



## **Carteira Recomendada de Ações (10SIM)**

Equity Research  
Banco BTG Pactual S.A.

Janeiro 2026

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

Bruno Henriques  
São Paulo – Banco BTG Pactual

[analise.acoes@btgpactual.com](mailto:analise.acoes@btgpactual.com)

# Carteira recomendada de Ações (10SIM)



BTG Pactual Equity Research

02 de janeiro de 2026

## 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

### **Esteja preparado para um ano promissor, mas turbulento**

Esperamos que as ações brasileiras tenham um bom desempenho no início de 2026, apoiadas pela flexibilização dos ciclos monetários tanto nos EUA quanto no Brasil. É verdade que devemos ver menos “ventos favoráveis” vindo dos EUA, já que as taxas devem permanecer estáveis no primeiro semestre de 2026, mas a redução das taxas no Brasil pode ser suficiente para continuar impulsionando os mercados locais. Naturalmente, as próximas eleições e a política local devem trazer maior volatilidade aos mercados, especialmente no final do primeiro trimestre. Por esse motivo, estamos mudando um pouco a 10SIM, buscando um portfólio mais equilibrado.

### **Buscando maior equilíbrio; Raia e Itaú substituem Smartfit e Copel**

Decidimos aumentar nossa exposição ao setor financeiro de volta para 25% e reinserir nossa Top Pick, o Itaú, com 15% (substituindo a Copel). Estamos mantendo o Nubank, mas agora com 10%, ante 15%. Entre os varejistas, a Raia é a novidade, substituindo a Smartfit.

### **Um pouco mais de proteção; Aura substitui Direcional**

Durante a maior parte de 2025, limitamos nossa exposição ao dólar a apenas 10%. Dito isso, dada nossa busca por um portfólio mais equilibrado antes de um ano mais volátil, estamos aumentando nossa exposição a exportadores para 15%, inserindo a produtora de ouro Aura com 5%. A fabricante de aviões Embraer também está na 10SIM. Para abrir espaço para a Aura, estamos removendo a Direcional e reduzindo nossa exposição a construtoras para 10% (mantendo a Cyrela), vindo de 15%.

### **Localiza, Rede D'Or, Eneva e Equatorial completam a 10SIM**

Estamos mantendo 20% de nossa carteira alocada em serviços básicos (Eneva e EQTL) e 20% em ações com fluxo de caixa mais relevante no longo prazo, Localiza e Rede D'Or.

**Tabela 1: Portfólio 10SIM para janeiro/26**

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2025	2026	2025	2026	2025	2026
Nubank	Bancos	ROXO34	10%	454.143	n.a.	n.a.	29,3x	20,7x	7,3x	5,4x
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	15%	416.405	n.a.	n.a.	9,3x	8,3x	2,2x	1,9x
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	89.616	7,3x	5,9x	19,1x	15,2x	3,2x	2,8x
Embraer	Bens de Capital	EMBJ3	10%	64.994	14,8x	12,1x	27,5x	24,0x	2,8x	2,6x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	48.442	7,5x	8,7x	10,7x	18,9x	1,7x	1,6x
Localiza	Transportes	RENT3	10%	47.672	6,2x	5,5x	17,0x	11,2x	1,8x	1,6x
Raia Drogasil	Varejo	RADL3	10%	40.973	10,4x	9,1x	34,3x	24,5x	5,6x	5,0x
Eneva	Serviços Básicos	ENEV3	10%	38.660	8,4x	8,9x	20,8x	30,9x	1,9x	1,8x
Aura	Mineração & Siderurgia	AURA33	5%	22.812	8,1x	3,8x	14,9x	7,0x	10,9x	6,8x
Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%	10.850	8,4x	7,7x	7,1x	6,3x	1,2x	1,2x

Fonte: Economática, BTG Pactual

## Esteja preparado para um ano promissor, mas turbulento

Esperamos que 2026 comece de forma semelhante aos últimos meses de 2025, ou seja, com o bom desempenho das ações brasileiras, apoiado pela flexibilização dos ciclos monetários tanto nos EUA quanto no Brasil. É verdade que devemos ver menos “ventos favoráveis” vindo dos EUA, já que as taxas devem permanecer estáveis no primeiro semestre de 2026, mas a queda das taxas no Brasil pode ser suficiente para continuar impulsionando os mercados locais.

Alguns podem dizer que a política pode tornar as ações brasileiras muito voláteis em 2026. Concordamos que isso pode eventualmente acontecer, mas não nos primeiros meses de 2026. O Congresso brasileiro entrará em recesso em 22 de dezembro e só voltará a trabalhar em 2 de fevereiro, o que deve causar uma redução significativa no fluxo de notícias políticas. Acreditamos que o fluxo moderado de notícias políticas deixará a queda das taxas de juros como o principal catalisador do mercado.

Além disso, talvez um dos cenários eleitorais de curto prazo mais temidos, que era o ex-presidente Bolsonaro optar por apoiar um membro de sua família como candidato à presidência, já tenha acontecido. Se, por qualquer motivo, o senador Flávio Bolsonaro desistir de sua candidatura nos próximos meses, os mercados devem reagir positivamente. Há, porém, um lado negativo, que seria Bolsonaro aparecer com força nas próximas pesquisas eleitorais, impulsionando sua candidatura.

No final de março, início de abril, devemos ter uma visão muito mais clara de quem será o adversário do presidente Lula em outubro. Se o senador Flávio Bolsonaro permanecer na disputa até lá e apresentar um desempenho fraco nas simulações do segundo turno, os investidores devem estar preparados para aumentar proteção e reduzir o risco. Por outro lado, se o governador Tarcisio de Freitas estiver na disputa, mesmo que não tenha um desempenho tão forte nas pesquisas do segundo turno em abril/maio, os mercados devem continuar em alta, apoiados por uma candidatura unificada da oposição.

À medida que o tempo passar e nos aproximarmos do dia da eleição, as pesquisas ganharão maior relevância e provavelmente serão o fator mais importante para impulsionar os mercados para cima ou para baixo. O fato de que a disputa entre o presidente Lula e o governador Tarcísio tende a ser acirrada, com o vencedor derrotando seu oponente por apenas alguns pontos, deve tornar os investidores mais cautelosos e levar a carteiras mais defensivas na segunda metade de 2026, em nossa opinião.

Embora acreditemos que a volatilidade deva aumentar no final do primeiro trimestre, à medida que as notícias políticas sobre as próximas eleições se tornam mais relevantes, acreditamos que a melhor estratégia é manter nossa carteira posicionada para se beneficiar da queda das taxas de juros, que deve ser o principal impulsionador do mercado, pelo menos no curto prazo.

Estamos começando o ano com uma grande parte de nossa carteira exposta a serviços básicos (20% da 10SIM). Durante a maior parte do ano passado, mantivemos entre 20% e 30% da carteira investida em serviços básicos, pois vemos o setor como uma forma segura de aproveitar a queda nas taxas. Temos um grupo de empresas que gostamos e temos usado em nossa carteira, incluindo ações de *long duration* como **Equatorial, Copel e Sabesp**, bem como geradoras de energia como **Axia e Eneva** (os preços da energia devem permanecer altos no futuro próximo). Entre as empresas de serviços básicos de menor valor de mercado, destacamos **Copasa, Sanepar e Orizon**.

Também mantivemos de 20% a 30% da carteira em ações com geração de fluxo de caixa concentrado no longo prazo, como **Localiza e Rede D'Or**. Motiva e Ecorodovias também são nomes de infraestrutura que se beneficiam da queda das taxas de curto prazo e de longo prazo e são normalmente consideradas boas alternativas para a carteira.

Mantivemos alguma exposição a construtoras ao longo do ano. No passado, quando estávamos otimistas em relação às construtoras, tínhamos 5% da carteira investida nelas. No ano passado, mantivemos 10% da 10SIM investido em construtoras durante a maior parte do ano e, nos últimos meses, esse percentual aumentou para 15%. Nomes como **Cyrela, Direcional e Cury** têm apresentado desempenhos operacionais excepcionais, mesmo com taxas de juros muito altas. No caso da **Cyrela**, nossa principal escolha, com a queda das taxas, ela deve ter um desempenho ainda melhor. Entre as empresas small caps, gostamos da **Tenda**. Em nossa opinião, as construtoras estão oferecendo exposição cíclica, apoiada por um forte momentum operacional, algo difícil de encontrar entre os varejistas.

Acreditamos que uma carteira brasileira deve ter exposição ao setor financeiro. Operações de serviços financeiros bem administradas tendem a ser relativamente defensivas, apresentando bom desempenho tanto em mercados fortes quanto fracos. Com isso em mente, estamos aumentando nossa exposição ao setor de volta para 25%, dividida entre nossas Top Picks, **Itaú e Nubank**, ambas ações

que já fazem parte de nossa carteira há algum tempo. Para investidores que buscam empresas de serviços financeiros mais expostas à queda dos juros, indicamos Bradesco, B3 e Stone.

O varejo se destaca como o setor que mais se beneficia da queda nas taxas. Estimamos que, para cada redução de 100bps na Selic, os lucros das varejistas aumentem em média 4%, ou seja, uma redução de 300bps poderia impulsionar os lucros dos varejistas em cerca de 12%. Além do impacto positivo direto da redução das taxas no resultado financeiro (menor despesa financeira), os varejistas são beneficiários diretos da atividade econômica mais forte e das melhores condições de crédito. No entanto, temos encontrado dificuldades para selecionar ações do varejo em uma economia que atualmente está desacelerando. Porenquanto, nossas principais escolhas no setor são a **Smartfit**, que está menos exposta às tendências típicas do varejo, a joalheria **Vivara** e a **Raia Drogasil**. Para investidores que buscam varejistas mais expostas à queda das taxas, indicamos o Assai e a Pague Menos.

Há algum tempo, temos mantido uma exposição baixa a exportadores em geral e nenhuma exposição a exportadores de commodities. Em momentos de maior volatilidade, é comum termos 30-35% da carteira investida em exportadores. Durante a maior parte de 2025, limitamos nossa exposição ao dólar a apenas 10%. Dito isso, dada a nossa busca por uma carteira mais equilibrada e nossa decisão de adicionar um pouco mais de proteção à medida que entramos no que acreditamos ser um ano mais volátil, estamos aumentando nossa exposição a exportadores para 15% com a inclusão da produtora de ouro **Aura**, que já faz parte da nossa carteira Small Caps há algum tempo. A fabricante de aviões **Embraer** também está na 10SIM.

A Vale poderia ser uma opção, e temos ficado mais construtivos com a ação nos últimos meses (elevamos a recomendação recentemente) diante de um dinâmica micro acima das expectativas e de uma melhor alocação de capital. Dada a forte alta no ano e níveis de valuation um pouco mais caros (yield de fluxo de caixa de 10%), vemos melhores ideias em outros setores. Ainda assim, atualmente vemos Vale como um de nossos hedges preferidos para 2026.

Entre as exportadoras, um nome que acreditamos valer destaque é a gigante de petróleo **Petrobras**. A ação não está em nosso portfólio e não é uma alocação importante entre os investidores neste momento. Primeiro, por conta dos menores preços do petróleo e, portanto, dividendos ordinários menores. Segundo, pelos temores de interferência política e de investimentos e operações de M&A que não representariam a melhor alocação de capital para a companhia. Sobre os preços do petróleo, embora possam cair mais, abaixo de US\$ 60 parte da produção de shale tende a sair do mercado. Em torno de US\$ 60, países da OPEP também costumam retirar barris do mercado. Nesse nível, vemos o *dividend yield* ordinário da Petrobras em 10%. Quanto à alocação de capital, sim, pode haver algumas transações que não agradem ao mercado (investimentos em etanol ou recursos adicionais direcionados à Braskem), mas nada grande o suficiente

para comprometer de forma material a tese de pagamento de dividendos. Vemos a Petrobras como uma opção relativamente defensiva, que pode ter espaço em portfólios mais equilibrados. Entre os produtores de P&G, também gostamos de **PRIO**, dado seu forte crescimento de produção e agenda de redução de custos.

**Nossas Top Picks para (o começo) 2026:** Equatorial, Eneva, Copel, Axia, Rede D'Or, Localiza, Cyrela, Embraer, Smartfit, Vivara, Nubank, Itaú, Raia.

**Small Caps:** Locaweb, Tenda, Allos, 3Tentos, Aura, Copasa, Sanepar, Orizon, Inter, GPS, Bemobi, Unifique, Track&Field, Eztec.

### **Algumas tendências de 2025 devem continuar em 2026**

Com um desempenho surpreendentemente forte, considerando como terminou 2024, as ações brasileiras subiram 34% em reais e 51% em dólares em 2025, superando o S&P500 por uma boa margem e alguns de seus pares latino-americanos. Grande parte desse desempenho pode ser atribuída a fatores relacionados à economia global, especialmente aos EUA. Flexibilização da política monetária e queda das taxas de longo prazo (as taxas nominais e reais de 10 anos caíram 45bps e 36bps no acumulado do ano), O enfraquecimento do dólar e o desejo dos investidores de diversificar fora dos EUA, mesmo que apenas ligeiramente, levaram o dinheiro para os mercados emergentes em geral e para o Brasil em particular. Com exceção da Argentina, todos os principais mercados acionários latino-americanos registraram alta substancial em 2025 — Colômbia +75%, Chile +72%, México +51%.

No Brasil, a economia teve um desempenho relativamente bom em 2025, especialmente considerando que as taxas de juros subiram para 15% em meados de 2025 e permanecem nesse nível alto e restritivo até hoje. O PIB do Brasil cresceu mais de 3% ao ano de 2021 a 2024 (acumulando 15% de crescimento do PIB no período) e deve ficar em 2,2% em 2025. As taxas de desemprego estão historicamente baixas e a inflação, mesmo ainda acima da meta desafiadora de 3%, vem caindo e deve terminar 2025 em 4,3%. As contas externas se deterioraram, principalmente devido ao aumento das importações (refletindo uma economia aquecida), mas estão sob controle, com os déficits em conta corrente totalmente financiados por investimento estrangeiro direto (o investimento atingiu cerca de US\$ 80 bilhões nos últimos 12 meses).

A principal questão econômica continua sendo a frágil situação fiscal do país. A relação dívida/PIB deverá terminar o ano em 79% e, embora o déficit primário pareça relativamente baixo (0,5% do PIB em 2025), o déficit nominal, ou seja, incluindo despesas com juros, é muito alto (8,5% em 2025). Embora a maioria dos players de mercado espere um ajuste mais forte nas contas fiscais já em 2026, o atual governo deixou claro que não tem planos para um ajuste mais relevante antes das eleições. Em outras palavras, uma maior consolidação fiscal não ocorreria antes de 2027 e sua magnitude poderá depender de quem governará o país a partir de 2027.

## Em 2026, uma economia semelhante à de 2025

Para 2026, o cenário econômico geral não deve mudar significativamente: espera-se que o crescimento econômico desacelere ainda mais como consequência da política monetária bastante restritiva, mas sem uma desaceleração acentuada, já que várias medidas implementadas pelo atual governo devem injetar liquidez na economia (estimamos um crescimento do PIB de 1,7% em 2026). Entre as várias medidas implementadas pelo governo, a mais relevante é a isenção do imposto de renda para quem ganha menos de R\$ 5 mil por mês. Outras medidas incluem (i) o programa de subsídio ao gás de cozinha, (ii) o subsídio à conta de energia elétrica, (iii) a linha de crédito para reforma da casa, (iv) a Faixa 4 do programa habitacional Minha Casa Minha Vida e (v) o novo modelo de crédito hipotecário. Da mesma forma, os empréstimos dedutíveis da folha de pagamento introduzidos no primeiro semestre de 2025 devem continuar a se expandir, injetando liquidez adicional na economia. Na direção oposta, o governo deixou as regras mais duras para a linha de crédito garantida pelo FGTS vinculada à opção de saque anual. No geral, estimamos que essas iniciativas injetarão R\$ 80 bilhões (0,6% do PIB) em dinheiro novo na economia em 2026.

Tabela 2: Novas iniciativas do governo

Government Initiatives	Δ 25-26 (R\$ bn)	Δ 25-26 % GDP
Payroll loans	24.0	0.2%
Household Income Tax Exemption	31.0	0.2%
Subsidized Cooking Gas Program	1.6	0.0%
Electricity Subsidy Program	4.3	0.0%
Home Renovation Credit Program	13.9	0.1%
Minha Casa Minha Vida – Tier 4	7.7	0.1%
New Mortgage Credit Model	22.3	0.2%
Annual Withdrawal Option (from FGTS)	-24.5	-0.2%
<b>Total</b>	<b>80.3</b>	<b>0.6%</b>

Fonte: BTG Pactual

A taxa de desemprego deve aumentar em 2026, mas, assim como a atividade econômica, o aumento deve ser moderado; uma economia mais fraca também deve ajudar as contas externas, com o déficit em conta corrente diminuindo de 3,6% em 2025 para 2,7% e permanecendo totalmente financiado pelo investimento direto estrangeiro (IDE).

É improvável que a situação fiscal melhore e deve continuar sendo o principal desafio econômico do Brasil, enquanto a inflação pode cair ligeiramente em relação a 2025, terminando 2026 em torno de 4,1%.

## A flexibilização da política monetária é o principal fator impulsionador no início do ano

Com a inflação sob controle e se aproximando da meta no horizonte relevante (de 18 meses, ou meados de 2027), são altas as chances de que o Banco Central comece a reduzir a taxa Selic de curto prazo

do Brasil no início de 2026 (o mercado estima o primeiro corte entre janeiro e março).

A queda das taxas de juros no Brasil, combinada com a queda das taxas nos EUA, tem sido o fator mais importante para os mercados nos últimos meses e deve continuar sendo um fator-chave nos primeiros meses de 2026. O impacto positivo da queda das taxas nos setores relacionados ao consumo (como varejo, shopping centers, locadoras de veículos) e nos setores que normalmente operam com maior alavancagem (como serviços básicos, concessionárias e infraestrutura em geral), bem como nas empresas mais alavancadas, pode ser significativo.

Nossa equipe econômica está projetando um corte de 300bps na taxa Selic em 2026 (terminando o ano em 12%). Mesmo em 12%, a política monetária continuaria em território bastante restritivo, dadas as expectativas de inflação de cerca de 4% em 2026 (taxas reais de curto prazo de 8% são consideráveis!). Por esse motivo, e dependendo dos resultados das eleições, as taxas devem continuar caindo em 2027 (neste momento, nossa equipe estima que a taxa Selic atingirá 10,5% no final de 2027).

Mas, embora uma economia relativamente bem-organizada e taxas em queda possam ser motivos para otimismo, as eleições presidenciais que serão realizadas em outubro adicionarão muita volatilidade aos mercados.

### **A eleição presidencial será o principal fator determinante durante a maior parte do ano**

Passamos a maior parte dos últimos meses argumentando que era muito cedo para dar muito peso às notícias sobre as eleições ao tomar decisões de investimento. Primeiro, porque ainda estamos muito longe das eleições e muita coisa pode mudar até lá. E, segundo, porque nem sabíamos quem seria o principal candidato da oposição, o que reduzia a relevância das pesquisas de opinião.

Na verdade, a definição do principal candidato da oposição dependia do apoio formal do ex-presidente Jair Bolsonaro, que atualmente cumpre uma pena de 27 anos de prisão. Em nossa opinião, para ter chances de vencer, o candidato da oposição precisa do apoio do ex-presidente. A maioria dos consultores políticos não esperava que Bolsonaro anunciasse seu candidato este ano, mas, em um movimento surpreendente, no início de dezembro, ele anunciou que apoiaria a candidatura de seu filho mais velho, o senador Flávio Bolsonaro.

Dadas as altas taxas de rejeição do senador Bolsonaro, os partidos de centro-direita do Brasil parecem hesitantes em apoiar sua candidatura e, aparentemente, preferem um candidato mais moderado. O atual governador de São Paulo, Tarécio Freitas, é considerado um candidato competitivo e parece ser o nome preferido desses partidos e capaz de unir a oposição em torno de uma única candidatura.

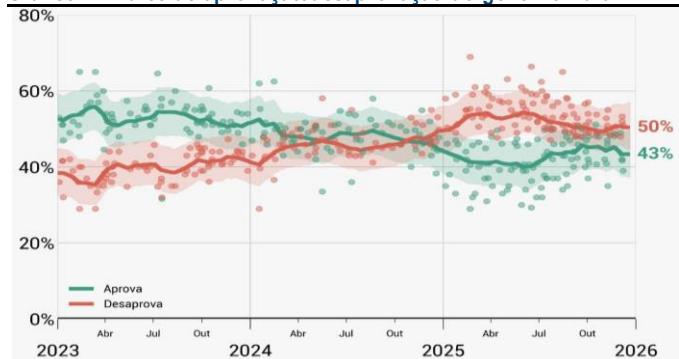
Nos próximos meses, o desempenho do senador Bolsonaro nas pesquisas de opinião será crucial para determinar se sua candidatura é viável ou não e, dependendo das pesquisas, a pressão sobre o ex-presidente Bolsonaro para reconsiderar sua decisão só aumentará.

Freitas, por outro lado, precisa decidir se vai concorrer até o início de abril. Ele tem uma reeleição fácil e, para concorrer à Presidência, precisa deixar o cargo até 6 de abril. Se o ex-presidente não mudar de ideia até o final de março, Freitas provavelmente concorrerá à reeleição.

Enquanto isso, os mercados continuarão acompanhando os índices de aprovação do presidente Lula, que, por enquanto, são a melhor indicação de suas chances de reeleição. Depois de atingir seu menor nível em junho, com uma diferença de 15 p.p. entre aqueles que desaprovam o governo e aqueles que o aprovam, os índices do presidente Lula se recuperaram e a diferença caiu para 3 p.p., devido a uma combinação de redução da inflação dos alimentos e uma disputa com o presidente dos EUA, Donald Trump, sobre tarifas injustas impostas ao Brasil.

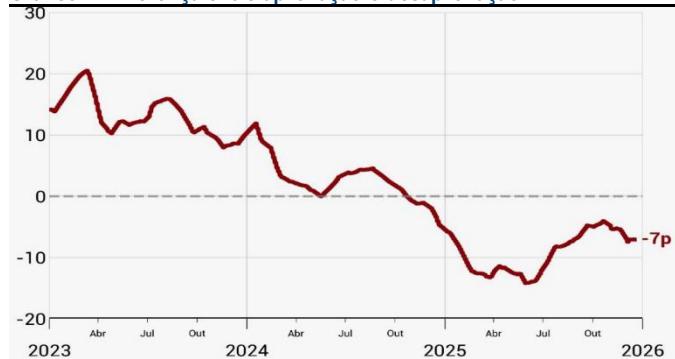
Neste momento, seus índices parecem ter se estabilizado. Na verdade, eles se deterioraram um pouco, com a diferença aumentando para 7 p.p. Mas, com o atual nível de aprovação (43%), o presidente Lula é um candidato muito competitivo.

**Gráfico 1: Índice de aprovação/desaprovação do governo Lula**



Fonte: JOTA, BTG Pactual

**Gráfico 2: Diferença entre aprovação e desaprovação**



Fonte: JOTA, BTG Pactual

## O cenário global deverá dar menos suporte em 2026

Depois de 2025 ter sido marcado por uma ampla realocação das carteiras globais em resposta às políticas comerciais agressivas adotadas pela nova administração dos EUA, que empurraram o DXY para baixo em 9%, é improvável que 2026 tenha o mesmo tom.

A economia dos EUA deverá continuar apresentando uma dinâmica positiva, apoiada por um impulso fiscal significativo da nova lei de Trump, condições financeiras mais favoráveis, menor incerteza política e o ciclo de investimento impulsionado pela IA em curso. Nas suas últimas projeções, o Fed espera que o crescimento do PIB acelere para 2,3% em 2026 (de 1,7%), enquanto a taxa de desemprego deverá permanecer perto dos 4,4%.

Em relação à inflação, os efeitos das tarifas devem desaparecer gradualmente, enquanto a desinflação dos serviços continua. No entanto, não esperamos que a inflação retorne à meta em 2026. Em vez disso, vemos a inflação no final do ano mais próxima de 2,5%, já que a fase final do processo de desinflação provavelmente será mais lenta.

No geral, esperamos que o Fed mantenha as taxas inalteradas durante o primeiro semestre de 2026. Após reduzir as taxas em 75bps base em 2025 (e 175bps desde 2024), a taxa do Fed está agora em 3,6%, o que alguns podem considerar dentro da faixa neutra. À medida que entramos no segundo semestre de 2026, com um novo presidente do Fed e uma inflação moderada, esperamos que a taxa caminhe gradualmente para o que nós e a maioria dos formuladores de políticas consideramos ser o nível neutro, em torno de 3,1%. Dito isso, dadas as recentes comunicações do Fed e o cenário macroeconômico ainda resiliente, os riscos apontam para menos cortes no próximo ano (nossa projeção é de dois).

Na China, a Conferência Central de Assuntos Econômicos (evento anual) confirmou que os formuladores de políticas estão cada vez mais preocupados com a deterioração da dinâmica da economia desde meados do ano, mas ainda não estão preparados para implementar um pacote de estímulo decisivo. O tom do memorando divulgado após a reunião foi visivelmente menos urgente do que a forte mudança de política anunciada há um ano. Em conjunto, a mensagem aponta para uma flexibilização incremental no início de 2026, em vez de um estímulo forte e abrangente.

### Crescimento robusto dos lucros em 2026

A equipe de Research do BTG Pactual está projetando que os lucros das empresas brasileiras listadas em bolsa, ex Petrobras e Vale, cresçam 17% a/a em 2026, acelerando em relação aos 14% esperados para 2025. Isso apesar de nossa expectativa de desaceleração da atividade econômica em 2026 — projetamos que o PIB cresça 1,7% em 2026. A queda nas taxas de juros de curto prazo (esperamos que a Selic comece a cair em janeiro, com um corte total de 300bps em 2026) pode ajudar os lucros, reduzindo as despesas financeiras e reaquecendo a economia no final do próximo ano.

Esperamos que os lucros das empresas que atuam no mercado interno se recuperem fortemente em 2026. Apesar de crescerem apenas 5% a/a em 2025, os lucros dessas empresas devem crescer 13% a/a em 2026. A desaceleração no crescimento dos lucros em 2025 e a reaceleração em 2026 podem estar relacionadas às taxas de curto prazo — a taxa Selic média foi de 10,9% em 2024, 14,6% em 2025 e deve ser de 13,4% em 2026. A queda esperada nas taxas em 2026 terá um impacto positivo nos lucros em todo o nosso universo de cobertura, particularmente para empresas com alta alavancagem e uma grande parcela da dívida indexada à taxa Selic (o que é especialmente o caso das empresas domésticas).

Os lucros dos bancos (+14% a/a ou R\$ 16 bilhões), varejistas e construtoras, especialmente as de baixa renda, devem crescer fortemente em 2026.

**Tabela 3: Lucros consolidados das empresas em nossa cobertura (R\$ milhões)**

Sector (R\$mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
BTGP Coverage	227,327	192,412	540,935	565,534	417,363	323,549	439,725	475,588	541,353
y/y growth		-15.4%	181.1%	4.5%	-26.2%	-22.5%	35.9%	8.2%	13.8%
BTGP Coverage (ex-Petr&Vale)	193,837	160,118	313,059	280,073	252,842	253,694	289,997	339,729	407,634
y/y growth		-17.4%	95.5%	-10.5%	-9.7%	0.3%	14.3%	17.1%	20.0%
Domestic	181,304	159,813	221,074	215,955	208,980	257,904	270,982	304,760	358,980
y/y growth		-11.9%	38.3%	-2.3%	-3.2%	23.4%	5.1%	12.5%	17.8%
Commodities	46,023	32,599	319,861	349,579	208,382	65,646	168,743	170,828	182,373
y/y growth		-29.2%	881.2%	9.3%	-40.4%	-68.5%	157.1%	1.2%	6.8%

Fonte: Empresas, BTG Pactual

### A queda nas taxas pode significar um aumento nos lucros de algumas empresas

Realizamos uma análise de sensibilidade para cerca de 100 empresas brasileiras listadas sob nossa cobertura, estimando o impacto nos lucros para cada redução de 100bps nas taxas de juros locais. Nos concentramos exclusivamente no impacto que as taxas mais baixas terão nos resultados financeiros e no pagamento de impostos dessas empresas, ou seja, não levamos em consideração o fato de que taxas menores também terão um impacto positivo geral sobre a atividade econômica e as condições de crédito e, consequentemente, sobre os negócios e os resultados.

As empresas alavancadas expostas principalmente à taxa Selic podem ver seus lucros aumentarem fortemente. Hoje, cerca de 24% da dívida das empresas listadas é indexada a taxas flutuantes (Selic). Quando analisamos as empresas que operam basicamente no mercado interno, esse número salta para 47%. Em alguns setores, como o varejo, o montante da dívida vinculada à Selic pode ser muito maior (78% no caso do Varejo). Setores intensivos em capital ou altamente alavancados, como infraestrutura, imobiliário e varejo, tendem a se beneficiar de forma desproporcional com taxas menores.

Estimamos que os lucros das 98 empresas que analisamos aumentariam 0,7% para cada redução de 100bps na taxa Selic. Quando analisamos esse universo de empresas, excluindo a Petrobras e a Vale, o aumento nos lucros para cada redução de 100bps seria de 1,0%, semelhante ao impacto positivo que veríamos ao analisar apenas as empresas desse grupo que vendem principalmente no mercado interno (+1,1%).

O varejo se destaca como o setor que mais se beneficia com a queda nas taxas. Estimamos que, para cada redução de 100bps na Selic, os lucros das varejistas aumentariam em média 4%, seguidos pelas locadoras de veículos (+3,9% nos lucros). As operadoras de shoppings também ganham muito com as taxas mais baixas. Em média, para cada redução de 100bps na Selic, os lucros das três principais operadoras de shoppings listadas podem aumentar em média 3,4%. As concessionárias de serviços básicos e operadoras de rodovias também ganham muito.

**Tabela 4: Variação percentual nos lucros para cada redução de 100bps na Selic – Setorial**

Sector	Δ Earnings
Companies Analyzed	0.7%
Companies Analyzed (ex-Petro & Vale)	1.0%
Domestic	1.1%
Commodities	0.2%
Agribusiness	0.6%
Capital Goods	-0.6%
Car Rental & Logistics	3.5%
Education	1.6%
Financials (ex-Banks)	-0.3%
Food & Beverage	-1.1%
Healthcare	1.1%
Infrastructure	1.6%
Metals & Mining	0.6%
Oil & Gas	0.2%
Pulp & Paper	-0.5%
Retail	4.0%
Technology	-0.2%
Telecom	0.8%
Malls	3.4%
Homebuilders	0.9%
Utilities	1.7%

Fonte: Empresas e BTG Pactual

### **Mesmo após a recuperação deste ano, o valuation continua atraente**

Mesmo após o forte desempenho deste ano, as ações brasileiras continuam baratas, sendo negociadas a 10,4x o P/L 12 meses à frente, excluindo a Petrobras e a Vale (9,0x incluindo-as), entre um desvio padrão abaixo da sua média histórica e a média (11,9x).

Alguns apontariam, com razão, que as taxas reais de longo prazo ainda estão muito altas (em 7,2%) e, por esse motivo, o prêmio para manter ações não é atraente — na verdade, o prêmio está atualmente em 2,4%, abaixo da média histórica.

Vemos o nível elevado das taxas reais de juros de longo prazo como uma oportunidade à medida que entramos em 2026. Com as eleições presidenciais ganhando relevância, um resultado que indique políticas fiscais mais disciplinadas poderia ter o potencial de reduzir rapidamente as taxas reais de longo prazo, abrindo caminho para uma expansão significativa dos múltiplos dos ativos brasileiros (incluindo ações).

**Gráfico 3: Bovespa P/L 12 meses à frente (ex Petro & Vale)**


Fonte: Economatica, BTG Pactual

**Gráfico 4: Earnings yield (L/P – taxas reais de 10 anos)**


Fonte: Economatica, BTG Pactual

## A valorização pode ser relevante se os prêmios de risco diminuírem

Fizemos um exercício simples para estimar o valor justo do IBOV em diferentes cenários, com diferentes premissas para a inflação de longo prazo, taxas de juros reais de longo prazo e crescimento real do PIB.

Um cenário em que as taxas reais de longo prazo caiam para 5% e o crescimento do PIB acelere para 3% poderia levar o valuation do Ibovespa, excluindo Petro e Vale, de volta à sua média histórica de cerca de 12x, indicando um Ibovespa em cerca de 186 mil pontos e um potencial de alta de 17%.

No entanto, caso o resultado das eleições seja positivo, não nos surpreenderia ver o índice negociado com um desvio padrão acima da média (ou 14x P/L), como tem sido o caso no passado. A 14x P/L 12 meses à frente, o Ibovespa atingiria 220 mil pontos e indicaria um potencial de alta de 38%.

Por outro lado, um cenário mais desafiador, que poderia apontar para contas fiscais ainda desorganizadas e crescimento mais lento, poderia trazer o Ibovespa de volta a 8x P/L ou cerca de 120 mil pontos (queda de 23%).

**Tabela 5: P/L alvo do IBOV usando diferentes premissas**

	Scenario 1	Scenario 2	Scenario 3	Scenario 4	Scenario 5	Scenario 6
<b>ROE</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>
<b>K<sub>e</sub></b>	<b>14.5%</b>	<b>13.5%</b>	<b>12.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.0%</b>	<b>10.5%</b>
Inflation	4.5%	4.0%	3.5%	3.0%	3.0%	3.0%
Real rates	<u>7.0%</u>	<u>6.5%</u>	<u>6.0%</u>	<u>5.5%</u>	<u>5.0%</u>	<u>4.5%</u>
Interest rates	11.5%	10.5%	9.5%	8.5%	8.0%	7.5%
Premium	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
<b>Growth</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.5%</b>	<b>6.0%</b>	<b>6.5%</b>
Inflation	4.5%	4.0%	3.5%	3.0%	3.0%	3.0%
Real growth	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
<b>Target P/E</b>	<b>7.0x</b>	<b>7.9x</b>	<b>9.0x</b>	<b>10.6x</b>	<b>12.0x</b>	<b>14.2x</b>
Current 12mf P/E	10.3x	10.3x	10.3x	10.3x	10.3x	10.3x
IBOV	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000
<b>IBOV Target</b>	<b>109,502</b>	<b>123,190</b>	<b>140,546</b>	<b>163,970</b>	<b>186,408</b>	<b>220,065</b>
<b>Upside</b>	<b>-31.6%</b>	<b>-23.0%</b>	<b>-12.2%</b>	<b>2.5%</b>	<b>16.5%</b>	<b>37.5%</b>

Fonte: BTG Pactual

**Tabela 6: Mudanças na 10SIM™ (Dezembro vs. Janeiro)**

Dezembro				Janeiro			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Nubank	Bancos	ROXO34	15%	Nubank	Bancos	ROXO34	10%
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%
Embraer	Bens de Capital	EMBJ3	10%	Embraer	Bens de Capital	EMBJ3	10%
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%
Localiza	Transportes	RENT3	10%	Localiza	Transportes	RENT3	10%
Copel	Serviços Básicos	CPLE5	10%	Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	15%
Eneva	Serviços Básicos	ENEV3	10%	Eneva	Serviços Básicos	ENEV3	10%
Smartfit	Varejo	SMFT3	10%	Raia Drogasil	Varejo	RADL3	10%
Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%	Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%
Direcional	Construção Civil	DIRR3	5%	Aura	Mineração & Siderurgia	AURA33	5%

Fonte: BTG Pactual

## Um resumo das nossas escolhas de janeiro

### Itaú Unibanco (ITUB4)

Estamos adicionando o Itaú de volta à 10SIM, pois ele continua sendo nossa tese de investimento preferida entre os bancos tradicionais do Brasil. Com um balanço patrimonial sólido, o Itaú está muito bem-preparado para se proteger e ainda oferecer retornos muito altos caso a volatilidade aumente. Por outro lado, ele está pronto para acelerar o crescimento e ganhar participação de mercado se o ambiente oferecer essa oportunidade.

## Nubank (ROXO34)

Estamos mantendo o NU na carteira por mais um mês, pois o consideramos uma de nossas Top Picks e vencedoras de longo prazo na América Latina. Em resumo, acreditamos que o NU está de volta ao modo de crescimento, o que esperamos que desencadeie novas revisões positivas dos lucros no futuro. A combinação de um crescimento de empréstimos acima do esperado, inadimplência e provisões ainda saudáveis — auxiliada por modelos de subscrição de IA aprimorados e apoiada por (i) baixas taxas de desemprego e (ii) a isenção de imposto de renda para brasileiros que ganham até R\$ 5 mil por mês a partir de janeiro — nos deixa mais confiantes na história de crescimento, com melhores níveis de inadimplência ajustados ao risco pela frente. Enquanto isso, a oportunidade no México continua relevante, embora deva aparecer de forma mais significativa no lucro líquido somente após cerca de cinco anos. O NU também está bastante otimista em relação à oportunidade nos EUA, mesmo que ela mal tenha começado. Com o modo de crescimento acelerado, acreditamos que as ações negociadas a cerca de 20x P/L para 2025 são atraentes.

## Eneva (ENEV3)

Em março de 2026, o Brasil realizará seu segundo Leilão de Capacidade. O evento deve recontratar usinas térmicas prestes a expirar (ou já expiradas). Além disso, também deve contratar nova capacidade térmica. As informações sobre a demanda total e o preço máximo não devem ser divulgadas antes do evento, mas esperamos que as duas variáveis sejam bastante favoráveis para novos projetos. O evento pode representar um VPL bastante relevante e uma adição significativa para a Eneva.

## Equatorial (EQLT3)

Vemos a EQTL sendo negociada a uma TIR real de 10,4%. A EQTL continua sendo uma excelente opção, uma empresa líder no setor e uma excelente maneira de obter exposição ao que consideramos taxas reais de longo prazo altamente assimétricas. Com uma *duration* de mais de 10 anos, proteção total contra a inflação e sensibilidade limitada a uma desaceleração da economia, ela se destaca como uma de nossas Top Picks no setor.

## Rede D'Or (RDOR3)

A empresa atingiu um estágio estável e equilibrado, gerando caixa, expandindo-se organicamente, mantendo-se bem-posicionada com o Bradesco para acelerar projetos de expansão, pagando dividendos e melhorando constantemente as margens do segmento hospitalar e a sinistralidade. Vemos as ações sendo negociadas agora a ~16x P/L para 2026, mas acreditamos que haverá uma nova expansão de múltiplos. Em nossa opinião, a RDOR poderia ser negociada mais perto de 20x os lucros futuros, em linha com outras empresas

nacionais de alta qualidade na América Latina que também são teses de carregos. Uma expansão adicional de múltiplos dependerá de alguns catalisadores, que também podem impulsionar revisões adicionais para cima dos lucros. Esses catalisadores são: (i) melhor dinâmica no negócio hospitalar (agora se materializando, com um impulso potencialmente ainda mais forte no quarto trimestre); (ii) taxas de juros menores (a RDOR é um ativo de capital intensivo e *long duration*); (iii) novas melhorias na unidade de seguros; (iv) um ambiente mais favorável para M&A (conforme refletido nas notícias recentes sobre uma possível fusão com a Fleury); e (v) outras opções, como novo crescimento na área de oncologia ou novos projetos na joint venture com o Bradesco a serem anunciados.

## Localiza (RENT3)

---

Observamos que a Localiza apresenta tendências mais positivas em seus três principais segmentos: (i) RAC – a transferência eficaz dos preços, os volumes resilientes e os ganhos de eficiência estão sustentando a expansão das margens; (ii) Frota – a empresa está focada na melhoria das margens, otimizando o mix da frota e desativando ativamente veículos muito usados para melhorar a qualidade dos ativos e os retornos; e (iii) Seminovos – acreditamos que o pior dos desafios relacionados ao IPI já passou e está amplamente precificado, especialmente após o impairment no terceiro trimestre. Além disso, tanto o quarto trimestre quanto o primeiro trimestre devem apresentar tendências sazonais positivas no curto prazo. Além das operações, vemos a Localiza como uma das empresas de alta qualidade mais bem posicionadas em nossa cobertura para se beneficiar de um ambiente de taxas de juros menores, dado seu perfil de beta mais alto e intensivo em capital. Em termos de valuation, vemos o P/L para 2026 de 12x como um risco/retorno atraente, sendo negociado a um múltiplo com desconto que já leva em consideração às menores expectativas de crescimento em relação aos níveis históricos.

## Cyrela (CYRE3)

---

Estamos mantendo a Cyrela em nossa carteira 10SIM deste mês, pois a consideramos uma tese com beta de alta qualidade no Brasil. A empresa apresentou resultados operacionais sólidos nos nove primeiros meses de 2025 e está a caminho de manter sua execução robusta no quarto trimestre e em 2026. Ela também possui um banco de terrenos de alta qualidade, o que deve sustentar lançamentos sólidos e um bom 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 joint ventures Cury e Plano&Plano, com aproximadamente 40% de seus lucros vinculados ao MCMV, o que é mais defensivo em meio a um ambiente macroeconômico difícil. Dito isso, a Cyrela deve continuar a superar seus pares e ganhar participação de mercado, apesar de um cenário macroeconômico mais difícil, enquanto seu valuation em ~5x P/L para 2026 continua atraente.

## Embraer (EMBJ3)

---

A Embraer continua sendo uma das nossas Top Picks no setor de bens de capital, especialmente no quarto trimestre, historicamente o trimestre mais forte da empresa. A carteira de pedidos se beneficiou da robusta entrada de pedidos em todos os segmentos, aliviando em grande parte as preocupações dos investidores em relação à evolução comercial dos jatos da família E2, bem como de produtos selecionados nos negócios de defesa e aviação executiva. Além disso, o recente sucesso dos testes do protótipo do Eve representa uma redução significativa do risco do programa, que esperamos que os investidores gradualmente incorporem aos preços. Do ponto de vista de valuation, a Embraer é negociada a 11x EV/EBITDA para 2026, representando um desconto atraente de dois dígitos em relação às empresas globais do setor de aviação e reforçando nossa visão otimista sobre as ações.

## Raia Drogasil (RADL3)

---

Consideramos que a estratégia da RD se baseia em três pilares: (i) uma abordagem multicanal e expansão consistente da base de lojas (com 330-350 lojas previstas para 2026); (ii) desenvolvimento de produtos de saúde (marca própria, tanto em medicamentos sem prescrição como em produtos de higiene/beleza) e melhoria da experiência nas lojas; e (iii) foco no aumento do valor dos clientes, com uso extensivo de tecnologia. A RD é cada vez mais vista como uma tese de “carrego seguro” para investidores estrangeiros e uma ideia de longo prazo preferida no mercado doméstico. Conforme destacamos em nossa recente atualização após os resultados do 3T25, embora persistam as dúvidas sobre quais desafios são estruturais e quais são temporários, os resultados recentes trouxeram uma confiança renovada nas estimativas para 2025 e 2026, com revisões positivas nos números. Não há dúvida de que a empresa foi uma das histórias de maior sucesso nos últimos 20 anos entre os varejistas brasileiros, construindo pilares sólidos de uma tese de carrego em nossa cobertura, apoiada em um sólido pipeline de expansão, um roteiro completo para investir no canal online e um ROIC crescente. No geral, vemos um caminho mais previsível para a re ancoragem dos lucros em 2026 (em cerca de R\$ 1,65 bilhão), impulsionado pelos benefícios dos medicamentos GLP-1, novos lançamentos de genéricos, maturação das lojas e aumento da penetração omnicanal. Embora a recente valorização das ações já reflita grande parte da revisão positiva dos lucros (RD é negociada a 24x P/L para 2026), o desempenho consistente da empresa nos últimos dois trimestres reforça seu perfil de gerador de valor de longo prazo (CAGR de 25% do LPA em 2025-2030) e sustenta o múltiplo premium em relação aos pares.

## Aura (AURA33)

Continuamos otimistas em relação à tese de investimento. A empresa está aproveitando um forte momento nos lucros, impulsionado pelo crescimento da produção (com dois ativos entrando no portfólio da empresa em 2026) e pelos altos preços do ouro (+US\$ 4.300/onça). Nossa visão estruturalmente positiva é apoiada por (1) uma história de crescimento, com a Aura esperando quase dobrar a produção nos próximos anos; (2) exposição ao ouro, que adiciona diversificação às carteiras de metais preciosos; (3) pagamentos trimestrais consistentes de dividendos, com um yield de 7-9%, esperado ao longo do ciclo de investimento; (4) uma empresa com baixo nível de alavancagem e balanço patrimonial saudável (dívida líquida/EBITDA em 0,15x); (5) risco operacional (ativo único) reduzido, à medida que a empresa continua a diversificar sua base de ativos; e (6) um valuation com desconto, com potencial significativo de expansão de múltiplos (negociada a 0,85x P/NAV e ~3,8x EV/EBITDA para 2026, modelamos o ouro a US\$ 4.000 para 2026). Um P/NAV confortavelmente acima de 1x parece viável com base nas perspectivas de crescimento e maior liquidez.

**Tabela 7: 10SIM para janeiro de 2026**

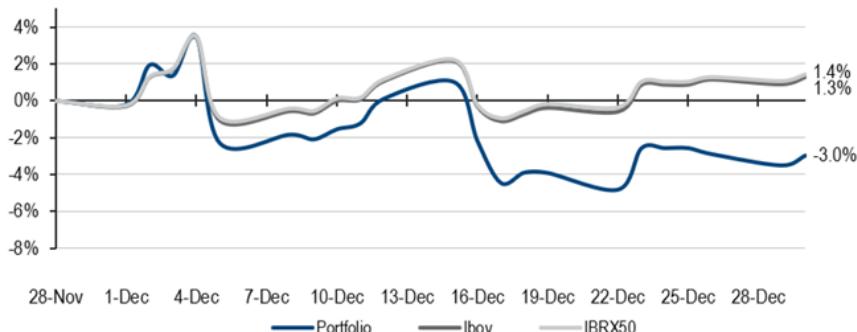
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2025	2026	2025	2026	2025	2026
Nubank	Bancos	ROXO34	10%	454.143	n.a.	n.a.	29,3x	20,7x	7,3x	5,4x
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	15%	416.405	n.a.	n.a.	9,3x	8,3x	2,2x	1,9x
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	89.616	7,3x	5,9x	19,1x	15,2x	3,2x	2,8x
Embraer	Bens de Capital	EMBJ3	10%	64.994	14,8x	12,1x	27,5x	24,0x	2,8x	2,6x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	48.442	7,5x	8,7x	10,7x	18,9x	1,7x	1,6x
Localiza	Transportes	RENT3	10%	47.672	6,2x	5,5x	17,0x	11,2x	1,8x	1,6x
Raia Drogasil	Varejo	RADL3	10%	40.973	10,4x	9,1x	34,3x	24,5x	5,6x	5,0x
Eneva	Serviços Básicos	ENEV3	10%	38.660	8,4x	8,9x	20,8x	30,9x	1,9x	1,8x
Aura	Mineração & Siderurgia	AURA33	5%	22.812	8,1x	3,8x	14,9x	7,0x	10,9x	6,8x
Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%	10.850	8,4x	7,7x	7,1x	6,3x	1,2x	1,2x

Fonte: Economática, BTG Pactual

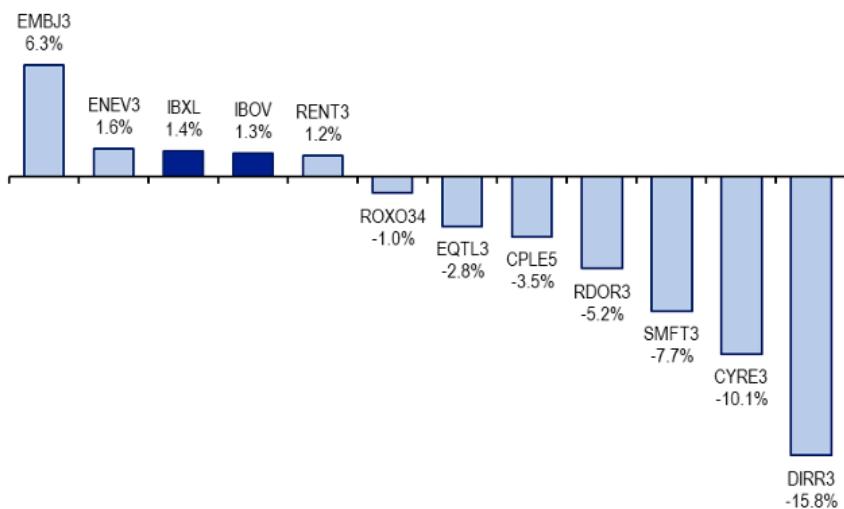
## Rentabilidade da 10SIM™ em dezembro

### Rentabilidade mensal\*

Em dezembro, o desempenho do nosso portfólio 10SIM™ foi de -3,0%, ficando abaixo do Ibovespa (1,3%) e do IBrX-50 (1,4%), conforme mostrado abaixo.

**Gráfico 5: Rentabilidade em dezembro de 2025\***


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

**Gráfico 6: Desempenho das ações em dezembro de 2025**


Fonte: BTG Pactual, Economática

### Desempenho no acumulado do ano

Desde 31 de dezembro de 2024, nossa carteira 10SIM subiu 40,2%, contra 34,0% do Ibovespa e 32,1% do IBX-50. A taxa do CDI subiu +14,3% no período.

**Gráfico 7: 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 563,1%, em comparação com 161,9% para o Ibovespa e 211,1% para o IBX-50.

**Gráfico 8: Rentabilidade desde out/2009\***



Fonte: BTG Pactual, Economática

**Tabela 8: 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>													0,2%	13,3%	4,8%	19,1%
<b>2010</b>	-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%
<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%	-10,8%	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%	0,7%	-7,9%	11,7%	5,2%	1,5%	8,0%	-3,0%	40,2%	34,0%	563,1%	161,9%

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 da 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 diferirumas 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 entre 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)