Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Julho 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

Carteira recomendada de Ações (10SIM)

BTG Pactual Equity Research

01 de julho de 2025

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

Mantendo um portfólio equilibrado
Não estamos fazendo grandes mudanças estratégicas na 10SIM este mês e estamos mantendo uma combinação de ações com um fluxo de caixa concentrado no curto prazo na carteira, juntamente com uma menor exposição a commodities (apenas 10% da 10SIM). Nossa divisão setorial também é diversificada, com 20% alocados em ações de Serviços Financeiros, 20% em Serviços Básicos, 20% em Infraestrutura e Imobiliário, 10% em Varejo/Consumo e 10% em Commodities/Petróleo & Gás. Nossos últimos 10% estão alocados em uma tese de reestruturação mais arriscada: Cosan.

A Rede D'Or é a novidade deste mês, substituindo MELI
Nossa única mudança este mês é a inclusão da Rede D'Or, substituindo o Mercado Livre. As ações tiveram um desempenho inferior recentemente, mas consideramos que a queda foi exagerada, uma vez que a maior parte da tese de crescimento a longo prazo da empresa permanece intacta. Vemos a RDOR bem-posicionada para apresentar um crescimento sustentável de 15% ao ano nos próximos anos, com base em uma combinação de crescimento orgânico e inorgânico, enquanto é negociada a 14x o P/L para 2026.

Nenhuma alteração em nossa exposição aos setores Financeiro, Serviços Básicos e Infraestrutura/Imobiliário
Estamos mantendo inalterada a exposição de 20% no setor financeiro neste mês, dividida entre Nubank e Itaú. Da mesma forma, mantemos 20% da 10SIM em serviços básicos, divididos entre Copel e

Equatorial. Em Infraestrutura e Imobiliário, nossas duas teses continuam sendo a Rumo, operadora de ferrovias, e a Cyrela, construtora de imóveis.

Redução de 10% no setor de varejo; PRIO e Cosan completam a carteira 10SIM

Ao remover o MELI, estamos reduzindo nossa exposição ao varejo na 10SIM para 10% (Smartfit), embora tenhamos maior exposição ao setor em nossa carteira *Small Caps*, onde temos a Azzas e a Vivara. Estamos mantendo 10% em petróleo & gás via PRIO. A Cosan completa a 10SIM

Tabela 1: Portfólio 10SIM para julho/25

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2025	2026	2025	2026	2025	2026
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	376.856	n.a.	n.a.	8,8x	8,2x	2,0x	1,8x
Nubank	Bancos	ROXO34	10%	364.856	n.a.	n.a.	26,9x	20,8x	6,4x	4,9x
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	78.231	6,8x	5,8x	18,8x	14,0x	2,9x	2,6x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	45.018	7,3x	7,9x	9,3x	10,4x	1,5x	1,4x
Copel	Serviços Básicos	CPLE6	10%	35.967	9,0x	8,4x	14,8x	13,1x	1,5x	1,6x
Prio	Petróleo & Gás	PRIO3	10%	34.562	5,9x	2,9x	11,1x	4,1x	7,2x	5,4x
Rumo	Transportes	RAIL3	10%	34.294	7,0x	6,3x	18,0x	11,7x	2,1x	1,9x
Smartfit	Varejo	SMFT3	10%	14.836	10,1x	8,0x	20,7x	14,0x	2,4x	2,1x
Cosan	Agronegócio	CSAN3	10%	12.750	3,3x	3,1x	2,6x	2,1x	0,2x	0,2x
Cyrela	Construção civil	CYRE3	10%	9.575	7,6x	7,0x	5,0x	5,2x	1,0x	1,0x

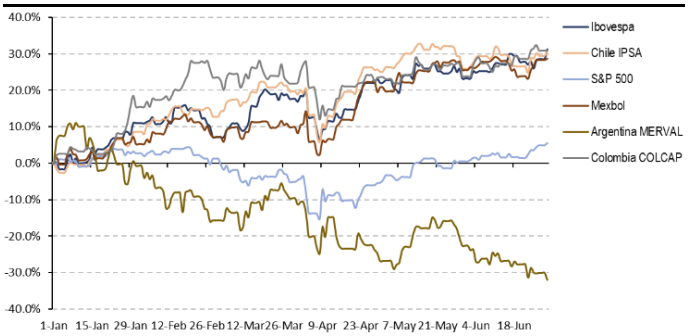
Fonte: Economática, BTG Pactual

Um portfólio equilibrado

Em junho, o Ibovespa apresentou uma leva alta em reais (+1,3%), mas uma forte alta (6,5%) em dólar, à medida que o real se fortaleceu um pouco mais em relação à moeda americana– o Ibovespa agora apresenta um retorno de +31,2% no acumulado do ano em dólar. Embora o desempenho seja forte, não é muito diferente do que estamos vendo em outros mercados da América Latina – o Chile subiu 30,9%, o México 28,7%, a Colômbia 30,9%, etc.

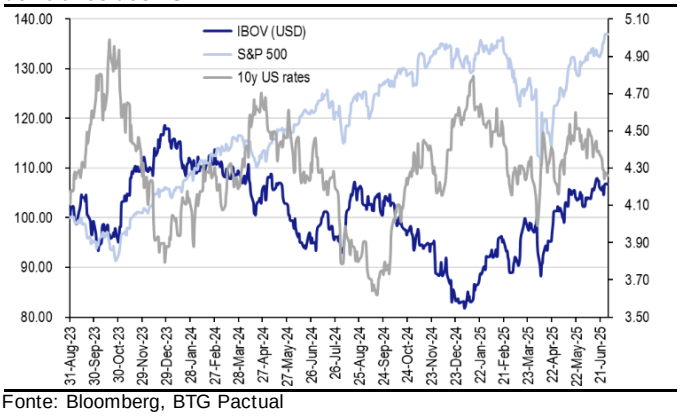
O S&P500 teve um desempenho excepcional, terminando junho com alta de 5%. Um cenário de inflação mais benigno, menores riscos percebidos em relação às tarifas e uma guerra no Oriente Médio que durou muito menos do que a maioria esperava, podem explicar o bom desempenho do mercado – as taxas reais de juros dos títulos de longo prazo apresentaram redução de 18bps no mês, para 1,95%.

Gráfico 1: Ibovespa (em dólar) e S&P500 vs. países da América Latina



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Gráfico 2: Ibovespa (em dólar) e S&P500 (Base 100 = Ago/23) vs. taxas de 10 anos dos EUA



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

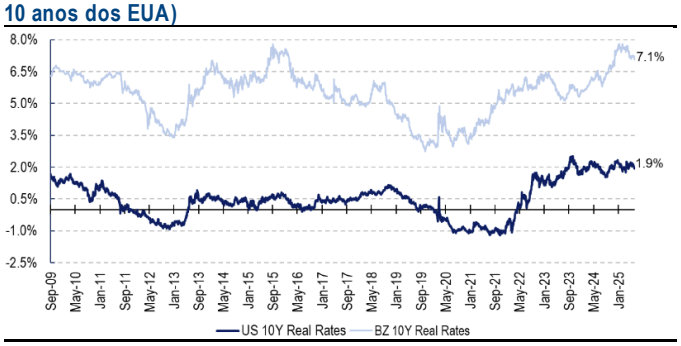
Embora as taxas reais de longo prazo nos EUA tenham apresentado queda no mês (18bps), as taxas reais de longo prazo do Brasil seguiram na direção oposta e encerraram junho com alta de 7bps. Um cenário fiscal e político mais turbulento, com o governo e o Congresso brigando pelo aumento dos impostos sobre transações financeiras, pode explicar a maior percepção de risco e as taxas reais de longo prazo mais elevadas.

As menores taxas reais de longo prazo dos EUA e as taxas do Brasil maiores fizeram com que o spread entre as taxas do Brasil e dos EUA aumentasse um pouco neste mês, para 5,2%.

Gráfico 3: Spread (NTN-B 2035 vs. taxas de 10 anos dos EUA)

Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Gráfico 4: Títulos do governo de longo prazo (NTN-B 2035 vs. taxas de 10 anos dos EUA)



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

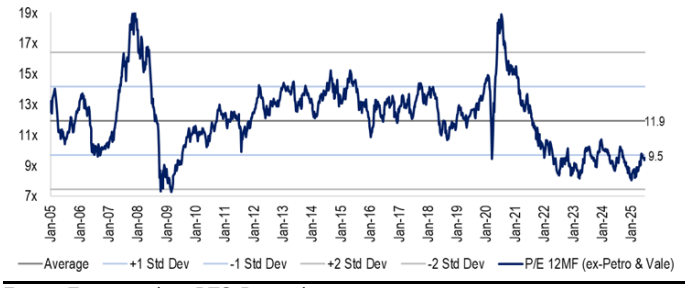
As ações brasileiras estão baratas, mas as taxas de longo prazo devem cair para desencadear uma valorização

Depois de se movimentar lateralmente em junho, o Ibovespa encerrou o mês sendo negociado a 9,5x o P/L 12 meses à frente ex-Petro&Vale, uma pequena queda em relação ao mês passado (9,7x) devido principalmente às revisões positivas dos lucros feitas por nossa equipe nos últimos 30 dias. A 9,5x, o Ibov está sendo negociado um pouco abaixo de um desvio padrão abaixo da média histórica (11,9x).

O Ibovespa parece indiscutivelmente barato quando se considera apenas o P/L 12 meses à frente, no entanto, quando ajustado pelas taxas reais de juros a longo prazo (que terminaram junho em 7,1%), o prêmio para manter ações está em 3,3%, um pouco acima do mês passado (3,2%), mas apenas marginalmente acima da média (3,1%).

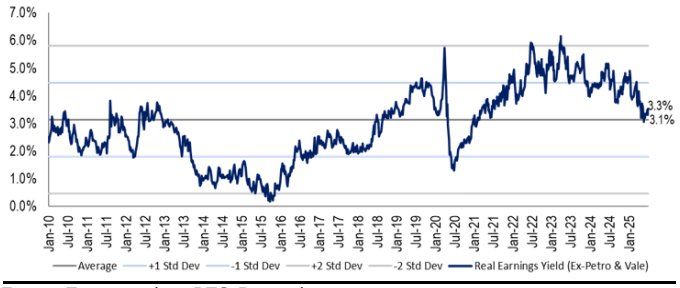
Em nossa opinião, para que ocorra uma recuperação sustentada, as taxas reais de longo prazo precisam cair muito mais ou os lucros devem ser revisados para cima (as projeções de lucros estão subindo, mas apenas marginalmente, e vemos espaço limitado para revisões positivas mais fortes no curto prazo).

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



Fonte: Economatica, BTG Pactual

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



Fonte: Economatica, BTG Pactual

Para que as taxas reais de longo prazo caiam, a preocupante situação fiscal deve ser resolvida por este ou pelo próximo governo

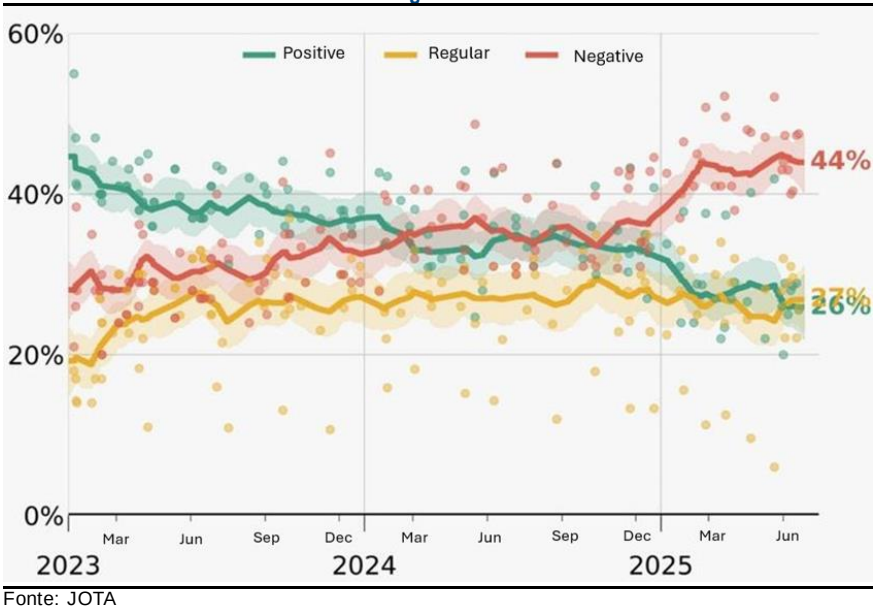
Em nossa opinião, a principal razão para as taxas reais de longo prazo anormalmente altas no Brasil é a situação fiscal insustentável do país. Para que as taxas reais de juros caiam muito mais, ou o atual governo implementa medidas estruturais para reduzir o ritmo de expansão da dívida, ou o próximo o faz (a eleição presidencial será em outubro/26). Nesse momento, parece claro que o atual governo não tem intenção de fazer nenhuma mudança estrutural no orçamento do país, deixando qualquer esperança de uma política fiscal sustentável para o próximo governo.

O número de eleitores que considera o governo bom ou muito bom continua a diminuir

As esperanças do mercado de uma administração mais responsável do ponto de vista fiscal em 2027 podem ajudar a explicar sua reação mais fraca ao anúncio do governo de medidas populistas que são fiscalmente expansionistas.

Embora nossa opinião seja de que é muito cedo para fazer qualquer afirmação confiável sobre as eleições do próximo ano, o fato é que o número de eleitores que consideram este governo bom ou muito bom continua a diminuir, e os eleitores que o consideram ruim ou muito ruim continuam a aumentar, mesmo após uma série de medidas para impulsionar a economia.

Gráfico 7: Análise do sentimento sobre o governo



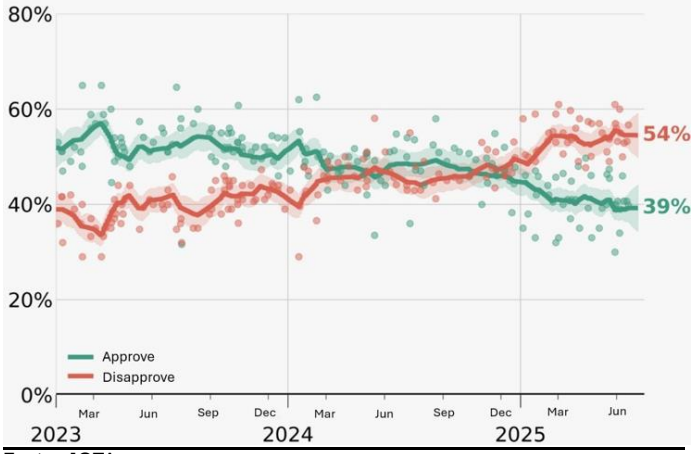
Fonte: JOTA

Por outro lado, de acordo com o JOTA, os índices de aprovação do Presidente Lula permanecem em cerca de 40%, o que a maioria dos analistas políticos considera um nível bom o suficiente para torná-lo um candidato competitivo nas eleições do próximo ano, especialmente se combinado com o fato de que ele é um líder popular com o governo ao seu lado.

O candidato (ou candidatos) da oposição que enfrentará o Presidente Lula nas próximas eleições ainda é muito incerto. Para ter uma chance de vencer, o candidato da oposição precisará do apoio do ex-presidente Jair Bolsonaro, mas até o momento Bolsonaro ainda não decidiu quem vai apoiar – ele pode apoiar um de seus familiares (seus filhos ou esposa) ou um dos governadores de centro-direita (o mais provável e mais competitivo deles é o atual governador de São Paulo, Tarcísio de Freitas).

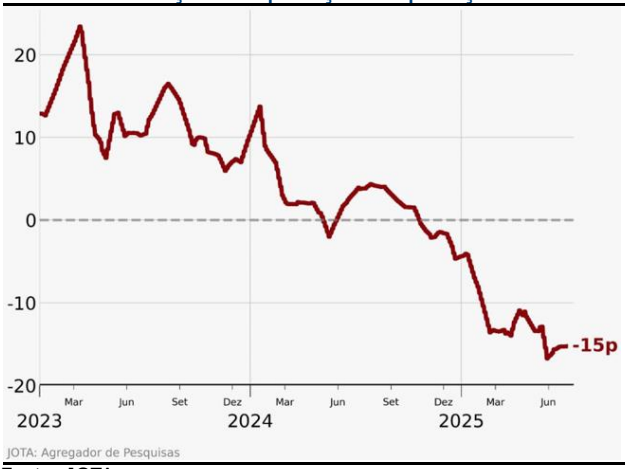
Se Bolsonaro apoiar Freitas, os mercados devem se recuperar, já que o governador de São Paulo é o favorito entre os líderes empresariais e é visto como tendo uma chance maior de derrotar o presidente Lula. Se, por outro lado, ele optar por apoiar um dos membros de sua família, a reação do mercado pode ser menos favorável, pois as chances de vitória podem ser vistas como menores, dada a taxa de rejeição relativamente alta dos membros da família Bolsonaro.

Gráfico 8: Taxa de aprovação/desaprovação do governo Lula



Fonte: JOTA

Gráfico 9: Diferença entre aprovação/desaprovação



Fonte: JOTA

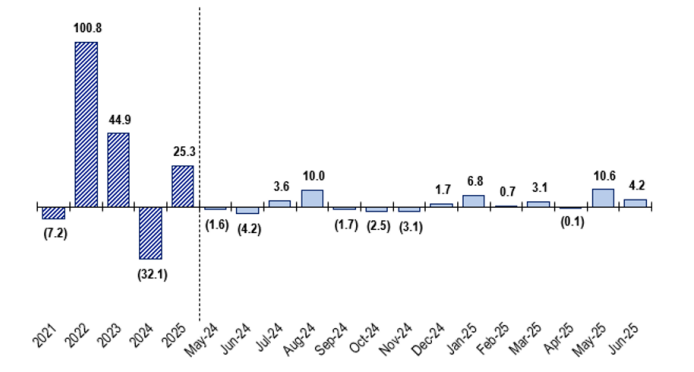
Os investidores estrangeiros continuaram comprando ações brasileiras em junho

Após um forte fluxo de entrada de R$ 10,6 bilhões em ações brasileiras em maio, vimos mais do mesmo em junho (+R$ 4,2 bilhões), embora em menor grau. Como resultado, o fluxo de entrada no acumulado do ano está em R$ 25,3 bilhões, o que não é ruim, considerando que em meados de abril os fluxos de investidores estrangeiros se tornaram negativos.

Em 2025, o único mês que registrou saídas foi abril, com apenas -R$ 0,1 bilhão. Os investidores estrangeiros venderam muito na primeira metade do mês, mas isso foi quase totalmente compensado por fortes compras na segunda metade do mês.

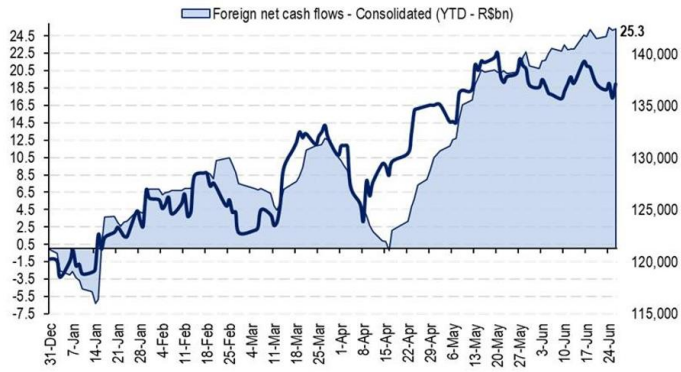
A dinâmica atual é diferente da do ano passado, quando os estrangeiros só compraram ações brasileiras em 3 dos 12 meses, levando a uma saída de capital de R$ 32,1 bilhões em 2024. Embora o fluxo de entrada de estrangeiros tenha sido forte este ano, ele ainda não conseguiu reverter os resgates do ano passado.

Gráfico 10: Fluxo do investidor estrangeiro (R$ bilhões)



Fonte: B3, BTG Pactual

Gráfico 11: Fluxo estrangeiro para ações no Brasil, acumulado no ano



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Os grandes fluxos de entrada no acumulado do ano levaram a um aumento nas alocações para ações brasileiras este ano, especialmente nos fundos dedicados a mercados emergentes Globais e Global (ex-US), onde as alocações aumentaram 109 bps e 27 bps, respectivamente.

Houve um aumento do interesse dos investidores estrangeiros em Brasil. A rotação (saindo de EUA), os múltiplos atraentes e uma possível mudança no cenário político em 2026 são os prováveis motivadores.

Nos próximos meses, poderemos vislumbrar novos fluxos de entrada para Brasil. Embora ainda falte mais de um ano para as eleições presidenciais, os baixos índices de aprovação do governo podem acabar funcionando como catalisador.

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%
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%
May-25	6.66%	0.57%	1.04%	57.24%

Fonte: EPFR, BTG Pactual

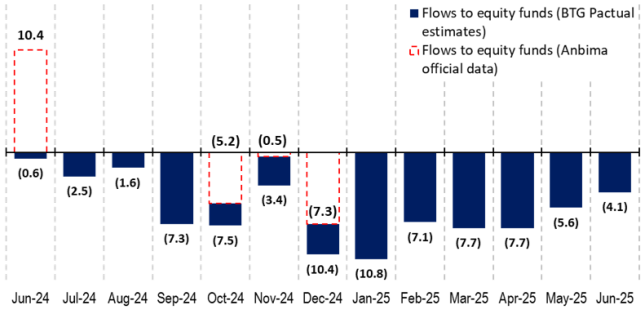
Os fluxos de resgates dos fundos de ações locais estão diminuindo

Os resgates de fundos de ações locais atingiram R$ 4,1 bilhões em junho, muito abaixo do que vimos este ano. A média de resgates foi de R$ 8,6 bilhões por mês no primeiro trimestre de 2025, e houve uma redução consistente nos últimos dois meses.

Isso pode indicar que a dinâmica de resgates de fundos estão diminuindo e podem continuar a diminuir quando começarem os cortes nas taxas de juros. Em junho, chegamos ao fim do ciclo de aperto monetário, com uma taxa de curto prazo de 15% (vs. 10,5% em setembro de 2024). Nossa equipe econômica espera que o ciclo de flexibilização comece no 1T26.

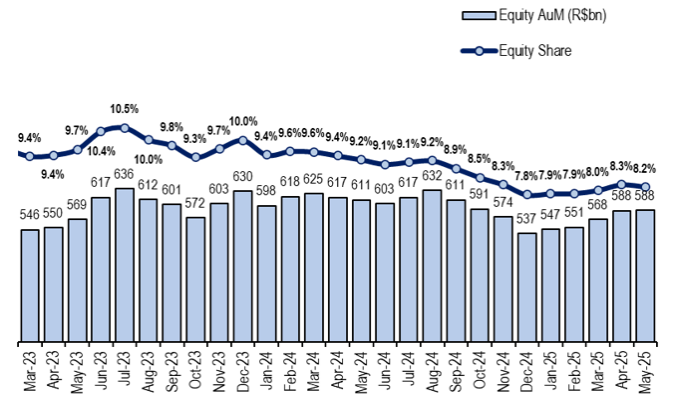
Embora as alocações em ações de fundos mútuos (incluindo fundos de ações, fundos de hedge e fundos de pensão) permaneçam baixas, em 8,2%, a tendência anterior de redução, parece ter se estabilizado.

Gráfico 12: Fluxos de fundos de ações



Fonte: Anbima, estimativas BTG Pactual

Gráfico 13: Fundos locais – Alocações em ações



Fonte: Anbima, estimativas 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 terminou em junho, com as taxas em 15% – o maior valor desde julho de 2006.

É interessante notar que os contratos DI de janeiro de 2026 estão sendo negociados a 14,94%, indicando que os mercados estão precificando um cenário de taxas estáveis em 15% durante todo o ano de 2025.

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

Portfólio 10SIM: Manutenção de um portfólio equilibrado

Não estamos fazendo nenhuma grande mudança estratégica na 10SIM este mês. Estamos mantendo uma combinação de ações que geram fluxo de caixa mais concentrado no curto prazo, juntamente com uma exposição menor a commodities (apenas 10% da 10SIM). Nossa divisão setorial também é diversificada, com 20% alocados em ações de serviços Financeiros, 20% em Serviços Básicos, 20% em Infraestrutura e Imobiliário e 10% em Varejo/Consumo, além de 10%

em Commodities/Petróleo & Gás. Nossos últimos 10% estão alocados em uma tese de reestruturação mais arriscada: Cosan.

Nossa única mudança no portfólio este mês é a inclusão da Rede D'Or, rede de hospitais e operadora de seguros de saúde, em substituição ao Mercado Livre. As ações da Rede D´Or apresentaram um desempenho fraco recentemente, após o anúncio de um *pipeline* de expansão menos agressivo, mas consideramos que a queda das ações foi exagerada, uma vez que a maior parte da tese de crescimento no longo prazo da empresa permanece intacta. Vemos a empresa bem-posicionada para oferecer um crescimento sustentável de 15% ao ano nos próximos anos, com base em uma combinação de crescimento orgânico e inorgânico, enquanto é negociada a 14x o P/L para 2026, um valuation relativamente atraente em nossa opinião.

Estamos mantendo inalterada nossa exposição de 20% no setor Financeiro este mês, dividida entre o Nubank, com beta maior e crescimento mais forte, e o Itaú, mais defensivo. Da mesma forma, estamos mantendo 20% em serviços básicos, divididos entre Copel e Equatorial.

Nos setores de infraestrutura e imobiliário, nossas duas opções continuam sendo a operadora ferroviária Rumo (melhor dinâmica de preços e volumes mais fortes) e a construtora Cyrela, que vem crescendo de forma rápida e lucrativa, apesar das taxas de juros muito altas.

Reduzimos nossa exposição ao setor de varejo removendo o Mercado Livre antes do que acreditamos que possa ser um resultado desafiador no segundo trimestre. Continuamos a gostar das perspectivas de crescimento de longo prazo da empresa e de seu forte posicionamento competitivo na América Latina, mas decidimos aguardar um melhor momento. Neste momento, nossa exposição a varejistas na 10SIM está limitada à Smartfit (maior alto retorno e alavancagem operacional). Temos uma exposição maior ao setor em nosso portfólio SmallCap, onde temos a Azzas e a Vivara.

Por fim, decidimos manter alguma exposição a commodities (10%) por meio da produtora de PRIO, dada a melhor dinâmica da companhia. A Cosan completa a 10SIM, com base em nossa expectativa de que a equipe de gestão da empresa resolverá a questão do balanço patrimonial alavancado da Cosan.

Tabela 4: Mudanças na 10SIM™ (Junho vs. Julho)

Junho				Julho			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Mercado Livre	Varejo	MELI34	10%	**Rede D'Or**	Saúde	RDOR3	10%
Cosan	Agronegócio	CSAN3	10%	**Cosan**	Agronegócio	CSAN3	10%
Rumo	Transportes	RAIL3	10%	**Rumo**	Transportes	RAIL3	10%
Copel	Serviços Básicos	CPLE6	10%	**Copel**	Serviços Básicos	CPLE6	10%
Prio	Petróleo & Gás	PRIO3	10%	**Prio**	Petróleo & Gás	PRIO3	10%
Smartfit	Varejo	SMFT3	10%	**Smartfit**	Varejo	SMFT3	10%
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	**Itaú Unibanco**	Bancos	ITUB4	10%
Cyrela	Construção civil	CYRE3	10%	**Cyrela**	Construção civil	CYRE3	10%
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	**Equatorial**	Serviços Básicos	EQTL3	10%
Nubank	Bancos	ROXO34	10%	**Nubank**	Bancos	ROXO34	10%

Fonte: BTG Pactual

Um resumo das nossas escolhas de julho

Rede D'Or (RDOR3)

Aproveitando o recente fraco desempenho (-6% vs. Ibovespa em junho), acreditamos que a RDOR oferece um bom ponto de entrada nos níveis atuais. A ação apresentou queda após a reação negativa do mercado ao anúncio de um plano de expansão de longo prazo menor (2025-2028) no início do mês passado. No entanto, não consideramos que isso seja um evento relevante, pois a administração reiterou que as revisões positivas agora são mais prováveis do que novos cortes. A história de crescimento de longo prazo permanece intacta, suportada por (i) possíveis atividades de M&A, (ii) projetos adicionais no âmbito da JV com o Bradesco e (iii) evolução dos leitos operacionais, sendo que um aumento mais lento no total de leitos não implica necessariamente um crescimento mais lento nos leitos operacionais. Com o potencial de expansão de margem na Sul América, melhorias sequenciais de resultados esperadas ao longo de 2025 e forte opcionalidade à frente, vemos a recente queda das ações como um ponto de entrada atraente. Negociando a ~14x P/L para 2026 e potencialmente se beneficiando de um ambiente de taxas de juros menores no longo prazo, a RDOR está bem-posicionada para proporcionar um crescimento de lucros de pelo menos 15% ao ano durante a próxima década, juntamente com o aumento do retorno aos acionistas por meio de dividendos e recompras. A RDOR é a nossa *Top Pick* no setor de saúde.

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 mais elevadas. Mesmo com um balanço patrimonial mais pressionado, a empresa ainda possui possibilidades para desalavancagem. Se esse senso de urgência e a abordagem focada na execução prevalecerem, a Cosan nos parece uma tese de investimento assimétrica de alto risco e alto retorno. Com um desconto de holding próximo de 44%, 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 extração líderes do setor, a empresa está bem-posicionada para apresentar uma evolução positiva na dinâmica de lucros, mesmo em um ambiente de queda no preço do petróleo. O primeiro óleo de Wahoo e sinergias que aumentam o valor em Peregrino, suportam, ainda mais, essa trajetória positiva. Apesar da alavancagem relativamente alta após o M&A, estimamos que a dívida líquida/EBITDA da PRIO ficará abaixo de 1x até 2026, mesmo com as premissas conservadoras do brent. Com um atraente potencial de valorização de 53% em relação ao nosso novo preço-alvo de R$ 65/ação, um potencial significativo de geração de caixa (FCFE) após 2026 e a opcionalidade de M&A ou dividendos adicionais, vemos a PRIO como uma das ações mais atraentes em nossa cobertura de petróleo & gás na América Latina.

Copel (CPLE6)

A Copel tem cumprido consistentemente seus marcos pós-privatização. Mais recentemente, o Conselho de Administração da empresa aprovou a migração para o Novo Mercado. Como todas as ações PN serão convertidas em ações ON, a mudança deve melhorar a liquidez das ações e aumentar seu apelo aos investidores estrangeiros. Além disso, juntamente com os resultados do 1T, a Copel anunciou uma nova política de dividendos, estabelecendo 2,8x dívida líquida/EBITDA como sua estrutura de capital ideal, com um prazo de 24 meses para atingir essa meta de alavancagem, e definindo um payout mínimo de 75%. Temos afirmado que a Copel já

é uma tese de dividendos que não é negociada como tal. Em nossa opinião, isso se devia à imprevisibilidade do valor dos dividendos que a empresa poderia pagar. A nova política de dividendos deve corrigir essa percepção. A ação está sendo negociada a uma TIR real de 10,1%, e esperamos um *dividend yield* médio de 10,2% entre 2025 e 2028. Enquanto isso, outras empresas pagadoras de dividendos que cobrimos são negociadas a TIRs reais entre 6-8%. Se a Copel apresentar uma expansão de múltiplos e se aproximar do topo dessa faixa, a ação ainda precisaria subir 20-25%, um potencial de valorização que acreditamos ser merecido.

Nubank (ROXO34)

Estamos mantendo o Nubank no portfólio por mais um mês. A correção pós-1º trimestre (mudanças de gestão, venda da Berkshire etc.), juntamente com tendências de curto prazo melhores do que o esperado, e nossa tese de que a receita líquida no Brasil irá acelerar nos próximos meses (estamos vendo um aumento significativo nos limites de cartão de crédito) nos leva a acreditar que os resultados – e, consequentemente, as ações – têm espaço para um bom desempenho no futuro. Além disso, as ações ainda estão com desempenho fraco vs. Inter no acumulado do ano e de outros bancos/fintechs, não apenas no Brasil, mas em toda a América Latina.

Smartfit (SMFT3)

Recentemente, revisamos nossas estimativas de EBITDA e lucro líquido para cima em 3% e 4%, respectivamente. Nos níveis atuais, a Smartfit é negociada a 14x P/L para 2026. Ela continua sendo uma das nossas principais tese de carrego 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 em toda a região; (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 fraco após os resultados (em parte devido à venda de R$ 2,3 bilhões do Pátria; sua participação agora é de 14%), acreditamos que isso aumenta as ações em circulação e resolve as preocupações de liquidez do passado. Apesar dos riscos de curto prazo – valuation elevado, canibalização entre as academias e intensificação da concorrência – projetamos um CAGR convincente de 39% para o LPA (2024-27). Em nossa opinião, a Smartfit continua sendo uma história de crescimento única de *long duration* no setor da América Latina. Reiteramos nossa recomendação de Compra.

Cyrela (CYRE3)

Estamos mantendo a Cyrela em nosso portfólio 10SIM este mês, pois a consideramos uma empresa com beta e de alta qualidade no Brasil. A empresa apresentou fortes resultados operacionais no 1T25, com

vendas 41% maiores a/a, e está no caminho certo para manter sua execução robusta no 2T. Ela também possui um banco de terrenos de alta qualidade, que deve sustentar lançamentos sólidos e desempenho de 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 aproximadamente 40% de seus resultados vinculados ao MCMV, o que é mais defensivo em meio a um ambiente macroeconômico difícil. Devido à sua execução robusta, acreditamos que a Cyrela deve continuar a superar seus pares e ganhar participação de mercado, apesar de um cenário macroeconômico mais difícil, enquanto seu valuation de ~5x P/L para 2025 permanece atraente.

Equatorial (EQTL3)

Vemos a EQTL com uma TIR real de 10,4%. A EQTL é uma excelente empresa de carrego, 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)

Depois de um início de ano lento – principalmente devido a atrasos na colheita de soja causados por fortes chuvas no Centro-Oeste do Brasil e a uma incerteza mais ampla em relação a volumes e preços –, agora estamos observando uma clara mudança na dinâmica operacional. Essa perspectiva mais construtiva é sustentada por: (i) revisões positivas da segunda safra de milho ("safrinha") e (ii) um recente aumento nas taxas de frete de caminhões, sinalizando uma demanda mais forte por serviços de transporte. Em maio, a Rumo registrou fortes números de volume, marcando o primeiro mês de plena capacidade operacional neste ano. Esperamos que essa tendência favorável persista nos próximos meses. Dado o baixo desempenho relativo das ações em relação a outros nomes de *long duration* e seu valuation atraente de 7x EV/EBITDA para 2025, reiteramos nossa recomendação de Compra.

Tabela 4: 10SIM para julho de 2025

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2025	2026	2025	2026	2025	2026
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	376.856	n.a.	n.a.	8,8x	8,2x	2,0x	1,8x
Nubank	Bancos	ROXO34	10%	364.856	n.a.	n.a.	26,9x	20,8x	6,4x	4,9x
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	78.231	6,8x	5,8x	18,8x	14,0x	2,9x	2,6x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	45.018	7,3x	7,9x	9,3x	10,4x	1,5x	1,4x
Copel	Serviços Básicos	CPLE6	10%	35.967	9,0x	8,4x	14,8x	13,1x	1,5x	1,6x
Prio	Petróleo & Gás	PRIO3	10%	34.562	5,9x	2,9x	11,1x	4,1x	7,2x	5,4x
Rumo	Transportes	RAIL3	10%	34.294	7,0x	6,3x	18,0x	11,7x	2,1x	1,9x
Smartfit	Varejo	SMFT3	10%	14.836	10,1x	8,0x	20,7x	14,0x	2,4x	2,1x
Cosan	Agronegócio	CSAN3	10%	12.750	3,3x	3,1x	2,6x	2,1x	0,2x	0,2x
Cyrela	Construção civil	CYRE3	10%	9.575	7,6x	7,0x	5,0x	5,2x	1,0x	1,0x

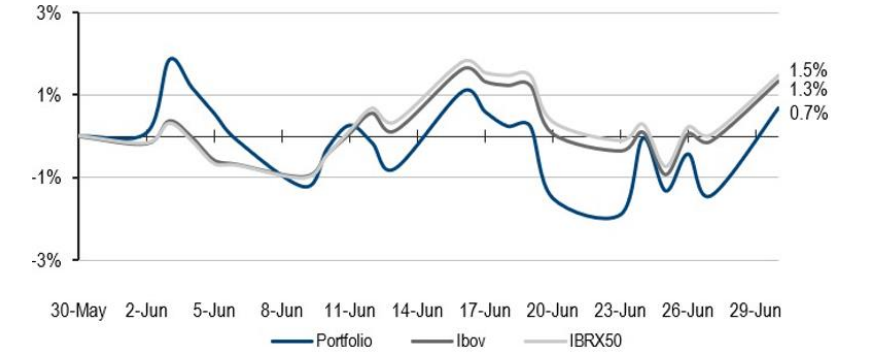
Fonte: Economática, BTG Pactual

Rentabilidade da 10SIM™ em junho

Rentabilidade mensal*

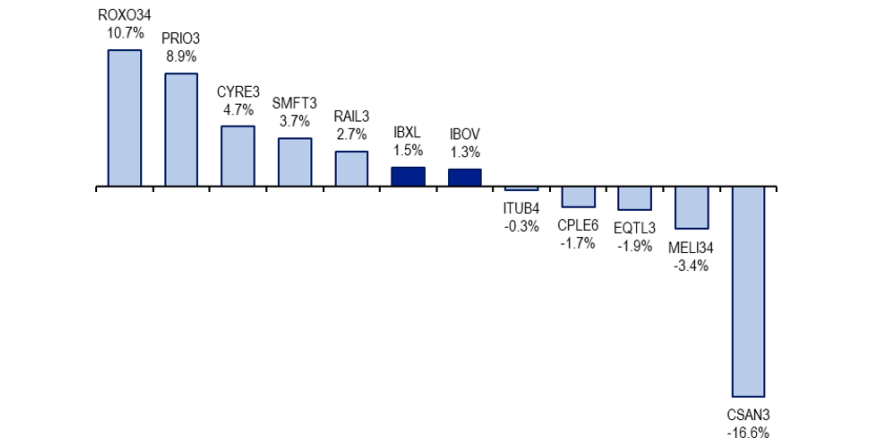
Em junho, o desempenho do nosso portfólio 10SIM™ foi de 0,7%, abaixo do Ibovespa (1,3%) e do IBrX-50 (1,5%), conforme mostrado abaixo.

Gráfico 14: Rentabilidade em junho de 2025*



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

Gráfico 15: Desempenho das ações em junho de 2025



Fonte: BTG Pactual, Economática

Desempenho no acumulado do ano

Desde 31 de dezembro de 2024, nossa carteira 10SIM subiu 21,9%, contra 15,4% do Ibovespa e 13,8% do IBX-50. A taxa do CDI subiu +6,4% no período.

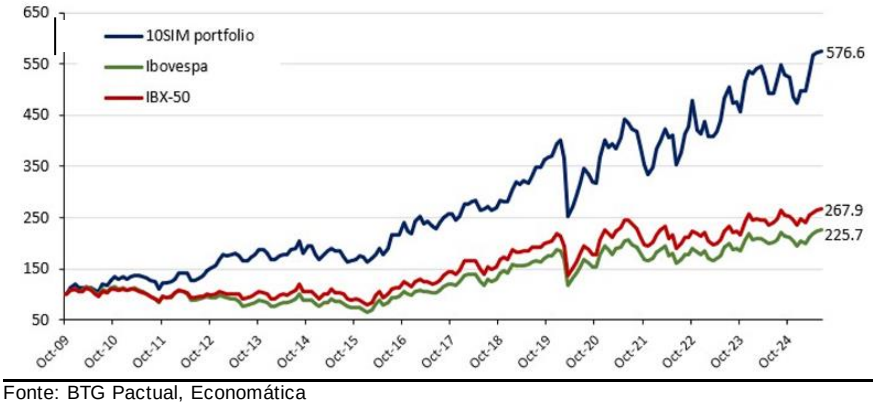
Gráfico 16: Desempenho até o momento

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 476,6%, em comparação com 125,7% para o Ibovespa e 167,9% 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.
2009										0,2%	13,3%	4,8%	19,1%	11,5%	19,1%	11,5%
2010	-5,5%	0,3%	0,1%	-1,1%	-2,8%	-2,4%	12,3%	-1,4%	8,6%	4,8%	-2,4%	2,3%	12,0%	1,0%	33,4%	12,7%
2011	-2,2%	2,7%	1,6%	0,6%	-1,4%	-2,2%	-4,6%	-1,0%	-10,8%	9,5%	0,2%	2,1%	-6,5%	-18,1%	24,7%	-7,7%
2012	3,2%	10,3%	-0,2%	-0,8%	-8,7%	-0,1%	2,3%	5,1%	6,9%	3,0%	2,1%	8,1%	34,4%	7,4%	67,6%	-0,9%
2013	6,1%	-1,9%	1,4%	1,9%	-2,1%	-6,1%	-0,5%	5,1%	2,8%	5,3%	-0,6%	-3,5%	7,3%	-15,5%	79,9%	-16,3%
2014	-6,1%	-0,7%	4,0%	1,5%	0,2%	5,6%	1,9%	6,4%	-10,8%	6,8%	0,8%	-8,6%	-0,9%	-2,9%	78,3%	-18,7%
2015	-6,3%	6,2%	3,6%	3,5%	-3,1%	-0,1%	-5,5%	-6,8%	2,4%	1,5%	3,6%	-0,4%	-2,4%	-13,3%	73,9%	-29,5%
2016	-5,5%	3,2%	4,4%	7,2%	-6,0%	6,8%	12,9%	0,9%	-0,2%	10,9%	-6,5%	-2,5%	26,0%	38,9%	119,1%	-2,1%
2017	11,2%	3,9%	-5,6%	1,7%	-4,2%	-2,1%	5,7%	4,3%	2,9%	-0,9%	-4,6%	2,9%	14,7%	26,9%	151,4%	24,2%
2018	10,2%	-0,4%	1,6%	1,5%	-6,7%	0,1%	1,9%	-2,7%	2,5%	5,0%	-0,7%	0,2%	12,3%	15,0%	182,3%	42,9%
2019	8,3%	2,1%	-2,1%	2,3%	-1,6%	5,2%	4,8%	-0,1%	4,3%	1,2%	0,8%	6,7%	39,9%	31,6%	294,9%	88,0%
2020	1,7%	-9,2%	-30,7%	8,0%	7,7%	8,3%	9,0%	-3,6%	-4,1%	-1,1%	16,2%	9,2%	1,8%	2,9%	302,0%	93,5%
2021	-3,9%	2,2%	-2,7%	5,6%	8,8%	-1,1%	-3,1%	-0,9%	-7,6%	-8,9%	-5,6%	4,6%	-13,3%	-11,9%	248,5%	70,4%
2022	10,5%	3,8%	6,1%	-3,9%	1,1%	-14,0%	6,4%	9,9%	3,2%	12,1%	-12,4%	-1,3%	18,9%	4,7%	314,4%	78,4%
2023	5,7%	-6,8%	0,0%	2,5%	5,1%	10,0%	4,5%	-6,6%	0,8%	-3,9%	13,1%	3,5%	29,4%	22,3%	436,1%	118,1%
2024	-0,9%	1,9%	1,1%	-4,2%	-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%	6,9%	0,8%	0,7%							21,9%	15,4%	476,6%	125,7%

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 vinculados 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, consequentemente, 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