



Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Abril 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 Ferreira
São Paulo – Banco BTG Pactual

Bruno Henriques
São Paulo – Banco BTG Pactual

analise.acoes@btgpactual.com

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

O Brasil apresentou desempenho superior em um cenário de extrema volatilidade

O desempenho relativamente sólido das ações brasileiras em março, em um ambiente de extrema volatilidade nos mercados globais, mostra que o interesse dos estrangeiros pelo país permanece inabalável, mesmo em condições de aversão ao risco. De fato, os investidores estrangeiros injetaram mais R\$ 9 bilhões em março, elevando o fluxo de entrada no acumulado do ano para R\$ 51 bilhões.

A mesma estratégia, com alguns ajustes

Este mês, estamos fazendo alguns ajustes em nossa carteira sem alterar a estratégia geral. Temos 20% da carteira investida no setor Financeiro (Itaú e Nubank), 20% em geradoras de energia (Axia e Eneva) e 25% em ações com fluxo de caixa concentrados no longo prazo (Localiza e Motiva). Estamos aumentando nossa exposição ao setor de Petróleo & Gás para 15% (de 10%), nossa exposição a câmbio para 10% (de 5%) e mantendo o setor imobiliário em 10%.

A Petro está de volta, substituindo a PRIO; aumentando a exposição ao setor de Petróleo & Gás para 15%, de 10%

Decidimos substituir a Prio, uma produtora privada de petróleo e gás, pela Petrobras, que representa 15% da 10SIM. Embora ambas as empresas estejam expostas a preços mais elevados do petróleo, acreditamos que a Petrobras está mais protegida caso a guerra termine e os preços do petróleo caiam. Num cenário em que os preços do petróleo caiam para US\$ 80 e a Petrobras não reajuste os preços da gasolina e do diesel, ainda vemos a empresa apresentando um yield de fluxo de caixa livre (FCF) de 9% e um dividend yield de 8%.

A Embraer está de volta, substituindo a Aura; adicionando construção civil de baixa renda por meio da Cury

Outra mudança que estamos fazendo é trazer a fabricante de aeronaves Embraer de volta à 10SIM, substituindo a produtora de ouro

content.btgpactual.com

Aura. A Embraer é negociada a 9x EV/EBITDA para 2026 e com um desconto de 40% em relação aos pares. Também decidimos recuperar a exposição ao setor de construção civil de baixa renda, adicionando a Cury com 5%, substituindo a adquirente Stone. Mantemos a operadora de shopping centers Allos, com 5% (reduzida de 10%), e nossa exposição geral ao setor imobiliário em 10%.

Tabela 1: Portfólio 10SIM para abril/26

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2026	2027	2026	2027	2026	2027
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%	666.292	3,0x	3,1x	6,3x	7,1x	1,5x	1,4x
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	475.726	n.a.	n.a.	8,2x	8,3x	2,6x	2,0x
Nubank	Bancos	ROXO34	10%	365.833	n.a.	n.a.	17,6x	13,5x	4,6x	3,9x
Axia Energia	Serviços Básicos	AXIA3	10%	166.676	6,7x	6,1x	13,1x	11,1x	1,5x	1,4x
Embraer	Bens de Capital	EMBJ3	10%	55.617	10,0x	8,6x	21,6x	16,3x	2,6x	2,3x
Localiza	Transportes	RENT3	15%	51.376	5,8x	5,4x	12,0x	10,4x	1,8x	1,5x
Eneva	Serviços Básicos	ENEV3	10%	47.014	13,0x	10,5x	n.a.	89,7x	2,4x	2,4x
Motiva	Transportes	MOTV3	10%	31.786	5,9x	6,2x	12,4x	11,4x	1,4x	1,3x
Allos	Shoppings	ALOS3	5%	15.145	8,7x	8,4x	18,9x	16,7x	1,2x	1,3x
Cury	Construção civil	CURY3	5%	10.899	6,5x	5,7x	8,0x	6,9x	4,9x	4,0x

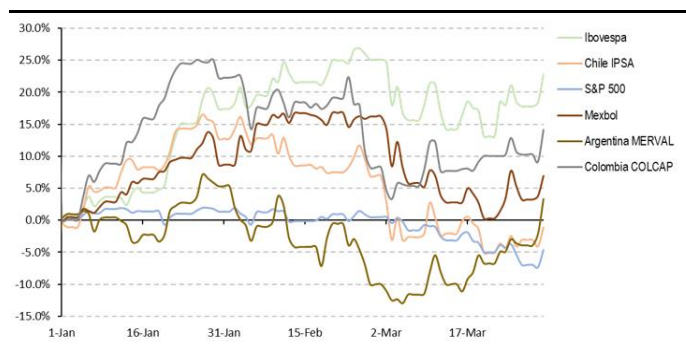
Fonte: Economática, BTG Pactual

O Brasil apresentou desempenho superior em um cenário de maior volatilidade global

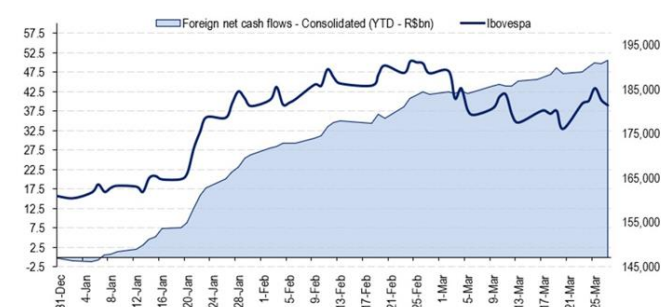
O início da guerra no Oriente Médio trouxe extrema volatilidade aos mercados globais em março. O S&P caiu 5% no mês, as Mag7 5% e o ETF de mercados emergentes 9%. Mas a América Latina como um todo (queda de 2,6%) e o Brasil em particular (estável m/m em dólares) tiveram um desempenho significativamente superior. Em reais, o Ibovespa caiu 0,7% em março.

Curiosamente, mesmo em um cenário de maior aversão ao risco, os investidores estrangeiros continuaram a comprar ações brasileiras em março. Eles compraram R\$ 9 bilhões líquidos no mês, elevando o total de entradas neste ano para R\$ 51 bilhões. Os investidores institucionais locais foram os principais vendedores neste mês (venda líquida de R\$ 8,2 bilhões) e no acumulado do ano (-R\$ 38,5 bilhões).

No acumulado do ano, as ações brasileiras subiram 23% em dólares, superando confortavelmente o S&P (queda de 5%), os mercados emergentes e todos os pares latino-americanos.

Gráfico 1: Ibovespa (dólares) e S&P 500 vs. países da América Latina


Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Gráfico 3: Entradas estrangeiras consolidadas em ações brasileiras, acumulado no ano vs. Ibovespa


Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

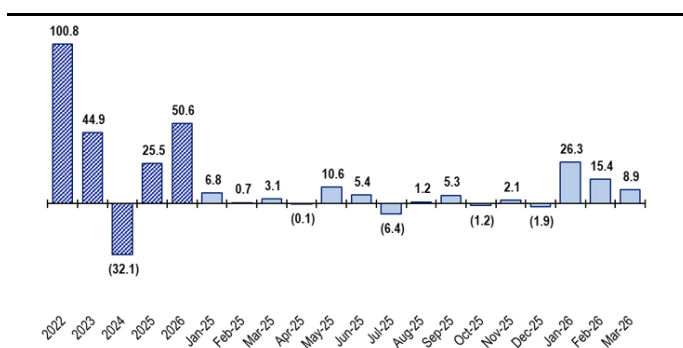
O dinheiro estrangeiro continua vindo

Os fluxos de estrangeiros para ações brasileiras atingiram R\$ 9 bilhões em março, elevando o total para R\$ 51 bilhões no acumulado do ano. Vale destacar que o dinheiro estrangeiro continua entrando nas ações brasileiras, mesmo que tenha havido saídas dos fundos emergentes globais (GEM) no mês (embora marginais).

Após alguns meses de entradas recordes nos fundos GEM, em março essa classe de fundos registrou algumas saídas (US\$ 0,7 bilhão). É certo que, dada a maior volatilidade e aversão ao risco, o montante que saiu desses fundos em março foi extremamente modesto.

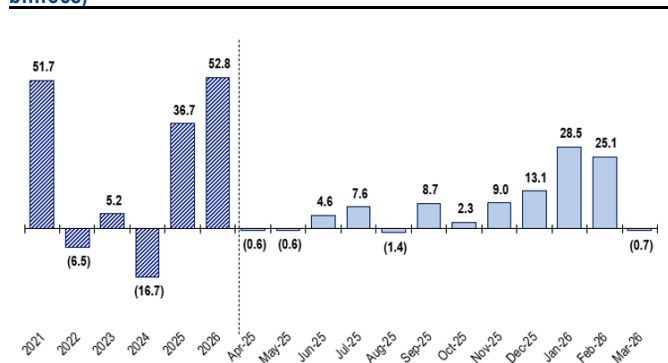
Acreditamos que, se a rotação para fora dos EUA continuar, os fundos GEM continuarão a receber fluxos e o Brasil será beneficiado.

Gráfico 3: Fluxos de investidores estrangeiros (R\$ bilhões)



Fonte: B3, BTG Pactual

Gráfico 4: Entrada nos fundos de mercados emergentes globais (US\$ bilhões)



Fonte: EPFR, BTG Pactual

Os fundos GEM mantiveram praticamente inalterada sua posição de sobre alocação em ações brasileiras em fevereiro – alocação total de 6,8%, com uma sobre alocação de 200 a 220bps. E, considerando o desempenho relativamente superior do Brasil em março em relação aos pares do GEM, é provável que a sobre alocação tenha aumentado no mês passado.

É interessante observar que as alocações dos fundos globais para o Brasil aumentaram ainda mais em fevereiro, para 0,73%, o nível mais alto desde março de 2017.

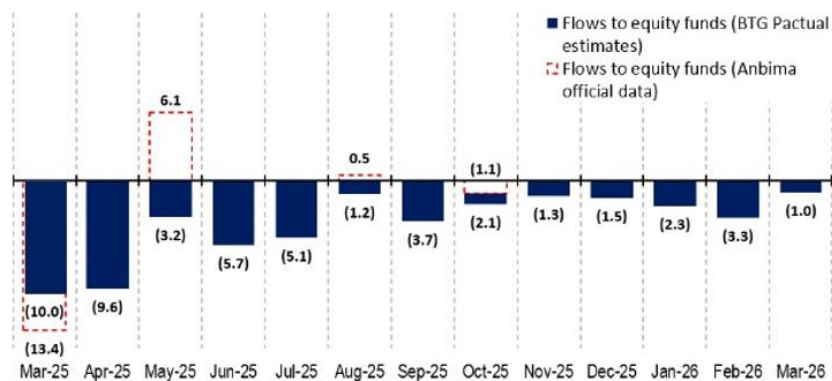
Tabela 2: Alocações de fundos para o Brasil

Fund Allocations to Brazil				
Date	G.E.M.	Global	Global (ex-US)	LatAm
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%
Dec-24	5.57%	0.52%	0.77%	55.55%
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%
Jun-25	6.71%	0.62%	1.11%	58.99%
Jul-25	6.02%	0.59%	1.04%	57.54%
Aug-25	6.51%	0.60%	1.23%	58.75%
Sep-25	6.52%	0.62%	1.20%	57.59%
Oct-25	6.25%	0.59%	1.22%	58.66%
Nov-25	6.83%	0.61%	1.31%	59.56%
Dec-25	6.35%	0.61%	1.22%	56.75%
Jan-26	6.91%	0.69%	1.32%	57.37%
Feb-26	6.82%	0.73%	1.30%	58.10%

Fonte: EPFR e BTG Pactual

Por outro lado, os fundos de ações locais continuam sofrendo resgates, que em março atingiram R\$ 1 bilhão (e R\$ 6,6 bilhões no acumulado do ano). Com as taxas de juros de curto e longo prazo ainda em níveis muito elevados, e após a recente forte alta do Ibovespa, tememos que os fundos de ações possam ter dificuldade em atrair novos recursos no curto prazo.

Gráfico 5: Fluxos de fundos de ações (R\$ bilhões)



Fonte: Anbima e BTG Pactual

Valuation mais atraente

Um pequeno movimento de queda em março (Ibovespa em queda de 0,7%) e revisões positivas nos lucros após a temporada de resultados do 4º trimestre de 2025 trouxeram algum alívio ao valuation do

Ibovespa. Atualmente, o índice está sendo negociado a 10,5x P/L 12 meses à frente, excluindo Petrobras e Vale, ante 11,3x no final de fevereiro, um desconto de 13% em relação à média histórica (de 11,9x).

Quando adicionamos a Petrobras e a Vale de volta, o Ibovespa está sendo negociado a 9,1x P/L 12 meses à frente, um desconto de 15% em relação à média histórica (de 10,5x).

Gráfico 6: Bovespa P/L 12 meses à frente (ex Petro & Vale)



Fonte: Economática, BTG Pactual

Gráfico 7: Bovespa P/L 12 meses à frente



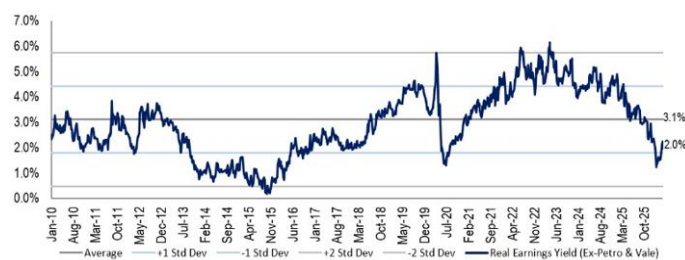
Fonte: Economática, BTG Pactual

O prêmio para manter ações também melhorou

Depois de atingir um nível recorde de baixa de aproximadamente 1% há alguns meses (e 1,6% no final de fevereiro), o prêmio para manter ações se recuperou e está agora em 2,0%. Dito isso, ainda está abaixo da média histórica de 3,1%.

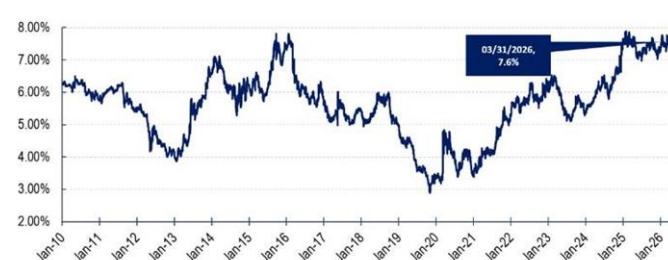
Com as taxas reais de longo prazo em 7,6%, para que o prêmio de manter ações se recupere de forma mais significativa, os níveis de P/L teriam que estar extremamente baixos. Alternativamente, uma percepção menor de risco político/fiscal poderia reduzir as taxas de longo prazo, criando espaço para uma recuperação mais sustentada das ações.

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



Fonte: Economática, BTG Pactual

Gráfico 9: Títulos públicos de longo prazo do Brasil (NTN-B 2035)

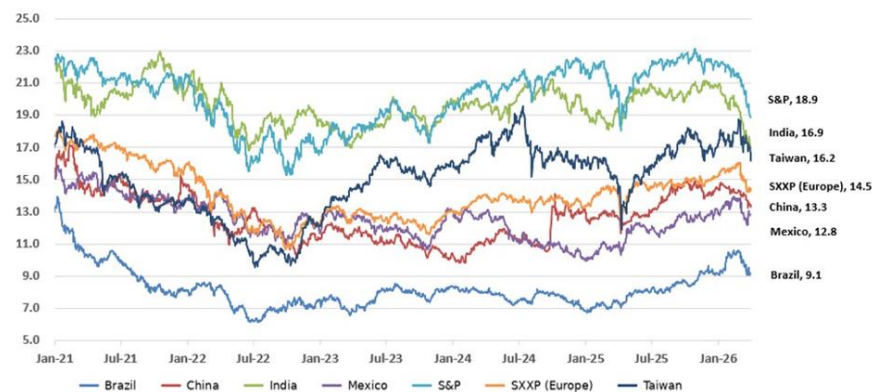


Fonte: Economática, BTG Pactual

Para os estrangeiros, o Brasil está barato

Para os investidores locais, nos níveis atuais, é difícil justificar a compra de ações, quando a compra de títulos públicos de longo prazo parece relativamente mais atraente.

Para os investidores estrangeiros em ações, no entanto, que enfrentam um custo de capital muito mais baixo e têm como objetivo comprar ações, o Brasil parece atraente, sendo negociado a 10,5x P/L, excluindo a Petrobras e a Vale, e a cerca de apenas 9x incluindo essas empresas.

Gráfico 9: P/L 12 meses à frente - Mercados emergentes e desenvolvidos


Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Eleições no Brasil: algumas definições importantes... em uma disputa acirrada

A um mês e poucos dias do prazo final de 4 de abril para que os governadores dispostos a concorrer à presidência deixem o cargo, a disputa está ficando mais clara, embora continue acirrada.

O presidente Lula e o senador Flávio Bolsonaro, filho do ex-presidente Jair Bolsonaro, continuam sendo, de longe, os dois candidatos mais fortes. Neste momento, eles são os candidatos mais prováveis a se enfrentarem no segundo turno. A maioria das simulações do primeiro turno, de diferentes institutos de pesquisa, mostra o presidente Lula e o senador Bolsonaro com cerca de 40% das intenções de voto cada um. Em nossa opinião, apenas notícias extraordinárias poderiam alterar o cenário atual.

Além do presidente Lula e do senador Bolsonaro, o governador de Minas Gerais, Romeu Zema, pelo Partido Novo, e Ronaldo Caiado, governador de Goiás, representando o poderoso partido de centro PSD, também confirmaram que concorrem à presidência. Embora ambos os governadores tenham governado seus estados por dois mandatos consecutivos e tenham índices de aprovação muito altos, é improvável que suas campanhas ganhem força suficiente para chegar ao segundo turno.

Desde meados de dezembro, o desempenho do senador Bolsonaro em todas as pesquisas de opinião tem sido notável. Naquela época, ele estava atrás do presidente Lula, em média, por 8 pontos percentuais nas simulações de segundo turno. Agora, as pesquisas mostram um empate técnico.

Em suma, a mensagem captada pelas pesquisas é a de uma disputa muito acirrada, com o ímpeto das campanhas dependendo de quais temas estão mais em destaque. Em meados do ano passado, a campanha do presidente Lula teve um bom ímpeto quando o presidente Trump impôs tarifas injustas ao Brasil. Agora, a campanha do senador Bolsonaro tem melhor ímpeto, já que temas como segurança e corrupção estão mais em voga.

Gráfico 11: Segundo turno: Lula (PT) x Flávio Bolsonaro (PL)


Fonte: BTG Pactual

Primeiras impressões sobre a temporada de resultados do 4T25 no Brasil

Com a temporada de resultados do 4º trimestre já encerrada, apresentamos uma breve análise de como os resultados consolidados se compararam às nossas estimativas e aos trimestres anteriores. À primeira vista, os resultados (excluindo Petrobras e Vale) parecem bons, com receita e EBITDA ficando 4,4% e 2,0% acima de nossas projeções, respectivamente, enquanto o lucro líquido ficou 14,8% abaixo do esperado. No entanto, ajustando pelos resultados da Braskem (que registrou um prejuízo de cerca de R\$ 10 bilhões no trimestre), o lucro líquido teria ficado apenas 3,2% abaixo de nossas estimativas. Considerando apenas as empresas doméstica, os resultados ficaram ligeiramente acima de nossas expectativas. A receita, o EBITDA e o lucro líquido superaram nossas estimativas em 3,8%, 1,5% e 1,5%, respectivamente, sugerindo que as commodities foram o principal fator de diferença em nossas expectativas de lucro líquido.

Em comparação ao ano anterior, a receita (excluindo Petrobras e Vale) e o EBITDA cresceram 5,4% e 5,4%, respectivamente, enquanto o lucro líquido recuou 6,4%. Quando analisamos as empresas domésticas, as receitas cresceram 6% a/a e o EBITDA expandiu-se 7%, enquanto o lucro líquido também aumentou 5%. Embora os resultados tenham sido um pouco melhores do que esperávamos, é

importante destacar a grande desaceleração no crescimento da receita observada no 4T25 em comparação com os trimestres anteriores. O crescimento da receita, excluindo a Petrobras e a Vale, foi de 10% no 3T25, 8% no 2T e 13% no 1T, em comparação com apenas 5,4% agora. Uma tendência semelhante pode ser observada entre as empresas nacionais, com o crescimento da receita desacelerando para 6% a/a, em comparação com 17% no 3T25, 12% no 2T e 14,5% no 1T.

Qualitativamente falando, os resultados do 4T25 deterioraram-se em relação ao trimestre anterior. A diferença entre resultados fortes e fracos diminuiu para 6 pp, ante 11 pp no 3T25 e 10 pp no 2T (mais detalhes abaixo). Taxas de juros extremamente altas estão afetando a atividade econômica em geral, e o consumo mais especificamente, prejudicando os resultados das empresas. Embora esperemos uma tendência semelhante no 1º trimestre de 2026, a isenção de imposto de renda de R\$ 5 mil, válida a partir de 1º de janeiro, uma possível redução nas taxas de juros ao longo do ano (nossa projeção é de um corte de 250bps em 2026) e uma série de medidas tomadas pelo governo para injetar dinheiro na economia (como gás de cozinha gratuito para famílias de baixa renda, pagamentos em dinheiro a alunos do ensino médio de escolas públicas e outras) podem ajudar a reacelerar a atividade econômica em meados de 2026.

Tabela 3: Resultados Consolidados

Resultados consolidados							
R\$ milhões	4T25A	4T25E	A x E	4T24	AxA	3T25	TxT
Total							
Receita	923.877	901.833	2,4%	879.133	5,1%	889.891	3,8%
EBITDA	214.639	212.233	1,1%	204.546	4,9%	211.215	1,6%
Margem EBITDA (%)	23,2%	23,5%	-30 bp	23,3%	-3 bp	23,7%	-50 bp
Lucro líquido	84.905	96.923	-12,4%	45.282	87,5%	119.508	-29,0%
Total (Ex-Petro & Vale)							
Receita	736.482	705.644	4,4%	698.443	5,4%	705.975	4,3%
EBITDA	129.403	126.890	2,0%	122.795	5,4%	122.442	5,7%
Margem EBITDA (%)	17,6%	18,0%	-41 bp	17,6%	-1 bp	17,3%	+23 bp
Lucro líquido	61.352	72.010	-14,8%	65.571	-6,4%	72.239	-15,1%
Doméstico							
Receita	553.098	532.696	3,8%	520.926	6,2%	522.330	5,9%
EBITDA	103.482	101.990	1,5%	96.878	6,8%	95.538	8,3%
Margem EBITDA (%)	18,7%	19,1%	-44 bp	18,6%	+11 bp	18,3%	+42 bp
Lucro líquido	71.581	70.506	1,5%	67.917	5,4%	65.565	9,2%
Commodities							
Receita	370.778	369.137	0,4%	358.207	3,5%	367.562	0,9%
EBITDA	111.157	110.243	0,8%	107.668	3,2%	115.677	-3,9%
Margem EBITDA (%)	30,0%	29,9%	+11 bp	30,1%	-8 bp	31,5%	-149 bp
Lucro líquido	13.324	26.417	-49,6%	-22.635	n.a.	53.942	-75,3%

Fonte: Empresas e BTG Pactual

A maioria dos setores registrou algum crescimento na receita líquida

Em comparação com o 4T24, 14 dos 17 setores registraram crescimento na receita. A expansão da receita líquida foi impulsionada, em termos nominais, principalmente pelo setor de Alimentos & Bebidas (+R\$ 10,8 bilhões; +5,3% a/a), seguido pelo Varejo (+R\$ 7,5 bilhões; +7,9% a/a), enquanto os setores Imobiliário, de Infraestrutura e Financeiro (ex-Bancos) registraram o maior crescimento em termos percentuais. No setor de Alimentos & Bebidas, o crescimento da receita foi impulsionado por uma combinação de

preço e volume, com os preços sendo o principal contribuinte. Os preços mais altos do gado tanto nos EUA quanto no Brasil ao longo do último ano sustentaram os preços da carne bovina, beneficiando as vendas da JBS e da Minerva. No caso da JBS, os volumes mais fortes na operação brasileira de carne bovina amplificaram ainda mais esse efeito.

O setor imobiliário também apresentou forte crescimento da receita (+R\$ 3,0 bilhões; +22% a/a), com empresas do segmento de baixa renda mais uma vez registrando desempenhos sólidos no 4T25. A Cyrela também se destacou, com receita líquida atingindo R\$ 3,23 bilhões (+29% a/a), apoiada por mudanças no reconhecimento de receita durante o trimestre. A Moura Dubeux registrou um crescimento ainda mais forte na receita líquida, com receita líquida de R\$ 705 milhões (+92% a/a), impulsionado pelo reconhecimento de taxas de desenvolvimento de terrenos de três grandes projetos. De modo geral, o trimestre reforçou o ímpeto ainda saudável da receita do setor, com métricas operacionais permanecendo sólidas tanto nos segmentos de média/alta renda quanto nos de baixa renda.

No setor de Varejo, o 4º trimestre registrou um crescimento de 7,9% na receita, com a GMAT crescendo 21% a/a, impulsionado principalmente pela aquisição da Novo Atacarejo. A Raia Drogasil e a Panvel também foram importantes contribuintes. No geral, a maioria das empresas de varejo registrou crescimento na receita, sustentando o desempenho do setor.

Em termos de EBITDA (ex Petrobras & Vale), o setor de Infraestrutura (+26% a/a) registrou um sólido 4T25, com expansão da margem apoiada por tráfego resiliente e bom controle de custos. A Motiva apresentou um crescimento do EBITDA ajustado pro forma de 24% a/a, com uma margem de 63%, refletindo ajustes tarifários, demanda estável e um melhor mix de portfólio após a saída da Barcas e o novo leilão da MSVia. A Ecorodovias também registrou um trimestre forte, com EBITDA ajustado +17% a/a e margem de 75%, reforçando a alta qualidade de seus ativos e a sólida execução em meio a uma demanda geral saudável.

Por outro lado, o setor de Papel & Celulose foi um dos que ficaram para trás, principalmente devido à Suzano, que registrou um EBITDA muito mais fraco a/a, já que os desafios cambiais e os preços mais baixos continuaram a pesar nos resultados, mesmo com volumes mais fortes e custos caixa maiores. Ainda assim, o trimestre mostrou uma execução operacional sólida, com maiores remessas de papel e celulose, geração resiliente de caixa livre (FCF) e um EBITDA ainda saudável de R\$ 5,6 bilhões, sugerindo que a principal pressão veio muito mais do contexto macroeconômico do que da execução específica da empresa.

Preferimos focar nos resultados domésticos, que aumentaram 5,4% a/a, já que empresas de commodities frequentemente reportam resultados distorcidos devido a grandes exposições a dívidas denominadas em moeda estrangeira que geram impactos financeiros

significativos. Dentro do nosso universo de cobertura, 5 dos 17 setores registraram quedas a/a nos lucros.

O varejo também apresentou um forte 4T25 em termos de crescimento dos lucros (+96% a/a), com a Natura se destacando como um dos destaques. A empresa apresentou um trimestre melhor do ponto de vista do lucro, com o lucro líquido ajustado das operações continuadas atingindo R\$ 186 milhões (em comparação com -R\$ 227 milhões no ano anterior), acima das expectativas, já que os ganhos nas margens e o aperto nas despesas mais do que compensaram as tendências ainda fracas da receita líquida. O lucro líquido contábil permaneceu negativo em -R\$ 321 milhões, mas isso se deveu em grande parte a itens não recorrentes, provisões e operações descontinuadas. Embora os resultados operacionais recentes tenham sido melhores do que o esperado, continuamos a monitorar as tendências de recuperação das margens, a redução da alavancagem e a recuperação das vendas no Brasil e na América Latina antes de adotar uma postura mais otimista.

O setor de Saúde também foi um dos que mais se destacaram no 4T25 em termos de crescimento dos lucros (+54% a/a), com a Hypera sendo um dos principais destaques. A empresa registrou lucro líquido de R\$ 450 milhões, um aumento de 466% a/a, refletindo em grande parte uma base de comparação mais favorável (processo de otimização do capital de giro).

Por outro lado, o setor de bens de capital apresentou resultados mais fracos no 4T25, com o lucro líquido caindo 15% a/a, refletindo em grande parte um significativo desalavancagem operacional em todo o setor. Por serem empresas cíclicas, elas tendem a ser altamente dependentes do volume e das condições de financiamento, que continuam mais desafiadoras em um ambiente de taxas de juros ainda elevadas. Com a demanda mais fraca e a conversão de pedidos mais lenta, várias empresas enfrentaram mais dificuldades para absorver sua estrutura de custos fixos, o que acabou pesando sobre a rentabilidade. Além disso, algumas empresas possuem operações internacionais relevantes, que também foram afetadas por pressões relacionadas a tarifas, adicionando mais um obstáculo durante o trimestre. No geral, o trimestre reforçou o quanto o setor continua sensível às condições de crédito, aos níveis de atividade e ao ambiente externo.

Tabela 4: Resultados consolidados – por setor

Cobertura BTG Pactual	4T25			4T24			Crescimento a/a			Aumento a/a		
	ex-Petro & Vale	Receita líquida	EBITDA	Lucro líquido	Receita líquida	EBITDA	Lucro líquido	Receita líquida	EBITDA	Lucro líquido	Receita líquida	EBITDA
Agronegócio	10.296	1.783	630	9.707	2.346	415	6,1%	-24,0%	51,7%	589	(563)	215
Bancos	122	-	30.132	133	-	30.630	-	-	-1,6%	(11)	-	(498)
Bens de Capital	32.847	4.769	2.680	33.391	5.416	3.159	-1,6%	-11,9%	-15,1%	(544)	(647)	(478)
Aluguel de Carros & Log	22.034	6.359	1.419	20.568	5.603	1.292	7,1%	13,5%	9,8%	1.466	756	127
Educação	4.478	1.490	335	4.322	1.432	304	3,6%	4,1%	10,2%	156	58	31
Financeiro (ex-Bancos)	3.066	2.562	5.368	2.763	1.778	5.247	11,0%	44,0%	2,3%	303	783	121
Alimentos & Bebidas	212.975	23.427	7.528	202.194	25.468	8.354	5,3%	-8,0%	-9,9%	10.781	(2.041)	(826)
Saúde	34.472	5.456	1.782	31.105	4.482	1.159	10,8%	21,7%	53,7%	3.367	975	623
Infraestrutura	6.744	4.299	835	5.981	3.413	121	12,8%	25,9%	591,0%	763	885	715
Mineração & Siderurgia	41.219	8.999	(477)	41.160	8.722	2.168	0,1%	3,2%	n.a.	59	276	(2.645)
Petróleo & Gás	111.261	7.185	(10.567)	104.904	6.088	892	6,1%	18,0%	n.a.	6.356	1.097	(11.458)
Papel & Celulose	20.792	7.960	187	21.933	8.791	(5.840)	-5,2%	-9,4%	n.a.	(1.142)	(831)	6.027
Imobiliário	16.651	4.670	2.845	13.684	3.583	2.156	21,7%	30,4%	31,9%	2.967	1.087	689
Varejo	102.102	10.124	3.057	94.651	10.014	1.560	7,9%	1,1%	95,9%	7.451	110	1.496
Tecnologia	4.297	874	590	4.100	765	505	4,8%	14,3%	16,8%	198	110	85
Telecom	23.611	10.918	3.306	22.152	9.599	2.403	6,6%	13,7%	37,6%	1.459	1.319	903
Serviços Básicos	89.514	28.527	11.701	85.692	25.294	11.045	4,5%	12,8%	5,9%	3.822	3.232	655

Fonte: Empresas e BTG Pactual

Os indicadores qualitativos apresentaram uma deterioração em relação ao trimestre anterior

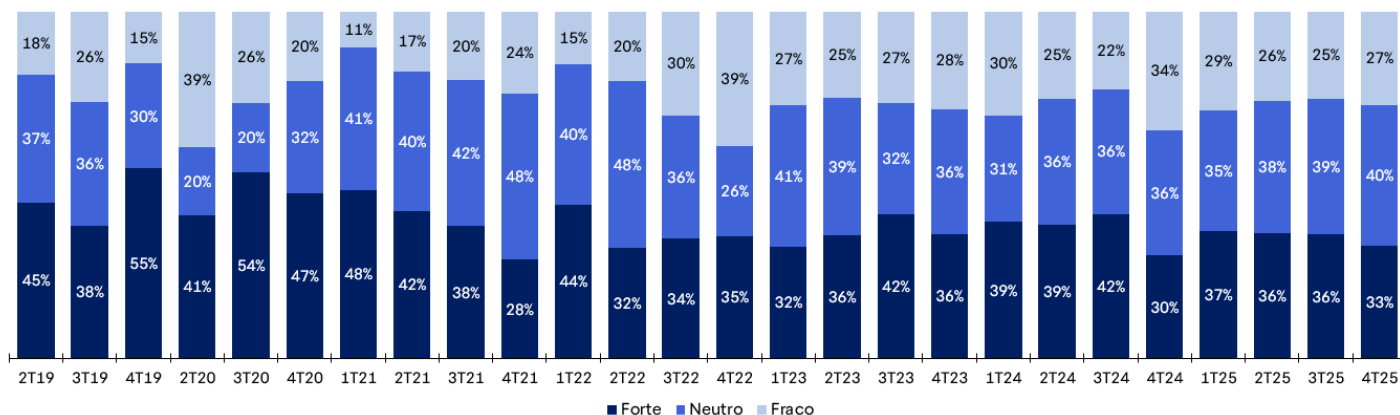
A tabela abaixo resume os resultados por setor, comparando os números divulgados com nossas estimativas.

Tabela 5: Visão qualitativa por setor

Setor	nº de companhias	Qualitativo			Qualitativo			AxÉ		
		Forte	Neutro	Fraco	Forte	Neutro	Fraco	Receita	EBITDA	Lucro líquido
Agronegócio	6	1	2	2	20%	40%	40%	11,4%	-1,3%	249,5%
Bancos	9	2	2	5	22%	22%	56%	n.a.	n.a.	4,9%
Bens de Capital	5	2	1	2	40%	20%	40%	1,5%	1,4%	2,6%
Aluguel de Carros & Logística	5	2	3	0	40%	60%	0%	-0,9%	0,1%	0,2%
Educação	3	0	2	1	0%	67%	33%	-1,1%	1,2%	-21,7%
Financeiro (ex-Bancos)	7	1	6	0	14%	86%	0%	1,1%	27,0%	-8,9%
Alimentos & Bebidas	6	2	2	2	33%	33%	33%	1,9%	5,8%	6,2%
Saúde	10	2	5	3	20%	50%	30%	1,1%	-5,1%	-12,3%
Infraestrutura	3	2	1	0	67%	33%	0%	-0,8%	-26,9%	1,3%
Mineração & Siderurgia	6	2	2	2	33%	33%	33%	0,7%	6,7%	-51,6%
Petróleo & Gás	8	1	4	3	13%	50%	38%	-0,6%	-2,7%	-56,5%
Papel & Celulose	4	2	0	2	50%	0%	50%	6,5%	7,1%	n.a.
Imobiliário	19	5	10	4	26%	53%	21%	1,3%	2,0%	-4,4%
Varejo	19	7	5	7	37%	26%	37%	0,0%	2,1%	-5,4%
Tecnologia	5	3	2	0	60%	40%	0%	0,3%	2,5%	6,0%
Telecom	5	3	1	1	60%	20%	20%	0,2%	0,8%	5,3%
Serviços Básicos	16	7	6	3	44%	38%	19%	21,1%	3,9%	1,1%

Fonte: BTG Pactual

33% das empresas apresentaram resultados que nossos analistas consideram fortes, 3 pontos percentuais acima dos 30% observados no ano anterior e 3 pontos percentuais abaixo dos 36% registrados no 3º trimestre de 2025. Enquanto isso, a parcela de resultados fracos melhorou ligeiramente a/a, diminuindo de 34% no 4T24 para 27% no 4T25, mas piorou em comparação com o trimestre anterior, quando se situava em 25%. Em resumo, qualitativamente, os resultados do 4T25 deterioraram-se em relação ao trimestre anterior. A diferença entre resultados sólidos e fracos diminuiu para 6 p.p., ante 11 p.p. no 3T25, 10 p.p. no 2T e 8 p.p. no 1T.

Gráfico 12: 4T25 - Dados qualitativos históricos


Fonte: BTG Pactual

Carteira 10SIM: A mesma estratégia, com alguns ajustes

O desempenho relativamente forte das ações brasileiras em março, em um ambiente de extrema volatilidade nos mercados globais, mostra que o interesse dos estrangeiros pelo país permanece inabalável, mesmo em condições de aversão ao risco. De fato, os investidores estrangeiros injetaram mais R\$ 9 bilhões em março, elevando os influxos acumulados no ano para R\$ 51 bilhões.

Ao mesmo tempo, os valuations estão mais atraentes devido a uma pequena correção em março e às revisões positivas dos lucros após a temporada de resultados do 4º trimestre de 2025. O Ibovespa está sendo negociado a 10,5x o P/L projetado para os próximos 12 meses, excluindo a Petrobras e a Vale, e a 9,1x incluindo essas duas empresas.

Este mês, estamos fazendo alguns ajustes em nossa carteira sem alterar a estratégia geral. Temos 20% da carteira investida no setor financeiro (Itaú e Nubank), 20% em geradoras de energia (Axia e Eneva) e 25% em ações com fluxo de caixa de longa duração (Localiza e Motiva). Estamos aumentando nossa exposição a petróleo e gás para 15% (de 10%), nossa exposição a câmbio para 10% (de 5%) e mantendo o setor imobiliário em 10%.

Decidimos substituir a PetroRio, uma produtora privada de petróleo e gás, pela Petrobras, gigante do setor petrolífero, que representa 15% do 10SIM. Embora ambas as empresas estejam expostas a preços mais elevados do petróleo, acreditamos que a Petrobras está mais protegida caso a guerra termine e os preços do petróleo caiam. Num cenário em que os preços do petróleo caiam para US\$ 80 e a Petrobras não reajuste os preços da gasolina e do diesel, ainda vemos a empresa apresentando um yield de fluxo de caixa livre (FCF) de 9% e um dividend yield de 8%.

Outra mudança que estamos fazendo é trazer a fabricante de aeronaves Embraer de volta ao 10SIM, após a ação ter sofrido uma queda de 17% somente em março, substituindo a produtora de ouro Aura. A Embraer está sendo negociada a 9x EV/EBITDA 2026 (abaixo

dos 11,5x anteriores) e com um desconto de 40% em relação aos pares (contra 25% recentemente).

Decidimos também retomar a exposição a construtoras de imóveis populares no 10SIM, adicionando a Cury com 5%, em substituição à Stone, que foi retirada. Mantemos a operadora de shopping centers Allos, com 5%, e mantemos nossa exposição geral ao setor imobiliário em 10%.

Tabela 6: Mudanças na 10SIM™ (Março vs. Abril)

Março				Abril			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Nubank	Bancos	ROXO34	10%	Nubank	Bancos	ROXO34	10%
Stone	Financeiro	STOC34	5%	Cury	Construção civil	CURY3	5%
Prio	Petróleo & Gás	PRI03	10%	Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%
Axia Energia	Serviços Básicos	AXIA3	15%	Axia Energia	Serviços Básicos	AXIA3	10%
Localiza	Transportes	RENT3	15%	Localiza	Transportes	RENT3	15%
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%
Eneva	Serviços Básicos	ENEV3	10%	Eneva	Serviços Básicos	ENEV3	10%
Motiva	Transportes	MOTV3	10%	Motiva	Transportes	MOTV3	10%
Allos	Shoppings	ALOS3	10%	Allos	Shoppings	ALOS3	5%
Aura	Mineração & Siderurgia	AURA33	5%	Embraer	Bens de Capital	EMBJ3	10%

Fonte: BTG Pactual

Um resumo das nossas escolhas de abril

Itaú Unibanco (ITUB4)

As ações do Itaú registraram uma queda de mais de 7% nos últimos 30 dias, devido à recente deterioração dos mercados globais, embora a ação ainda apresente alta de mais de 10% no acumulado do ano, apoiado por fortes entradas de recursos no mercado acionário brasileiro e por uma rotação global em direção aos bancos. Como resultado, o valuation melhorou, com a ação sendo negociada atualmente a 9,2x P/L para 2026, e o Itaú continua sendo nossa Top Pick entre os grandes bancos. Com um balanço patrimonial sólido, o Itaú está muito bem-posicionado para proteger a lucratividade em um ambiente mais volátil, mantendo a capacidade de gerar retornos sólidos. Ao mesmo tempo, está bem-posicionado para acelerar o crescimento e ganhar participação de mercado caso as condições se tomem mais favoráveis.

Nubank (ROXO34)

O NU é uma das empresas vencedoras em nosso universo de cobertura, e continuamos otimistas em relação ao potencial de valorização de suas ações. Com a ação apresentando queda de quase 20% no acumulado do ano, ficando cerca de 30% abaixo do desempenho do Itaú, o principal banco incumbente do Brasil, temos percebido uma frustração crescente entre os investidores: embora o NU tenha um dos maiores pesos no EWZ (+20% no acumulado do ano), a ação não se beneficiou significativamente dos importantes fluxos de capital para o Brasil neste ano. Temos visto muitas empresas de fintech e de consumo dos EUA sofrerem fortes quedas no

content.btgpactual.com

acumulado do ano, em parte devido a preocupações com a disrupção da IA, mas também provavelmente devido aos múltiplos de valuation anteriormente elevados. Os mercados têm demonstrado tolerância quase nula a qualquer diferença em relação às expectativas. Nos níveis atuais, vemos o NU sendo negociado a 17,6x P/L para 2026 e 13,5x P/L para 2027, o que consideramos atraente, especialmente se assumirmos: (i) aceleração contínua do negócio principal no Brasil, (ii) tração sustentada em novas iniciativas (empréstimos contra folha de pagamento, PMEs e segmentos de alta renda), (iii) o México mantenha um momento favorável e (iv) a opcionalidade de longo prazo em torno da construção de uma presença bancária nos EUA, o que vemos de forma positiva. Reiteramos nossa recomendação de Compra e mantemos a ação como uma de nossas Top Picks.

Axia Energia (AXIA3)

A Axia se destaca como a principal beneficiária do cenário atual de preços mais altos de energia, maior volatilidade (e, portanto, uma necessidade mais forte de energia firme) e nossa projeção mais otimista em relação aos preços da energia. A empresa ainda está nos estágios iniciais do que deve se tornar uma importante pagadora de dividendos. Ela sinalizou essa mudança pela primeira vez em março de 2025, quando anunciou um payout adicional de R\$ 4 bilhões (relacionado a 2024) e, no terceiro trimestre, anunciou mais R\$ 4,3 bilhões. Isso, combinado com preços de energia potencialmente mais altos, poderia transformar a Axia em uma pagadora de dividendos (muito) forte nos próximos 5,5 anos.

Eneva (ENEV3)

O sucesso da empresa no Leilão de Capacidade realizado em março superou as expectativas e nos levou a elevar nosso preço-alvo de R\$ 20 para R\$ 31. Além disso, os resultados do leilão melhoraram a visibilidade e a estabilidade dos fluxos de caixa futuros da empresa. Não muito tempo atrás, os investidores viam a Eneva como um veículo para obter exposição a períodos de preços spot elevados. Com os contratos de longo prazo agora garantidos, acreditamos que a história de valor da Eneva deve mudar para um perfil de fluxo de caixa mais estável, com uma escolha entre “crescimento e dividendos” surgindo a partir de 2029. Estimamos uma TIR real da Eneva em 11,3%, incluindo os resultados do leilão, e a empresa ainda tem várias opcionalidades pela frente.

Localiza (RENT3)

Os resultados do quarto trimestre da Localiza ficaram, em linhas gerais, em linha com nossas estimativas e com as expectativas do mercado. No entanto, consideramos que os resultados apresentados são de alta qualidade, sustentados por margens superiores às esperadas tanto na área de RAC quanto na de Frota, impulsionadas principalmente por ganhos de eficiência operacional. O segmento de Seminovos também apresentou um desempenho sólido, com 77 mil carros vendidos no trimestre. Mais importante ainda, nos dois primeiros meses de 2026, a empresa vendeu 59 mil carros (+15% a/a),

já superando o ritmo necessário para reduzir a idade média da frota RAC para 15 meses. A administração também destacou a redução acentuada na carteira de veículos de uso severo para 18 mil unidades em 2025 (de 31 mil), com expectativas de encerrar 2026 abaixo de 10 mil unidades. Em conjunto, esses fatores operacionais favoráveis — melhoria na qualidade da frota e margens mais sólidas — devem abrir caminho para possíveis revisões positivas das estimativas de lucro em relação aos níveis atuais. Reiteramos, portanto, nossa recomendação de Compra para a Localiza, que está sendo negociada a 12x P/L para 2026, uma vez que deve se beneficiar do ciclo de flexibilização em curso e do aumento do fluxo estrangeiro para as ações brasileiras.

Motiva (MOTV3)

Acreditamos que 2025 marcou um ano de racionalização do portfólio para a Motiva, não apenas por meio da alienação de ativos com desempenho insatisfatório (como a Barcas e os Aeroportos), mas também graças a melhorias nas concessões remanescentes (notadamente a MSVia e a implementação de várias alterações contratuais). Isso foi apoiado pela sólida execução de sua agenda de eficiência, especialmente no que diz respeito às margens, que progrediram mais rapidamente do que o esperado e devem continuar a impulsionar a rentabilidade nos próximos anos. Além disso, vemos potenciais catalisadores à frente, incluindo um robusto pipeline de leilões e a execução da estratégia de reciclagem de capital da empresa, provavelmente focada na venda de participações minoritárias em ativos de mobilidade urbana. No geral, negociando a uma TIR real de 12% e oferecendo um *duration* mais longo, reiteramos nossa recomendação de Compra, já que o corte geral das taxas de juros e um cenário macroeconômico resiliente também continuam a apoiar a tese.

Petrobras (PETR4)

Estamos incluindo a Petrobras em nossa carteira 10SIM, dada a relação de risco/retorno atraente nos níveis atuais do Brent. A empresa combina valor de escassez por ser (i) uma empresa integrada large cap em mercado emergente, com um portfólio pré-sal de baixo custo e alta produtividade que se posiciona bem em relação aos concorrentes globais e (ii) uma das poucas empresas estatais disponíveis para aproveitar as eleições brasileiras. Considerando o Brent a US\$ 80/bbl, preços de combustíveis estáveis e impostos de exportação sobre o petróleo bruto até o final do ano, estimamos um yield de geração de caixa (FCFE) de ~9% e um Dividend yield de ~8% para 2026 (~10% de Dividend yield para 2027 com o Brent a US\$ 70/bbl), significativamente acima do yield total médio de ~5–6% dos pares globais. Ajustes nos preços dos combustíveis representam um catalisador para nossas estimativas e, em nossa opinião, devem ser bem recebidos pelo mercado. As próximas eleições presidenciais também podem atuar como um catalisador por meio de uma potencial compressão do custo de capital, enquanto medidas políticas recentes reforçam uma abordagem pragmática à governança e à precificação de combustíveis. Em nossa opinião, a melhoria da visibilidade do fluxo

de caixa, o yield atraente e a assimetria de valuation justificam a reintegração da Petrobras à carteira.

Embraer (EMBJ3)

As ações da Embraer caíram abruptamente após a escalada do conflito relacionado ao Irã e a volatilidade dos preços do petróleo, e acreditamos que essa reação inicial foi exagerada. Isso porque a empresa já garantiu uma carteira de pedidos de US\$ 32 bilhões para o 4º trimestre de 2025, o que implica um risco de receita limitado ou inexistente no curto prazo, enquanto as preocupações com relação a pedidos marginais também parecem mitigadas, especialmente após o pedido da Finnair de jatos E2 durante o conflito. No geral, acreditamos que o momento de resultados permanece sólido em uma perspectiva de médio prazo, enquanto a empresa também deve receber notícias significativas relacionadas a: (i) campanhas comerciais em andamento; (ii) encomendas de defesa; e (iii) a evolução do projeto Eve. Considerando tudo isso, com a Embraer sendo negociada a 10x EV/EBITDA para 2026, a relação de risco/retorno parece assimétrica demais para ser ignorada.

Allos (ALOS3)

Mantemos a Allos em nossa carteira 10SIM neste mês. De modo geral, acreditamos que a Allos traz defensividade à carteira e, dada sua natureza de “proxy de títulos públicos”, também oferece exposição a um ambiente de taxas de juros em queda. Além disso, a empresa anunciou recentemente um guidance de distribuição de dividendos para 2026, implicando um yield de 12%, o que tornou a tese mais atraente para os investidores (à medida que a empresa muda sua estratégia de “crescimento” para “valor”). Acreditamos que o mercado ainda não precificou totalmente a nova política de payout da Allos, caso ela se mostre sustentável nos próximos anos (o que acreditamos que acontecerá), e, portanto, continuamos otimistas em relação à ação (negociada a 9,5x P/FFO para 2026).

Cury (CURY3)

Este mês, estamos incluindo a Cury em nosso portfólio 10SIM. Nossa visão positiva sobre a ação é sustentada pelo forte momento do programa MCMV, impulsionado por mudanças recentes nas condições do programa (ou seja, preços máximos das moradias, critérios de renda em todas as faixas e taxas de juros), o que permitiu (i) maior acessibilidade em todas as faixas e (ii) um mercado potencial maior para habitações populares. Além disso, a Cury tem apresentado uma execução impecável nesse segmento nos últimos anos (ritmo de vendas robusto, margens elevadas e altos retornos), o que deve se traduzir em um crescimento sólido dos lucros em 2026 (projetamos um crescimento do LPA de cerca de 35% a/a neste ano), juntamente com uma forte geração de caixa livre (e um bom Dividend yield de 8%). Embora reconheçamos que o valuation não é mais tão barato com P/L de 8x para 2026, continuamos a ver a empresa como uma tese de alta qualidade (forte crescimento dos lucros + dividendos

atraentes), oferecendo resiliência em um cenário macroeconômico mais desafiador.

Tabela 7: 10SIM para abril de 2026

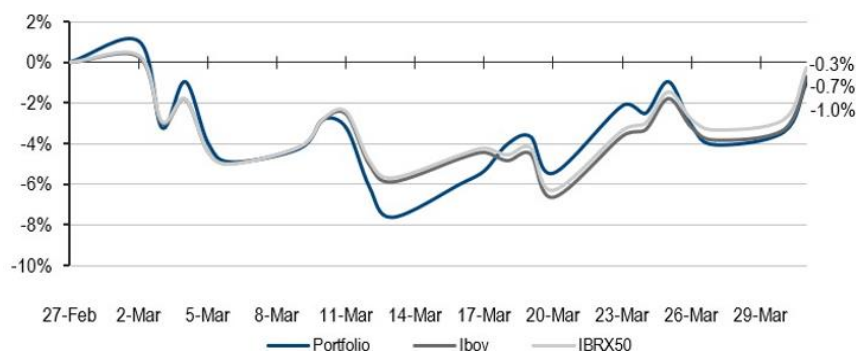
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2026	2027	2026	2027	2026	2027
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%	666.292	3,0x	3,1x	6,3x	7,1x	1,5x	1,4x
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	475.726	n.a.	n.a.	8,2x	8,3x	2,6x	2,0x
Nubank	Bancos	ROXO34	10%	365.833	n.a.	n.a.	17,6x	13,5x	4,6x	3,9x
Axia Energia	Serviços Básicos	AXIA3	10%	166.676	6,7x	6,1x	13,1x	11,1x	1,5x	1,4x
Embraer	Bens de Capital	EMBJ3	10%	55.617	10,0x	8,6x	21,6x	16,3x	2,6x	2,3x
Localiza	Transportes	RENT3	15%	51.376	5,8x	5,4x	12,0x	10,4x	1,8x	1,5x
Eneva	Serviços Básicos	ENEV3	10%	47.014	13,0x	10,5x	n.a.	89,7x	2,4x	2,4x
Motiva	Transportes	MOTV3	10%	31.786	5,9x	6,2x	12,4x	11,4x	1,4x	1,3x
Allos	Shoppings	ALOS3	5%	15.145	8,7x	8,4x	18,9x	16,7x	1,2x	1,3x
Curry	Construção civil	CURY3	5%	10.899	6,5x	5,7x	8,0x	6,9x	4,9x	4,0x

Fonte: Economática, BTG Pactual

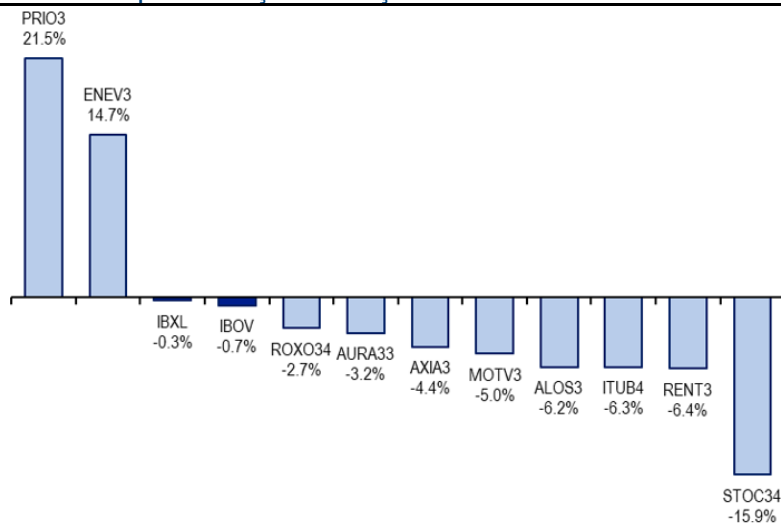
Rentabilidade da 10SIM™ em março

Rentabilidade mensal*

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

Gráfico 13: Rentabilidade em março de 2026*


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

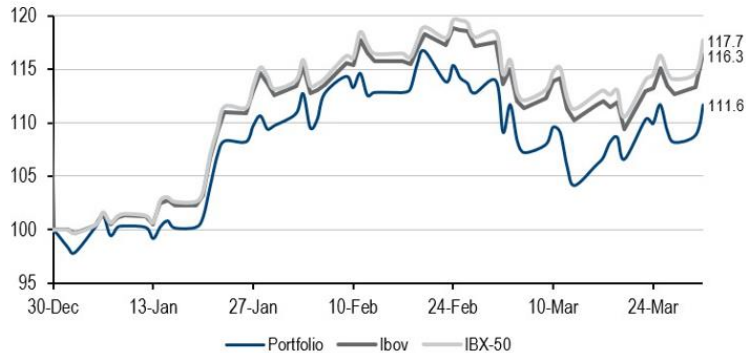
Gráfico 14: Desempenho das ações em março de 2026


Fonte: BTG Pactual, Economática

Desempenho no acumulado do ano

Desde 31 de dezembro de 2025, nossa carteira 10SIM registrou alta de 11,6%, contra 16,3% do Ibovespa e 17,7% do IBX-50. A taxa do CDI registrou alta de +3,4% no período.

Gráfico 15: Desempenho no acumulado do ano

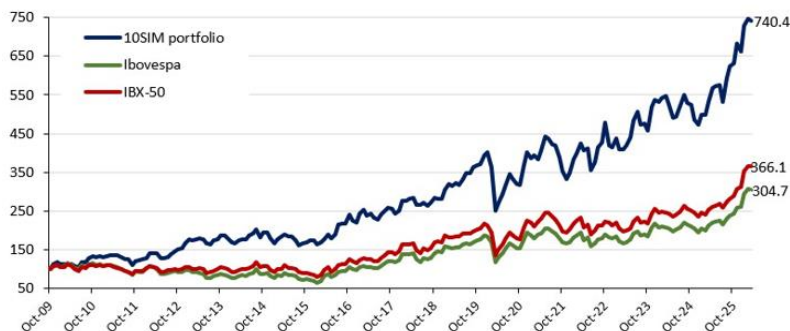


Fonte: BTG Pactual, Economática

Desempenho histórico

Desde outubro de 2009, quando Carlos E. Sequeira assumiu a gestão do portfólio 10SIM, a 10SIM teve uma alta de 640,4%, em comparação com 204,4% para o Ibovespa e 266,1% para o IBX-50.

Gráfico 16: 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.
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%	4,5%	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%	-7,9%	11,7%	5,2%	1,5%	8,0%	-3,0%	40,2%	34,0%	563,1%	161,9%
2026	9,7%	2,8%	-1,0%										11,6%	16,3%	640,4%	204,7%

Fonte: Economática, BTG Pactual

Informações importantes

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

Certificado do Analista

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

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

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

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