú na carteira por mais um mês. Sim, a recuperação no acumulado do ano significa, sem dúvida, que o potencial de alta agora parece mais limitado. Mas os números recentes do primeiro trimestre foram muito fortes – o Itaú continua a gerar capital significativo, e a administração tem sido notavelmente otimista sobre o potencial de reduzir o custo de atendimento e melhorar a eficiência em seu segmento de varejo. Continuamos a acreditar que o Itaú continua sendo uma das melhores ações do Brasil, especialmente quando ajustada pelo risco e pela volatilidade.

## Cosan (CSAN3)

---

Estamos mantendo a Cosan em nossa carteira 10SIM. Desde a recente rodada de mudanças na administração, a empresa tem demonstrado um senso de urgência cada vez mais forte em relação ao que precisa ser feito para resolver e restaurar o equilíbrio de sua estrutura de capital, em meio a um ambiente de taxas de juros menos benignas. Mesmo com um balanço patrimonial mais difícil, a empresa ainda possui várias opções para desalavancagem. Caso esse senso de urgência e a abordagem focada na execução prevaleçam, a Cosan nos parece uma tese de investimento assimétrica de alto risco e alto retorno. Com o desconto de holding próximo de 39%, a ação oferece uma combinação poderosa de transferência de valor da dívida para o equity e um desconto de holding cada vez menor.

## Prio (PRIO3)

---

A PRIO se destaca como uma produtora de petróleo independente e de alta qualidade, com um dos portfólios mais resilientes do Brasil e da América Latina. Com uma produção que deve ultrapassar 200kb/d

até 2026 e custos de elevação líderes do setor, a empresa está bem posicionada para aumentar os lucros, mesmo em um ambiente de queda no preço do petróleo. Com o primeiro óleo de Wahoo e as sinergias que aumentam o valor em Peregrino, essa trajetória é ainda mais positiva. Apesar da alavancagem relativamente alta após o M&A, estimamos que a dívida líquida/EBITDA da PRIO cairá para menos de 1x até 2026, mesmo com as premissas conservadoras do Brent. Com um atraente potencial de valorização de ~67% em relação ao nosso novo preço-alvo de R\$65/ação, um potencial significativo de geração de caixa (FCFE) após 2026 e a possibilidade de mais M&As ou dividendos, vemos a PRIO como uma das ações mais atraentes em nossa cobertura de upstream na América Latina.

## Copel (CPLE6)

---

Como esperado, a Copel anunciou uma nova política de dividendos juntamente com seus resultados do primeiro trimestre. A empresa concluiu que 2,8x dívida líquida/EBITDA é a estrutura de capital ideal, considerando seus ativos e características do negócio. Temos afirmado que a Copel já é uma ação de dividendos que não é negociada como tal. Em nossa opinião, isso se deve à imprevisibilidade do montante de dividendos que a empresa poderia pagar. A nova política de dividendos deve corrigir essa percepção. A empresa agora está estabelecendo um pagamento mínimo de 75% e um prazo de 24 meses para atingir a meta de alavancagem. A ação está sendo negociada a uma TIR real de 9,7%, enquanto os pagadores de dividendos que cobrimos negociam com TIRs reais entre 6-8%. Se presumirmos que a Copel migrará para o topo dessa faixa, a ação ainda teria um potencial de valorização de 20-25%. Essa parece ser uma expansão de múltiplos merecida para a tese.

## Nubank (ROXO34)

---

Tínhamos as ações do NU no portfólio em abril, mas devido à alta de 20%, retiramos essas ações em maio. No entanto, a combinação da recente correção (mudanças na administração, vendas da Berkshire, etc.), tendências do primeiro trimestre melhores do que as esperadas e nossa crença de que a receita no Brasil se acelerará nos próximos meses (estamos observando um aumento significativo nos limites do cartão de crédito) nos leva a acreditar que os resultados – e, conseqüentemente, as ações – têm espaço para um bom desempenho no futuro. Além disso, as ações tiveram um desempenho mais fraco no acumulado no ano em relação ao Inter e a outros bancos e fintechs, não apenas no Brasil, mas em toda a América Latina. Dito isso, estamos adicionando a ação de volta ao portfólio.

## Smartfit (SMFT3)

---

Recentemente, revisamos nossas estimativas de EBITDA e lucro líquido para cima em 3% e 4%, respectivamente, resultando em um preço-alvo de R\$28 para 2025 (antes em R\$27). Nos níveis atuais, a Smartfit é negociada a 20x P/L para 2025 e 13,5x para 2026. Ela continua sendo uma de nossas Top Picks de carregamento no varejo da América Latina, com mais de 50% da receita gerada fora do Brasil. A

tese de investimento é sustentada por: (i) escala inigualável; (ii) números de alto retorno com margens melhores por meio de alavancagem operacional; e (iii) exposição a um mercado fragmentado com espaço para consolidação. Embora as ações tenham apresentado desempenho inferior após os resultados (em parte devido à negociação em bloco de R\$ 2,3 bilhões do Pátria; sua participação agora é de 14%), acreditamos que isso aumenta o float e resolve as preocupações de liquidez do passado. Apesar dos riscos de curto prazo – valuation elevado, canibalização e intensificação da concorrência – projetamos um atraente CAGR de 39% para o LPA (2024-27). Em nossa opinião, a Smartfit continua sendo uma história de crescimento única e com fluxo de caixa concentrados no longo prazo no setor de Varejo da América Latina, e reiteramos nossa recomendação de Compra.

### Cyrela (CYRE3)

---

Estamos adicionando a Cyrela ao nosso portfólio 10SIM este mês, pois acreditamos que ela é um beta de alta qualidade no Brasil. A empresa apresentou sólidos resultados operacionais no 1T25, com crescimento de 41% a/a nas vendas. Ela também conta com um banco de terrenos de alta qualidade que deve apoiar um sólido desempenho de lançamentos e vendas nos próximos trimestres. Além disso, a Cyrela está aumentando sua exposição ao programa MCMV por meio de sua subsidiária Vivaz e suas JVs Cury e Plano&Plano, com ~40% de seus resultados provenientes do MCMV, que é mais defensivo em meio a um ambiente macro difícil. Dada sua sólida execução, acreditamos que a Cyrela deve continuar superando seus pares (ganhando participação de mercado), apesar de uma perspectiva macroeconômica mais difícil, enquanto o valuation parece atraente a 5x P/L para 2025, justificando sua inclusão em nosso portfólio.

### Equatorial (EQTL3)

---

Vemos a EQTL com uma TIR real de 10,3%. A EQTL é uma excelente empresa de carregamento, a melhor do setor e uma ótima maneira de se expor à assimetria das taxas reais de longo prazo, em nossa opinião. Com uma *duration* de mais de 10 anos, proteção total contra a inflação e exposição limitada a uma economia em desaceleração, o nome é uma de nossas Top Picks no setor de Serviços Básicos.

### Rumo (RAIL3)

---

Após um início de ano lento – impulsionado pelo atraso na colheita de soja devido às fortes chuvas no Centro-Oeste do Brasil e à incerteza mais ampla em relação a volumes e preços –, agora vemos sinais de uma mudança positiva no sentimento. Isso é sustentado por: (i) revisões positivas da segunda safra de milho (a "safrinha") e (ii) um recente aumento nos preços do frete de caminhão, sinalizando uma demanda mais forte por serviços de transporte. Como resultado, esperamos um desempenho de volume mais forte para a Rumo em maio e mantemos uma perspectiva construtiva para o restante do ano, especialmente considerando a melhor sazonalidade no segundo e

terceiro trimestres. Dado o baixo desempenho relativo da ação em relação a outros nomes e seu valuation atraente a 7x EBITDA para 2025, reiteramos nossa recomendação de Compra.

**Tabela 5: 10SIM para maio de 2025**

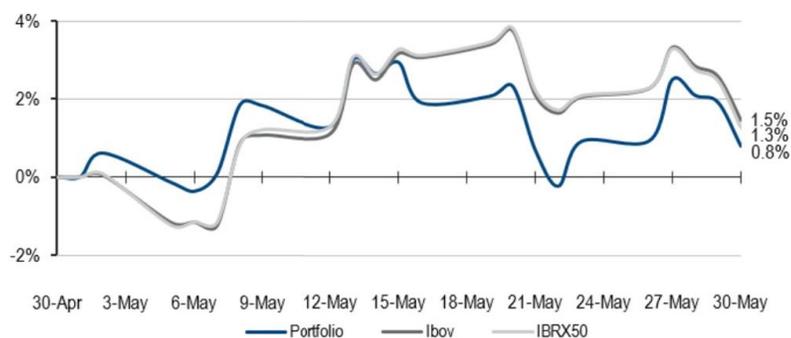
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ m)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2025	2026	2025	2026	2025	2026
Mercado Livre	Varejo	MELI34	10%	742.671	28,3x	22,1x	50,0x	39,0x	18,3x	12,4x
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	381.486	n.a.	n.a.	8,7x	8,2x	2,0x	1,8x
Nubank	Bancos	ROXO34	10%	335.866	n.a.	n.a.	23,3x	18,2x	5,6x	4,3x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	45.882	7,1x	7,6x	8,9x	10,2x	1,6x	1,4x
Copel	Serviços Básicos	CPLE6	10%	36.314	9,1x	8,5x	15,0x	13,3x	1,6x	1,7x
Rumo	Transportes	RAIL3	10%	34.831	7,0x	6,4x	18,3x	11,9x	2,1x	1,9x
Prio	Petróleo & Gás	PRI03	10%	31.750	5,5x	2,7x	9,9x	3,6x	1,2x	0,9x
Cosan	Agronegócio	CSAN3	10%	15.297	3,4x	3,2x	3,2x	2,5x	0,2x	0,2x
Smartfit	Varejo	SMFT3	10%	14.340	9,9x	7,8x	20,0x	13,5x	2,3x	2,0x
Cyrela	Construção civil	CYRE3	10%	9.147	7,3x	6,7x	5,0x	5,3x	1,0x	1,0x

Fonte: Econômica, BTG Pactual

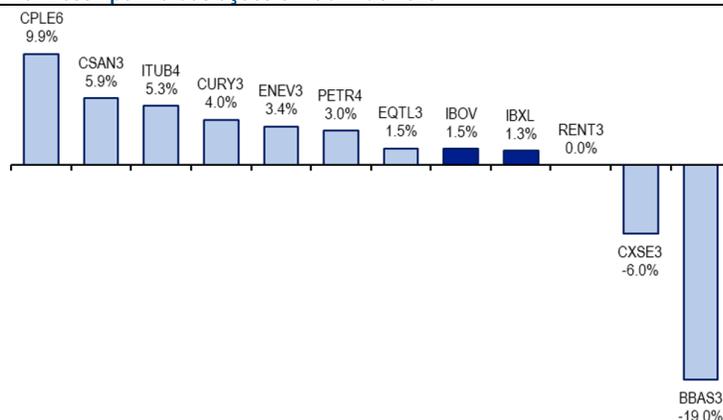
## Rentabilidade da 10SIM™ em maio

### Rentabilidade mensal\*

Em maio, o desempenho do nosso portfólio 10SIM™ foi de 0,8%, abaixo do Ibovespa (1,5%) e do IBR-X-50 (1,3%), conforme mostrado no gráfico abaixo.

**Gráfico 14: Rentabilidade em março de 2025\***


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

**Gráfico 15: Desempenho das ações em abril de 2025**


Fonte: BTG Pactual, Econômica

## Desempenho no acumulado do ano

Desde 31 de dezembro de 2024, nossa carteira 10SIM subiu 21,1%, contra 13,9% do Ibovespa e 12,1% do IBX-50. A taxa do CDI subiu +5,3% no período.

Gráfico 16: Desempenho até o momento

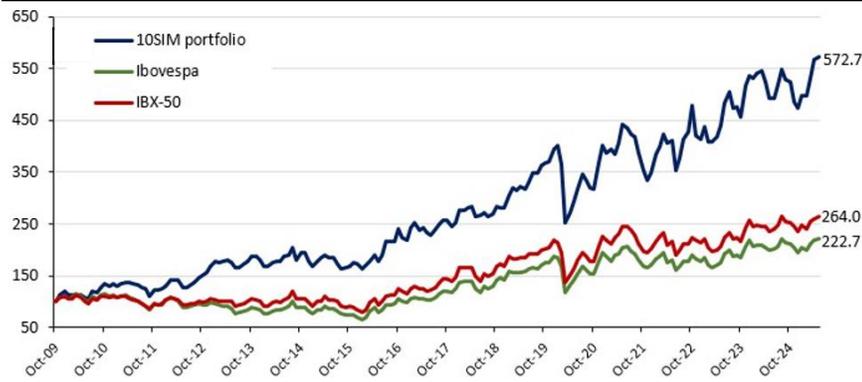


Fonte: BTG Pactual, Economática

## Desempenho histórico

Desde outubro de 2009, quando Carlos E. Sequeira assumiu a gestão do portfólio 10SIM, a 10SIM teve uma alta de 472,7%, em comparação com 122,7% para o Ibovespa e 164,0% para o IBX-50.

Gráfico 17: Rentabilidade desde out/2009\*



Fonte: BTG Pactual, Economática

Tabela 6: Rentabilidade mensal histórica\*

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	No ano	IBOV	Carteira Acum.	IBOV Acum.
<b>2009</b>													19,1%	11,5%	19,1%	11,5%
<b>2010</b>	-5,5%	0,3%	0,1%	-1,1%	-2,8%	-2,4%	12,3%	-1,4%	8,6%	0,2%	13,3%	4,8%	19,1%	12,0%	33,4%	12,7%
<b>2011</b>	-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%
<b>2012</b>	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%
<b>2013</b>	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%
<b>2014</b>	-6,1%	-0,7%	4,0%	1,5%	0,2%	5,6%	1,9%	6,4%	-2,8%	6,8%	0,8%	-8,6%	-0,9%	-2,9%	78,3%	-18,7%
<b>2015</b>	-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%
<b>2016</b>	-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%
<b>2017</b>	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%
<b>2018</b>	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%
<b>2019</b>	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%
<b>2020</b>	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%
<b>2021</b>	-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%
<b>2022</b>	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%
<b>2023</b>	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%
<b>2024</b>	-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%
<b>2025</b>	5,3%	0,3%	6,5%	6,9%	0,8%								21,1%	13,9%	472,7%	122,7%

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. 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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)