



Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Junho 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

Contexto mais difícil pressiona as ações brasileiras

O cenário para as ações brasileiras deteriorou-se claramente nas últimas seis semanas. A inflação está em alta e acima da meta, limitando a capacidade do Banco Central do Brasil de reduzir as taxas de forma mais significativa. Ao mesmo tempo, o cenário político ficou mais confuso. Além disso, a Câmara dos Deputados aprovou um projeto de lei que reduz a jornada semanal de trabalho, com potencial para aumentar os custos para as empresas. No cenário externo, as ações do setor de tecnologia se valorizaram globalmente em maio, atraindo a atenção e os fluxos dos investidores. Essa combinação de fatores fez com que as saídas de recursos estrangeiros atingissem R\$ 14 bilhões em maio e R\$ 27 bilhões desde meados de abril.

Aproveitando a queda para adicionar nomes de qualidade; Itaú está de volta

Dito isso, continuamos a ver as ações brasileiras como relativamente atraentes. O Brasil ainda é um dos poucos países com um caminho claro para cortes de juros no curto prazo e é um exportador líquido de petróleo, caso o conflito no Oriente Médio se prolongue. A tendência de diversificação para fora dos EUA deve continuar e os múltiplos estão agora ainda mais atraentes (P/L 12 meses à frente de 9,4x, excluindo Petrobras e Vale, e de 8,1x incluindo-as). Estamos trazendo o Itaú de volta com 15%, substituindo o Nubank, já que o primeiro está mais bem posicionado para enfrentar um mercado de crédito mais desafiador. Ele é negociado a 8,6x P/L para 2026.

A Equatorial é a outra novata

A Equatorial está de volta à 10SIM, substituindo a operadora de shopping centers Allos. A Equatorial é uma empresa de primeira linha, defensiva, e é negociada a uma TIR real de 10,4%. Também estamos mantendo as geradoras de energia Axia e Eneva e aumentando nossa exposição ao setor de serviços básicos para 30%. Para acomodar nossas mudanças e equilibrar melhor o risco, estamos reduzindo o

content.btgpactual.com

peso da Localiza de 15% para 10%. A outra ação com fluxo de caixa de longo prazo na 10SIM é a operadora de rodovias Motiva, negociada a uma TIR real de 12%.

Mantendo a Petrobras, mas reduzindo seu peso

Estamos mantendo a Petrobras na 10SIM, mas reduzimos seu peso de 15% para 10%, já que uma solução para o conflito parece estar mais próxima. Os outros nomes na 10SIM são a fabricante de aeronaves Embraer, a fabricante de software Totvs e a construtora de imóveis populares Cury.

Tabela 1: Portfólio 10SIM para junho/26

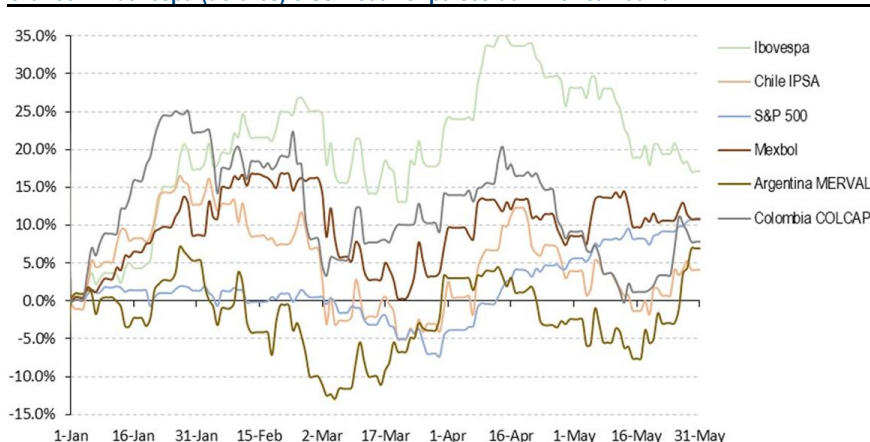
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ m)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2026	2027	2026	2027	2026	2027
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	10%	576.529	2,5x	2,6x	5,0x	5,6x	1,4x	1,2x
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	15%	441.408	n.a.	n.a.	8,6x	7,7x	2,1x	1,9x
Axia Energia	Serviços Básicos	AXIA3	10%	148.901	6,9x	5,7x	14,0x	10,2x	1,4x	1,3x
Embraer	Bens de Capital	EMBJ3	10%	52.234	10,0x	9,0x	21,6x	15,8x	2,6x	2,3x
Eneva	Serviços Básicos	ENEV3	10%	49.102	13,4x	10,8x	n.a.	93,7x	2,5x	2,5x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	48.468	9,0x	8,6x	30,9x	20,0x	1,8x	1,7x
Localiza	Transportes	RENT3	10%	45.955	5,1x	4,8x	10,0x	9,1x	1,6x	1,4x
Motiva	Transportes	MOTV3	10%	28.374	5,6x	5,9x	11,0x	10,2x	1,3x	1,2x
Totvs	Telecom & Tech	TOTS3	10%	19.176	9,6x	7,8x	16,9x	15,0x	3,1x	2,7x
Cury	Construção civil	CURY3	5%	9.774	5,8x	5,1x	7,0x	6,2x	4,4x	3,5x

Fonte: Economática, BTG Pactual

Contexto mais difícil pressiona as ações brasileiras

O Ibovespa ampliou suas perdas em maio (queda de 7,2% em real e 8,6% em dólar) e agora acumula uma queda de 13% em real (e 14% em dólar) desde seu pico em meados de abril. Desde então, ele tem apresentado desempenho significativamente inferior ao de seus pares da América Latina, e a maior parte do desempenho superior até meados de abril foi apagada nos últimos 45 dias.

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



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Conforme destacamos em nosso relatório de maio, o cenário para as ações brasileiras tornou-se mais desafiador.

Com a inflação em alta (em 5% para 2026) e acima da meta devido ao choque do petróleo causado pela guerra, as expectativas quanto à velocidade e magnitude do ciclo de flexibilização monetária foram

drasticamente reduzidas. De acordo com a pesquisa Focus do Banco Central, o consenso agora aponta para um corte total de 175bps nas taxas de juros em 2026 (ante 300bps anteriormente), enquanto a curva de juros precifica apenas uma redução de 100bps neste ano.

Além disso, o cenário político antes das eleições presidenciais de outubro ficou mais confuso. Após um bom desempenho que levou a um empate técnico em todas as simulações do segundo turno, a campanha do opositor Flávio Bolsonaro perdeu força após revelações de que o senador tinha ligações com o ex-banqueiro Daniel Vitorino. De acordo com as pesquisas de opinião mais recentes, a vantagem do presidente Lula sobre o senador Bolsonaro em um possível segundo turno aumentou em alguns pontos percentuais, impulsionando as chances de reeleição do presidente. Para alguns, a reeleição do presidente Lula poderia significar menos compromisso com a disciplina fiscal e taxas de juros de longo prazo potencialmente mais altas por mais tempo.

A aprovação na Câmara dos Deputados, na semana passada, de uma proposta do governo para reduzir a jornada semanal mínima de trabalho de 44 para 40 horas também pode ter pressionado os mercados. A redução da semana de trabalho exercerá pressão adicional sobre os custos das empresas, especialmente aquelas em setores de mão de obra intensiva, como o varejo e a construção civil. O impacto pode ser particularmente relevante em um cenário de desemprego em nível recorde de baixa e mercados de trabalho restritos. O projeto de lei será discutido em seguida no Senado, e as chances de ser aprovado são muito altas, dada a popularidade da medida.

O cenário externo também não ajudou. As ações do setor de tecnologia tiveram um desempenho excepcional em maio, tanto nos EUA quanto na Coreia do Sul e em Taiwan, atraindo a atenção dos investidores e fluxos de capital de volta para as ações de empresas desses países — o S&P 500 e o Nasdaq encerraram maio com alta de 5,1% e 10,5%, respectivamente, enquanto os índices de ações da Coreia do Sul e de Taiwan dispararam 27,8% e 15,7%, respectivamente, em maio.

A decisão do presidente Trump de classificar dois dos maiores cartéis de drogas do Brasil como organizações terroristas também não ajudou, já que essa decisão pode criar obstáculos adicionais para os investimentos estrangeiros no país.

Esses fatores combinados podem ajudar a explicar a decisão dos investidores estrangeiros de retirar R\$ 14 bilhões das ações brasileiras somente em maio, e R\$ 27 bilhões desde o pico do Ibovespa em meados de abril. A pressão de venda é grande e está claramente pesando sobre o mercado.

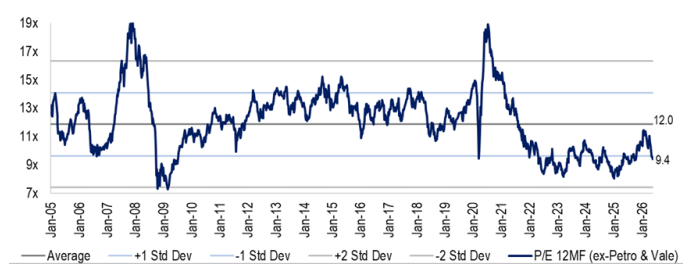
As fortes quedas podem ter criado uma oportunidade de compra
Embora reconheçamos a clara deterioração do cenário econômico e político local nas últimas semanas, ainda vemos as ações brasileiras

como relativamente atraentes para os investidores estrangeiros, uma vez que: i) embora o ciclo de corte de juros possa ser mais lento e intenso do que o esperado, o Brasil ainda é um dos poucos países com um caminho claro de redução de juros no curto prazo; ii) esperamos que a tendência de diversificação para fora dos EUA continue; iii) o Brasil é um exportador líquido de petróleo, portanto, se o conflito no Oriente Médio se prolongar, investir no Brasil oferece alguma proteção; iv) os múltiplos estão agora ainda mais atraentes do que antes: o Ibovespa está sendo negociado a 9,4x o P/L 12 meses à frente, excluindo Petrobras e Vale, e a 8,1x incluindo-as.

Múltiplos estão mais atraentes agora

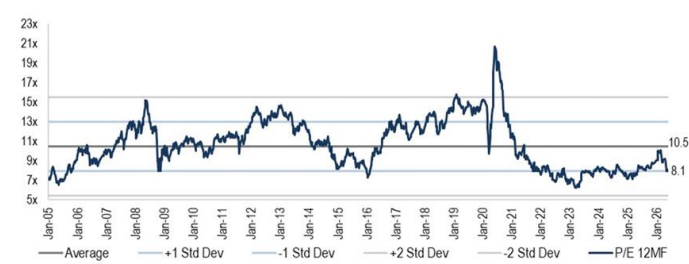
Após as fortes quedas das ações brasileiras nos últimos 45 dias, o Ibovespa voltou a ser negociado a um desvio padrão abaixo da média — a 9,4x o P/L projetado para os próximos 12 meses, excluindo a Petrobras e a Vale, ante 10,5x no final de abril. Quando adicionamos a Petrobras e a Vale novamente, o Ibovespa está sendo negociado a apenas 8,1x P/L projetado para os próximos 12 meses, um valuation reconhecidamente baixo.

Gráfico 7: Bovespa P/L 12 meses à frente (ex Petro & Vale)



Fonte: Economatica, BTG Pactual

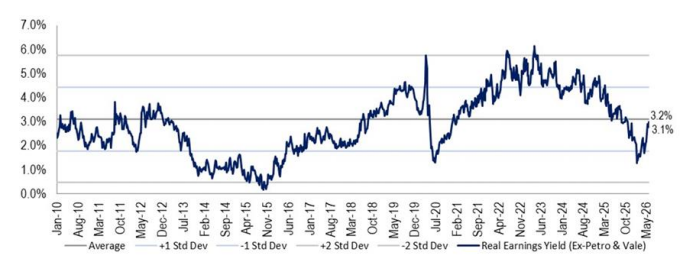
Gráfico 7: Bovespa P/L 12 meses à frente



Fonte: Economatica, BTG Pactual

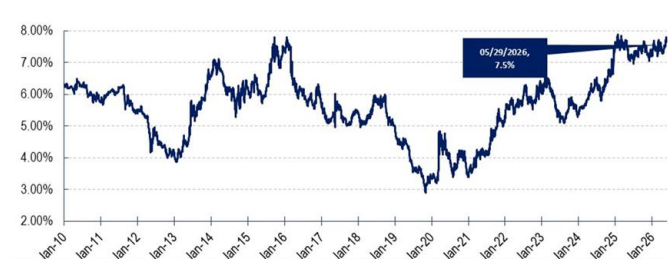
Embora as taxas de juros reais de longo prazo do Brasil tenham subido ainda mais em maio, o prêmio por manter ações aumentou novamente nesse mês e agora está de volta à sua média histórica (em 3,1%). Em nossa opinião, é notável que, mesmo em um cenário de taxas de longo prazo extremamente altas (e possivelmente insustentáveis), o prêmio de risco das ações esteja em linha com a média histórica.

Gráfico 4: Prêmio de risco (L/P menos taxas de juros de 10 anos)



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Gráfico 5: Títulos públicos de longo prazo do Brasil (NTN-B 2035)



Fonte: Bloomberg, Banco Central e BTG Pactual

A diferença entre os múltiplos está aumentando

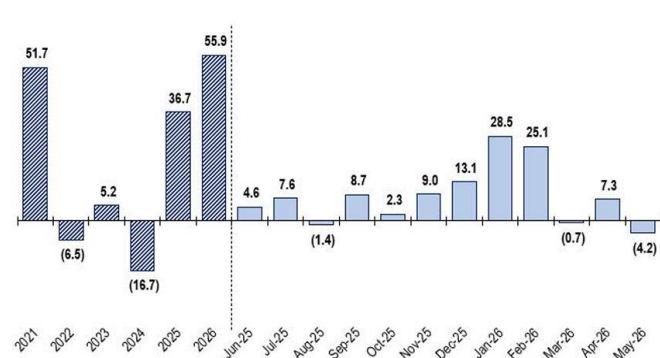
A diferença de valuation entre o Brasil e alguns de seus pares dos mercados emergentes globais ampliou-se recentemente. Em nossa opinião, o Brasil deve parecer atraente para os investidores estrangeiros nos níveis atuais de valuation.

Gráfico 6: P/L 12 meses à frente – Mercados emergentes e desenvolvidos

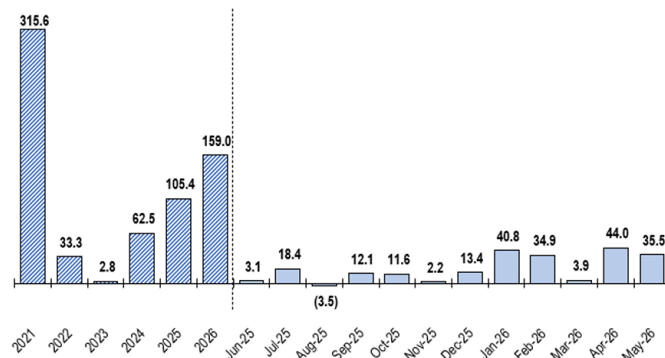

Fonte: EPFR e BTG Pactual

Desde meados de abril, os estrangeiros estão vendendo ações brasileiras

Enquanto os fundos globais conseguiram manter o ritmo de captação, encerrando maio com US\$ 35 bilhões em entradas, os fundos de mercados emergentes seguiram na direção oposta, com US\$ 4 bilhões em resgates.

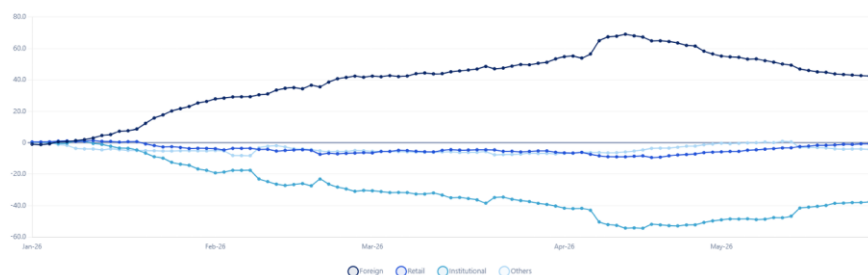
Gráfico 7: Fluxos de investidores estrangeiros (R\$ bilhões)


Fonte: B3, BTG Pactual

Gráfico 8: Fluxo em fundos de ações globais (R\$ bilhões)


Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

No que diz respeito às ações brasileiras, os estrangeiros foram vendedores líquidos pelo segundo mês neste ano, com R\$ 14 bilhões em saídas em maio, levando os fluxos acumulados no ano para R\$ 42 bilhões. Outro ponto interessante a ser observado é que, no final de maio, o EWZ registrou sua primeira redução de cotas em algum tempo, com as ações em circulação caindo de 291,8 milhões para 285,5 milhões desde 21 de maio, o que implica uma saída de R\$ 1,2 bilhão.

Gráfico 9: Fluxo líquido acumulado por tipo de investidor (R\$ bilhões)


Fonte: B3, Bloomberg e BTG Pactual

No final de abril, os fundos GEM reduziram sua alocação no Brasil em 63bps, e acreditamos que esse número possa ter sido ainda menor em maio, dado o desempenho inferior do Brasil em relação aos pares.

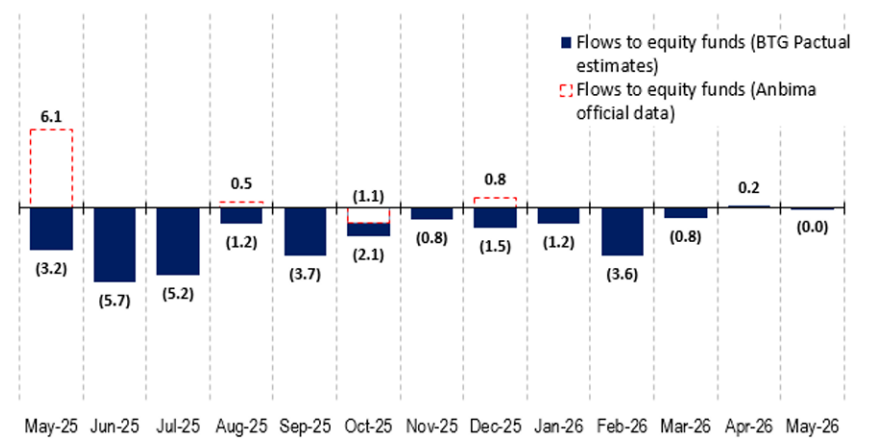
Apesar disso, é interessante observar que as alocações dos fundos globais no Brasil estão em 0,75%, uma queda de 4bps em relação a março, mas ainda elevadas em comparação com os níveis históricos.

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%
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%
Mar-26	7.59%	0.79%	1.33%	59.94%
Apr-26	6.96%	0.75%	1.33%	59.86%

Fonte: EPFR e BTG Pactual

Os fundos de ações locais estão lentamente recuperando o ímpeto, com entradas moderadas de R\$ 0,2 bilhão em abril e encerrando maio praticamente estáveis. Isso representa uma melhora significativa em relação a 2025, quando os fundos locais já haviam registrado saídas de R\$ 42 bilhões até o final de maio, contra R\$ 5,4 bilhões em saídas no mesmo período de 2026.

Gráfico 10: Fluxos de fundos de ações (R\$ bilhões)


Fonte: Anbima e BTG Pactual

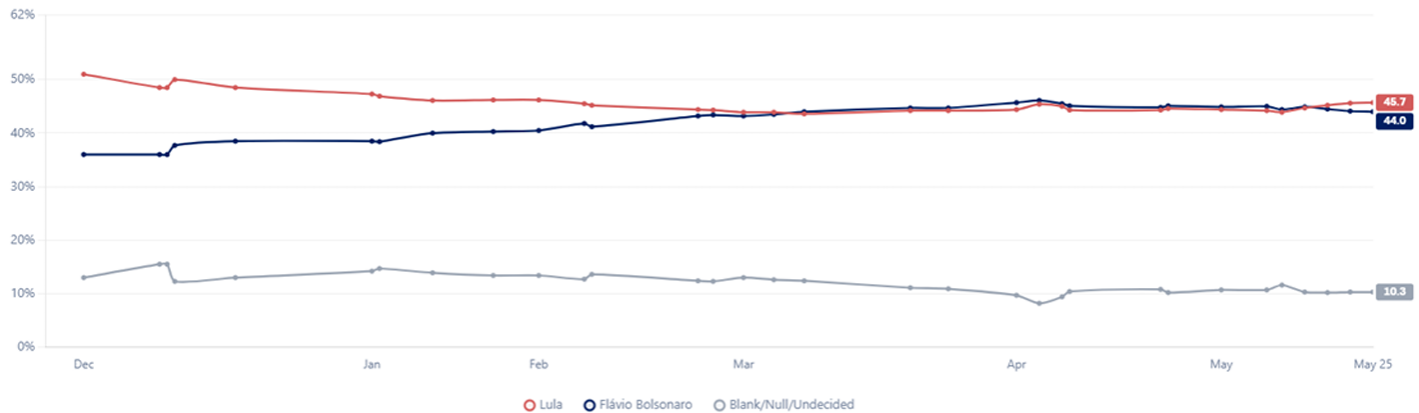
Eleições no Brasil: Senador Bolsonaro perdeu força

As últimas pesquisas de maio mostraram certa perda de ímpeto para a campanha presidencial do senador Flávio Bolsonaro, após revelações de que o senador tinha ligações com o ex-banqueiro Daniel Vercaro. Ainda assim, o presidente Lula e Bolsonaro lideram todas as simulações do primeiro turno — neste momento, Lula tem 41% das intenções de voto no primeiro turno, enquanto Bolsonaro fica em torno de 35%.

Os outros candidatos relevantes, os governadores Ronaldo Caiado (ex-governador de Goiás) e Romeu Zema (ex-governador de Minas Gerais, o segundo maior colégio eleitoral do país), registram apenas 3% a 4% das intenções de voto. Embora seja possível que cresçam durante a campanha, é altamente improvável que cresçam o suficiente para desafiar os dois principais candidatos por uma vaga no segundo turno. Acreditamos que apenas notícias extraordinárias poderiam mudar o cenário atual.

A maior mudança ocorreu nas simulações do segundo turno. Até abril, o senador Bolsonaro e o presidente Lula estavam empatados, com Bolsonaro liderando por uma margem mínima (44,9% contra 44,7%). No entanto, agora o presidente Lula lidera e por uma margem maior. A pesquisa Atlas/Intel mostra Lula liderando por 7 p.p., a Futura/Apex por 5,5 p.p., a CNT/MDA por 4,7 p.p. e a Datafolha por 4 p.p., entre alguns dos institutos que pesquisam a disputa.

Embora a maioria dos institutos de pesquisa ainda mostre, estatisticamente, um empate no segundo turno, o presidente Lula claramente saiu na frente, aumentando suas chances de reeleição.

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


Fonte: AtlasIntel Bloomberg, Genial Quaest, Datafolha, Paraná Pesquisas, CNT, Futura, RealTimeBigData, Meio Ideia, Nexus e BTG Pactual

Primeira análise da temporada de resultados do 1T26 no Brasil

Com a temporada de resultados do 1T26 já encerrada, apresentamos uma rápida análise de como os resultados consolidados se compararam às nossas estimativas e aos períodos anteriores. À primeira vista, os resultados excluindo Petrobras e Vale parecem sólidos: receitas, EBITDA e lucro líquido ficaram 1,0%, 0,3% e 1,6% acima de nossas previsões, respectivamente. Entre as empresas nacionais, as receitas superaram as estimativas em 2,4%, embora o EBITDA e o lucro líquido tenham ficado 1,2% e 2,0% abaixo de nossas estimativas. Os lucros das empresas nacionais permaneceram sob pressão em um cenário de taxas de juros ainda elevadas.

Em comparação a/a, os resultados excluindo a Petrobras e a Vale aceleraram em relação ao 4T25, com receitas crescendo 8,9% e o EBITDA 13,8%, comparados a um crescimento de 5,4% para ambas as linhas no trimestre anterior. O lucro líquido também melhorou, subindo 7,7% em relação ao ano anterior, após uma queda de 6,4% no 4T25. As empresas de commodities foram o principal impulsionador do crescimento do lucro líquido, com o lucro líquido subindo 41,7% a/a, apoiado principalmente pelos setores de Petróleo e Gás, que se beneficiaram de um ambiente de preços mais altos do Brent, e de Materiais Básicos. Entre as empresas nacionais, as receitas cresceram 6,5% a/a e o EBITDA expandiu-se 10,6%, enquanto o lucro líquido ficou praticamente estável (-0,4% a/a).

Qualitativamente, os resultados do 1º trimestre de 2026 permaneceram amplamente estáveis em relação ao mesmo período do ano anterior, com uma modesta melhora sequencial. A parcela de resultados sólidos ficou em 37%, em linha com o 1T25 e acima dos 33% registrados no 4T25, enquanto a parcela de resultados fracos ficou em 29%, também em linha com o 1T25 e ligeiramente acima dos 27% observados no 4T25. Como resultado, a diferença entre resultados sólidos e fracos ficou em 8 p.p., em linha com o 1T25 e acima dos 6 p.p. registrados no 4T25.

As taxas de juros elevadas continuam a pesar sobre os lucros domésticos, particularmente em setores mais alavancados e entre

empresas com despesas financeiras mais elevadas. Ao mesmo tempo, o cenário das commodities permaneceu favorável, especialmente para Petróleo e Gás e Serviços Públicos, ajudando a sustentar tendências mais fortes de receita, EBITDA e lucro líquido. As empresas voltadas para o mercado interno, no entanto, continuam a enfrentar um cenário mais desafiador.

Tabela 3: Resultados consolidados

Resultados Consolidados							
R\$ milhões	1T26A	1T26E	A x E	1T25	AxA	4T25	Txt
Total							
Receita	852.006	853.324	-0,2%	784.107	8,7%	919.124	-7,3%
EBITDA	211.551	218.380	-3,1%	192.502	9,9%	217.042	-2,5%
Margem EBITDA (%)	24,8%	25,6%	-76 bp	24,6%	+28 bp	23,6%	+122 bp
Lucro líquido	113.209	112.973	0,2%	97.673	15,9%	93.262	21,4%
Total (Ex-Petro & Vale)							
Receita	679.813	673.392	1,0%	624.506	8,9%	731.729	-7,1%
EBITDA	129.446	129.006	0,3%	113.755	13,8%	131.806	-1,8%
Margem EBITDA (%)	19,0%	19,2%	-12 bp	18,2%	+83 bp	18,0%	+103 bp
Lucro líquido	70.701	69.598	1,6%	65.660	7,7%	69.709	1,4%
Domestic							
Receita	520.560	508.418	2,4%	488.894	6,5%	566.582	-8,1%
EBITDA	100.559	101.808	-1,2%	90.942	10,6%	107.483	-6,4%
Margem EBITDA (%)	19,3%	20,0%	-71 bp	18,6%	+72 bp	19,0%	+35 bp
Lucro líquido	59.668	60.866	-2,0%	59.900	-0,4%	70.264	-15,1%
Commodities							
Receita	331.446	344.906	-3,9%	295.213	12,3%	352.542	-6,0%
EBITDA	110.992	116.572	-4,8%	101.560	9,3%	109.559	1,3%
Margem EBITDA (%)	33,5%	33,8%	-31 bp	34,4%	-92 bp	31,1%	+241 bp
Lucro líquido	53.541	52.107	2,8%	37.772	41,7%	22.998	132,8%

Fonte: Empresas e BTG Pactual

Crescimento da receita em todos os setores, mas os lucros das empresas domésticas continuam sob pressão

Em comparação com o 1T25, 16 dos 17 setores registraram crescimento na receita líquida. O setor de Aluguel de Veículos & Logística apresentou um sólido crescimento na receita líquida, com um aumento de 28,3% a/a (+R\$ 8,1 bilhões). O principal destaque foi a Localiza, cujas receitas líquidas cresceram 41,4% a/a (+R\$ 3,6 bilhões), impulsionadas principalmente pelo forte desempenho na área de Seminovos, com 95 mil carros vendidos no trimestre contra 75 mil no 1T25, combinado com a melhora nas margens de carros usados e uma dinâmica ainda saudável nas áreas de RAC e Frotas.

Em termos nominais, o setor de Serviços Básicos também contribuiu significativamente para o crescimento da receita líquida (+10,6% a/a; +R\$ 8,3 bilhões), impulsionado pelo forte desempenho da Axia (+19,7% a/a; +R\$ 1,9 bilhão) em um ambiente de preços elevados de energia, e da Copel (+20,0% a/a; +R\$ 1,2 bilhão), particularmente de seu segmento de geração.

Em termos de EBITDA, o setor de Serviços Básicos apresentou um forte crescimento no trimestre. O destaque principal foi a Axia, com EBITDA +71,8% a/a (+R\$ 3,6 bilhões). Petróleo & Gás foi outro importante contribuinte no nível do EBITDA, com o setor apresentando alta de 84,8% a/a (+R\$ 5,5 bilhões). O desempenho foi apoiado por resultados sólidos das distribuidoras de combustíveis, com a Vibra registrando alta de 101,0% a/a (+R\$ 1,6 bilhão) e a UGPA, de 78,0% a/a (+R\$ 1,0 bilhão), enquanto a PRIO também apresentou uma forte

expansão do EBITDA de 89,6% a/a (+R\$ 2,1 bilhões), conforme destacado acima.

Por outro lado, o setor de Alimentos & Bebidas foi o impactou negativamente o EBITDA, com o setor apresentando queda de 12,3% a/a (-R\$ 2,6 bilhões). A JBS foi o principal fator por trás desse desempenho fraco, com o EBITDA caindo 33,3% a/a (-R\$ 3,0 bilhões). Dado o peso significativo da JBS no setor, seu desempenho mais fraco teve um impacto proporcional nos números consolidados do setor, como esperado.

Petróleo & Gás e Serviços Básicos foram mais uma vez os destaques em relação ao lucro líquido. O lucro líquido do setor de Petróleo & Gás mais que dobrou a/a, aumentando 102,6% (+R\$ 2,4 bilhões), com a PRIO apresentando a maior contribuição individual, com alta de 123,6% a/a (+R\$ 1,3 bilhão). As distribuidoras de combustíveis também registraram sólido crescimento nos lucros, com a Vibra apresentando alta de 104,4% a/a (+R\$ 0,8 bilhão) e a UGPA, de 111,8% a/a (+R\$ 0,5 bilhão).

Por outro lado, os lucros do setor de Varejo caíram 87,5% a/a, com a maioria das empresas do setor registrando lucro líquido inferior ao do 1T25. Além disso, a JBS puxou para baixo o lucro líquido do setor de Alimentos & Bebidas (-73,2% a/a; -R\$ 1,9 bilhão). No setor dos Bancos, a maioria das empresas conseguiu aumentar os lucros a/a, embora abaixo das expectativas. O Banco do Brasil foi o principal fator de peso negativo para o setor, com o lucro líquido ajustado caindo 52,8% a/a (-R\$ 3,9 bilhões), pressionado pelos elevados custos de crédito ligados à sua carteira de empréstimos ao agronegócio e pelo aumento da inadimplência no crédito ao consumidor. Para aumentar as preocupações dos investidores, a administração revisou para baixo seu guidance de lucro líquido para 2026 em cerca de 17% no ponto médio. No geral, o trimestre reforçou que, apesar do sólido crescimento da receita e do EBITDA, o cenário macroeconômico continua a pesar no lucro líquido de algumas empresas.

Tabela 2: Resultados consolidados – por setor

Cobertura BTG ex-Petro & Vale	1T26			1T25			Crescimento a/a			Aumento a/a		
	Receita líquida	EBITDA	Lucro líquido	Receita líquida	EBITDA	Lucro líquido	Receita líquida	EBITDA	Lucro líquido	Receita líquida	EBITDA	Lucro líquido
Agronegócio	7.211	1.041	449	6.556	1.124	570	10,0%	-7,4%	-21,1%	655	(83)	(120)
Bancos	-	-	27.397	126	-	27.441	-	-	-0,2%	(126)	-	(45)
Bens de capital	24.851	3.574	1.777	22.230	3.285	1.976	11,8%	8,8%	-10,0%	2.622	289	(199)
Aluguel de veículos & logística	36.530	10.929	1.322	28.464	8.283	1.324	28,3%	32,0%	-0,1%	8.066	2.646	(2)
Educação	7.415	2.275	750	6.631	2.100	625	11,8%	8,3%	19,9%	784	175	125
Financeiro (ex-Bancos)	3.229	2.226	5.956	2.748	1.837	5.119	17,5%	21,1%	16,3%	481	388	837
Alimentos & Bebidas	193.638	18.162	4.300	193.168	20.718	6.918	0,2%	-12,3%	-37,8%	470	(2.556)	(2.617)
Saúde	36.730	6.038	1.203	35.261	5.249	1.174	4,2%	15,0%	2,4%	1.469	789	28
Infraestrutura	5.682	3.893	670	5.451	3.330	615	4,2%	16,9%	8,9%	231	563	55
Mineração & Siderurgia	38.910	8.964	1.936	36.606	8.410	2.187	6,3%	6,6%	-11,5%	2.305	555	(251)
Petróleo & Gás	94.955	12.013	4.760	76.467	6.501	2.350	24,2%	84,8%	102,6%	18.488	5.512	2.410
Papel & Celulose	18.343	6.840	3.873	16.208	6.773	652	13,2%	1,0%	494,2%	2.136	67	3.222
Imobiliário	14.129	3.643	1.981	11.837	2.804	1.542	19,4%	29,9%	28,4%	2.292	838	439
Varejo	84.297	6.846	119	79.504	6.695	958	6,0%	2,2%	-87,5%	4.792	150	(839)
Tecnologia	4.358	901	521	3.598	618	328	21,1%	45,8%	58,8%	760	283	193
Telecomunicações	23.046	9.858	2.153	21.445	9.095	1.922	7,5%	8,4%	12,0%	1.601	764	231
Serviços Básicos	86.489	32.243	11.534	78.206	26.933	9.958	10,6%	19,7%	15,8%	8.283	5.310	1.576

Fonte: Empresas e BTG Pactual

Aproveitando a correção para adicionar nomes de qualidade

O cenário para as ações brasileiras deteriorou-se claramente nas últimas seis semanas. A inflação está mais alta (em 5% para 2026) e acima da meta, limitando a capacidade do Banco Central de reduzir as taxas de forma mais significativa (os cortes nas taxas podem ser inferiores a 200 pontos-base em 2026, contra as expectativas de 300 pontos-base no início do ano). O cenário político ficou mais confuso às vésperas das eleições presidenciais, aumentando as chances de reeleição do presidente Lula. Além disso, a Câmara dos Deputados aprovou um projeto de lei apoiado pelo governo que reduz a jornada semanal de trabalho, com potencial para aumentar os custos para as empresas (especialmente as de mão de obra intensiva, como varejistas e construtoras).

No cenário externo, as ações do setor de tecnologia se valorizaram em maio, tanto nos EUA quanto na Coreia do Sul e em Taiwan, atraindo a atenção dos investidores e o retorno de fluxos para esses países/ações. A combinação desses fatores levou os investidores estrangeiros a vender o equivalente a R\$ 14 bilhões em ações brasileiras em maio e um total de R\$ 27 bilhões desde meados de abril.

Embora reconhecamos a clara deterioração do cenário econômico e político doméstico nas últimas semanas, ainda vemos as ações brasileiras como relativamente atraentes para investidores estrangeiros, uma vez que: i) o Brasil ainda é um dos poucos países com um caminho claro de redução de taxas no curto prazo, mesmo que o ciclo de cortes possa ser menos rápido e intenso do que o esperado; ii) esperamos que a tendência de diversificação para fora dos EUA continue; iii) o Brasil é um exportador líquido de petróleo, portanto, se o conflito no Oriente Médio se prolongar, investir no Brasil oferece alguma proteção; e iv) as avaliações estão agora ainda mais atraentes: o Ibovespa está sendo negociado a 9,4x o P/L futuro de 12 meses, excluindo Petrobras e Vale, e a 8,1x incluindo-as.

Estamos fazendo algumas mudanças neste mês, com o objetivo de aproveitar a recente correção para adicionar mais ações defensivas e de qualidade à carteira.

No setor financeiro, estamos trazendo de volta o Itaú com 15%, substituindo o Nubank. Acreditamos que o Itaú está mais bem preparado para enfrentar um mercado de crédito mais difícil do que a maioria de seus pares. A qualidade dos ativos do Itaú continua sólida, e o banco vem reduzindo proativamente o risco há algum tempo. A valuation também está mais atraente, com o banco sendo negociado a 8,6x o P/L futuro para 2026.

Também estamos adicionando a empresa de serviços públicos Equatorial, substituindo a operadora de shopping centers Allos. A EQTL é uma empresa de ponta no setor, oferece uma duração de mais de 10 anos, proteção contra a inflação e sensibilidade limitada a uma desaceleração econômica. Além disso, após a recente onda de vendas, vemos a Equatorial sendo negociada a uma TIR real de 10,4%, 270 pontos-base acima das taxas de longo prazo (LT) muito altas do Brasil. Com a inclusão da EQTL, o 10SIM agora tem 30% da carteira exposta ao setor (as outras duas ações são as geradoras de energia Axia e Eneva).

Para acomodar nossas mudanças e equilibrar melhor o risco, dado que estamos adicionando outra ação de fluxo de caixa de longo prazo à carteira, estamos reduzindo a ponderação da Localiza de 15% para 10%. A outra ação de fluxo de caixa de longo prazo no 10SIM é a operadora de rodovias com pedágio Motiva, negociada a uma TIR real de 12%.

Com um cenário ainda altamente incerto devido ao conflito no Oriente Médio, optamos por manter a Petrobras na carteira por mais um mês. No entanto, reduzimos sua ponderação na carteira de 15% para 10%, já que uma solução para o conflito parece mais provável agora, com as negociações entre os EUA e o Irã aparentemente caminhando na direção certa.

Mantemos o restante da carteira e nossa estratégia geral inalterados. Atualmente, temos 30% da carteira investidos em serviços públicos (Equatorial, Axia e Eneva), 20% em ações de fluxo de caixa de longa duração (Localiza e Motiva; ou 30% se incluirmos a EQTL), 15% em bancos (Itaú), 10% em setores industriais/câmbio (Embraer), 10% em software/tecnologia (Totvs) e 5% em imóveis (construtora de habitação popular Cury).

Tabela 6: Mudanças na 10SIM™ (Maio vs. Junho)

Maio				Junho			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Nubank	Bancos	ROXO34	10%	Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	10%
Cury	Construção civil	CURY3	5%	Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	15%
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%	Axia Energia	Serviços Básicos	AXIA3	10%
Axia Energia	Serviços Básicos	AXIA3	10%	Embraer	Bens de Capital	EMBJ3	10%
Localiza	Transportes	RENT3	15%	Eneva	Serviços Básicos	ENEV3	10%
Totvs	Telecom & Tech	TOTS3	10%	Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%
Eneva	Serviços Básicos	ENEV3	10%	Localiza	Transportes	RENT3	10%
Motiva	Transportes	MOTV3	10%	Motiva	Transportes	MOTV3	10%
Allos	Shoppings	ALOS3	5%	Totvs	Telecom & Tech	TOTS3	10%
Embraer	Bens de Capital	EMBJ3	10%	Cury	Construção civil	CURY3	5%

Fonte: BTG Pactual

Um resumo das nossas escolhas de junho

Equatorial (EQTL3)

Vemos a EQTL sendo negociada a uma TIR real de 10,4%. A EQTL continua sendo um excelente investimento de carrego, uma empresa de ponta 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 econômica, ela se destaca 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 para os preços de energia. A empresa ainda está nos estágios iniciais do que deve se tornar uma importante fonte de caixa e 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. Estimamos a TIR da Axia em 12,8%, a segunda mais alta em nossa cobertura.

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 um trade-off entre “crescimento e dividendos” surgindo a

partir de 2029. Estimamos a TIR da Eneva em 11,0%, incluindo os resultados do leilão, e a empresa ainda tem várias opcionalidades pela frente.

Itaú Unibanco (ITUB4)

As ações do Itaú caíram 7% nos últimos 30 dias, pressionadas por um sentimento mais fraco em relação às ações brasileiras em meio a um cenário macroeconômico mais desafiador, incluindo taxas mais altas por mais tempo, pressões inflacionárias e uma postura fiscal mais expansionista antes das eleições. Além disso, preocupações com a qualidade dos ativos têm pesado sobre o setor bancário de forma mais ampla. No caso do Itaú, no entanto, a qualidade dos ativos permanece muito sólida, e o banco vem reduzindo proativamente a exposição ao risco, o que resultou em um crescimento um pouco mais moderado da receita líquida no curto prazo. Consideramos isso um posicionamento prudente, e não uma questão estrutural, já que o Itaú vem se preparando para um ambiente mais difícil há algum tempo. Com um balanço patrimonial sólido, o banco está bem posicionado para proteger a rentabilidade em um cenário mais volátil, ao mesmo tempo em que continua a gerar retornos sólidos. Após o recente desempenho inferior, que consideramos não totalmente justificado, o valuation tornou-se mais atraente, com um P/L de 8,6x para 2026. O Itaú continua sendo a âncora de qualidade do setor e nossa Top Pick entre os grandes bancos.

Localiza (RENT3)

O primeiro trimestre da Localiza marcou mais um trimestre forte no segmento de locação, sustentado por volumes resilientes em meio a preços elevados, ajudando a trazer o spread do ROIC de volta aos níveis históricos. Além disso, o principal destaque do período foi o forte desempenho da Seminovos, com a empresa reportando vendas de 95,4 mil carros (+28% a/a). Isso também foi acompanhado por margens robustas, que acreditamos estarem atualmente acima dos níveis normalizados e poderiam oferecer alguma proteção contra possíveis impactos decorrentes da segunda onda de montadoras chinesas no Brasil. No entanto, as tendências de depreciação permaneceram, até o momento, em linha com as expectativas. No geral, continuamos otimistas em relação à trajetória da Localiza, pois vemos uma combinação atraente de: (i) forte impulso nos lucros à medida que a agenda de eficiência continua a ser implementada; (ii) retornos em melhoria; e (iii) um valuation atraente de 10x P/L para 2026.

Motiva (MOTV3)

Acreditamos que 2025 marcou um ano de racionalização do portfólio para a Motiva, não apenas por meio da saída de ativos com desempenho insatisfatório (como Barcas e Aeroportos), mas também por meio de melhorias em suas concessões remanescentes (notadamente a MSVia e a execução de várias alterações contratuais). Isso foi apoiado pela forte execução de sua agenda de eficiência, especialmente em margens, que progrediu mais rápido do que o

esperado e deve 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 uma duration de cerca de 15 anos, a Motiva continua sendo nossa Top Pick no setor de rodovias.

Embraer (EMBJ3)

As ações da Embraer apresentaram um desempenho fraco no acumulado do ano, impulsionado por (i) preocupações com a redução na entrada de pedidos em meio ao atual conflito no Oriente Médio e (ii) resultados do primeiro trimestre abaixo do esperado, embora acreditemos que o mercado tivesse criado expectativas elevadas em relação ao desempenho das margens. Em relação ao primeiro ponto, continuamos observando um ambiente de demanda resiliente, sustentado pelo pedido da Finnair de até 46 aeronaves E2 e pelo pedido dos Emirados Árabes Unidos de até 20 KCs, especialmente porque ambos foram anunciados após o início do conflito. Do ponto de vista dos resultados, com a empresa atualmente apoiada por uma carteira de pedidos de US\$ 32 bilhões, esperamos que o impulso dos lucros permaneça resiliente à medida que entramos no segundo semestre do ano, que é tipicamente o período mais forte sazonalmente. No entanto, no curto prazo, ainda vemos potencial de alta adicional decorrente de possíveis notícias relacionadas a pedidos antes do Farnborough Airshow, programado para julho, já que esperamos que o mercado comece a precificar tais desenvolvimentos antes do evento. No geral, acreditamos que a Embraer sofreu uma desvalorização injustificada, já que os fundamentos que sustentam a tese de investimento de longo prazo permanecem intactos, enquanto o impulso dos lucros também deve permanecer resiliente. Assim, continuamos a preferir a Embraer, que atualmente está sendo negociada com um valuation com desconto de 10x EV/EBITDA para 2026.

Cury (CURY3)

Mantemos a Cury em nossa carteira 10SIM neste mês. Nossa visão positiva sobre a ação é sustentada pelo forte impulso do programa MCMV, apoiado por mudanças recentes nas condições do programa (ou seja, preços máximos de moradia, elegibilidade de renda em todas as faixas, taxas de juros), que permitiram (i) ganhos de acessibilidade em todas as faixas e (ii) um mercado potencial maior para moradias de baixa renda. Além disso, a Cury tem apresentado uma execução impecável no segmento nos últimos anos (velocidade de vendas robusta, margens elevadas e retornos elevados), o que deve se traduzir em um sólido crescimento dos lucros em 2026 (projetamos um crescimento do LPA de cerca de 35% a/a neste ano), juntamente com uma forte geração de caixa (e um bom Dividend yield estimado de 8%). Apesar de alguma inflação nos custos de construção no curto prazo, acreditamos que a empresa ainda oferece uma oportunidade

de carregamento de alta qualidade (forte crescimento dos lucros + dividendos atraentes), ao mesmo tempo em que é negociada a um atraiante P/L de 7x para 2026.

Totvs (TOTS3)

As ações caíram cerca de 30% em relação ao pico de janeiro, à medida que os temores de disrupção da IA desencadearam o que foi apelidado de “SaaSocalypse”, provocando uma onda de quedas generalizada em todo o setor de software. Atualmente, vemos a Totvs sendo negociada a aproximadamente 15x P/L para 2027, um valuation que historicamente marcou níveis de fundo durante períodos de estresse extremo, apesar do desempenho operacional consistentemente forte da empresa. Gostamos do que vimos nos resultados do 1º trimestre, particularmente os cerca de R\$ 250 milhões em adições líquidas orgânicas de ARR e a expansão contínua da margem EBITDA orgânica, fatores que reforçam nossa confiança na execução da empresa.

Petrobras (PETR4)

Mantemos a Petrobras em nossa carteira 10SIM, mas reduzimos o peso para 10%. Embora continuemos a ver uma relação de risco/retorno atraente, dado seu valor de escassez como (i) empresa integrada de grande porte em mercado emergente, com um portfólio pré-sal de baixo custo e alta produtividade que se posiciona bem em relação aos pares globais e (ii) uma das poucas empresas estatais disponíveis para aproveitar as eleições brasileiras, acreditamos que o fluxo contínuo de notícias sobre (i) um acordo de cessar-fogo entre os EUA e o Irã e (ii) a venda de ações da PN pelo BNDES possa continuar a pesar sobre o preço das ações. Além disso, a visibilidade sobre o resultado das próximas eleições presidenciais diminuiu nas últimas semanas, reduzindo assim nossa convicção de que uma redução no custo de capital poderia levar a uma alta no preço das ações. Assumindo o Brent a US\$ 82/bbl, estimamos um yield de geração de caixa (FCFE) de ~12% e um Dividend yield de ~10% para 2026E (~11% de Dividend yield para 2027 com o Brent a US\$ 75/bbl), significativamente acima do yield médio total para os acionistas de ~5–6% das empresas comparáveis globais.

Tabela 6: 10SIM para junho de 2026

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VA	
					2026	2027	2026	2027	2026	2027
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	10%	576.529	2,5x	2,6x	5,0x	5,6x	1,4x	1,2x
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	15%	441.408	n.a.	n.a.	8,6x	7,7x	2,1x	1,9x
Axia Energia	Serviços Básicos	AXIA3	10%	148.901	6,9x	5,7x	14,0x	10,2x	1,4x	1,3x
Embraer	Bens de Capital	EMBJ3	10%	52.234	10,0x	9,0x	21,6x	15,8x	2,6x	2,3x
Eneva	Serviços Básicos	ENEV3	10%	49.102	13,4x	10,8x	n.a.	93,7x	2,5x	2,5x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	48.468	9,0x	8,6x	30,9x	20,0x	1,8x	1,7x
Localiza	Transportes	RENT3	10%	45.955	5,1x	4,8x	10,0x	9,1x	1,6x	1,4x
Motiva	Transportes	MOTV3	10%	28.374	5,6x	5,9x	11,0x	10,2x	1,3x	1,2x
Totvs	Telecom & Tech	TOTS3	10%	19.176	9,6x	7,8x	16,9x	15,0x	3,1x	2,7x
Cury	Construção civil	CURY3	5%	9.774	5,8x	5,1x	7,0x	6,2x	4,4x	3,5x

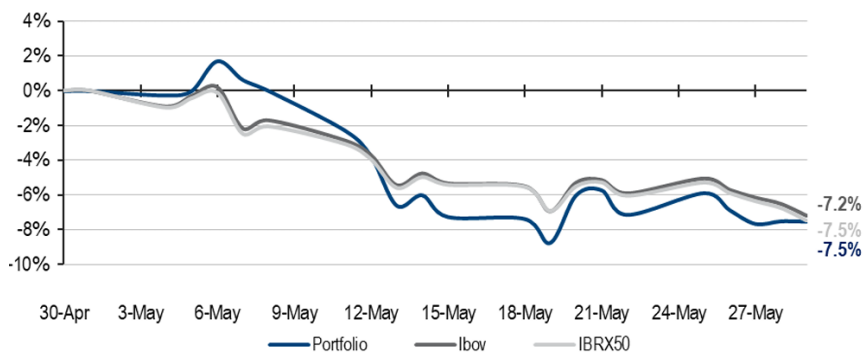
Fonte: Economática, BTG Pactual

Rentabilidade da 10SIM™ em maio

Rentabilidade mensal*

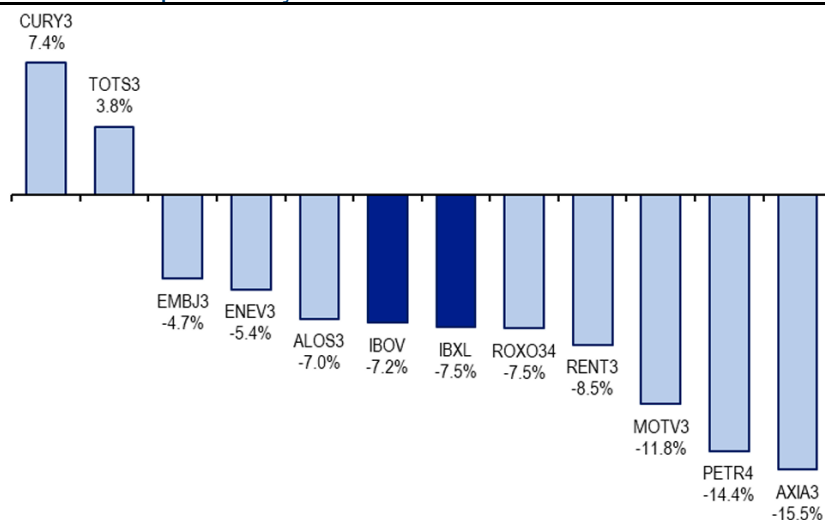
Em maio, o desempenho do nosso portfólio 10SIM™ foi de -7,53%, ficando abaixo do Ibovespa (-7,20%) e do IBrX-50 (-7,48%), conforme mostrado abaixo.

Gráfico 12: Rentabilidade em março de 2026*



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

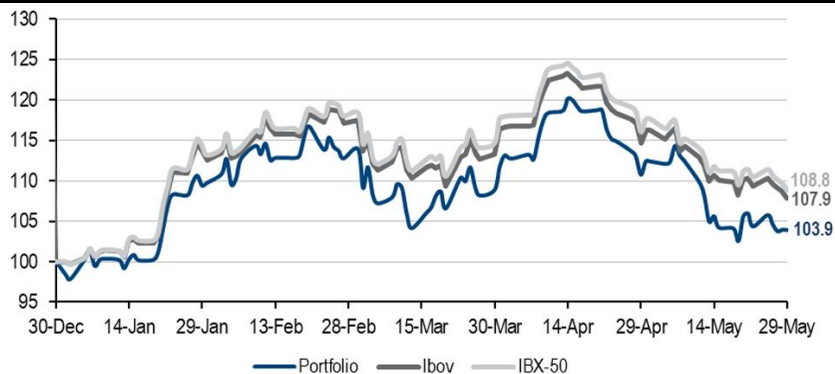
Gráfico 13: Desempenho das ações em maio de 2026



Fonte: BTG Pactual, Economática

Desempenho no acumulado do ano

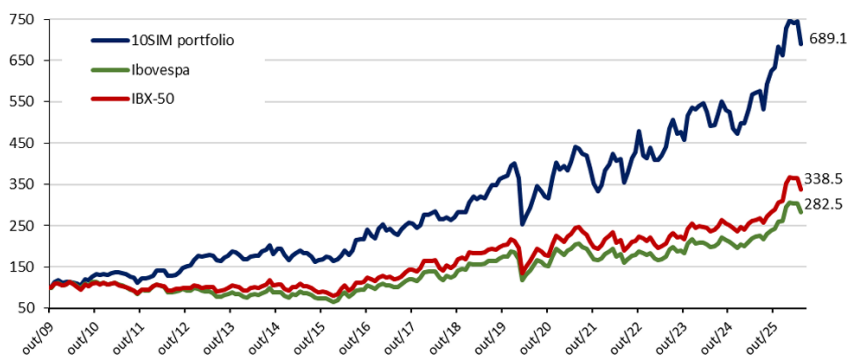
Desde 31 de dezembro de 2025, nossa carteira 10SIM registrou alta de 3,9%, contra 7,9% do Ibovespa e 8,8% do IBX-50. A taxa do CDI registrou alta de +5,7% no período.

Gráfico 14: Desempenho no acumulado do ano


Fonte: BTG Pactual, Economática

Desempenho histórico

Desde outubro de 2009, quando Carlos E. Sequeira assumiu a gestão do portfólio, a 10SIM teve uma alta de 589,1%, em comparação com 182,5% para o Ibovespa e 238,5% para o IBX-50.

Gráfico 15: Rentabilidade desde out/2009*


Fonte: BTG Pactual, Economática

Tabela 7: Rentabilidade mensal histórica*

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	No ano	IBOV	Carteira Acum.	IBOV Acum.
2009										0,2%	13,3%	4,8%	19,1%	11,5%	19,1%	11,5%
2010	-5,5%	0,3%	0,1%	-1,1%	-2,8%	-2,4%	12,3%	-1,4%	8,6%	4,8%	-2,4%	2,3%	12,0%	1,0%	33,4%	12,7%
2011	-2,2%	2,7%	1,6%	0,6%	-1,4%	-2,2%	-4,6%	-1,0%	-10,8%	9,5%	0,2%	2,1%	-6,5%	-18,1%	24,7%	-7,7%
2012	3,2%	10,3%	-0,2%	-0,8%	-8,7%	-0,1%	2,3%	5,1%	6,9%	3,0%	2,1%	8,1%	34,4%	7,4%	67,6%	-0,9%
2013	6,1%	-1,9%	1,4%	1,9%	-2,1%	-6,1%	-0,5%	5,1%	2,8%	5,3%	-0,6%	-3,5%	7,3%	-15,5%	79,9%	-16,3%
2014	-6,1%	-0,7%	4,0%	1,5%	0,2%	5,6%	1,9%	6,4%	-10,8%	6,8%	0,8%	-8,6%	-0,9%	-2,9%	78,3%	-18,7%
2015	-6,3%	6,2%	3,6%	3,5%	-3,1%	-0,1%	-5,5%	-6,8%	2,4%	1,5%	3,6%	-0,4%	-2,4%	-13,3%	73,9%	-29,5%
2016	-5,5%	3,2%	4,4%	7,2%	-6,0%	6,8%	12,9%	0,9%	-0,2%	10,9%	-6,5%	-2,5%	26,0%	38,9%	119,1%	-2,1%
2017	11,2%	3,9%	-5,6%	1,7%	-4,2%	-2,1%	5,7%	4,3%	2,9%	-0,9%	-4,6%	2,9%	14,7%	26,9%	151,4%	24,2%
2018	10,2%	-0,4%	1,6%	1,5%	-6,7%	0,1%	1,9%	-2,7%	2,5%	5,0%	-0,7%	0,2%	12,3%	15,0%	182,3%	42,9%
2019	8,3%	2,1%	-2,1%	2,3%	-1,6%	5,2%	4,8%	-0,1%	4,3%	1,2%	0,8%	6,7%	39,9%	31,6%	294,9%	88,0%
2020	1,7%	-9,2%	-30,7%	8,0%	7,7%	8,3%	9,0%	-3,6%	-4,1%	-1,1%	16,2%	9,2%	1,8%	2,9%	302,0%	93,5%
2021	-3,9%	2,2%	-2,7%	5,6%	8,8%	-1,1%	-3,1%	-0,9%	-7,6%	-8,9%	-5,6%	4,6%	-13,3%	-11,9%	248,5%	70,4%
2022	10,5%	3,8%	6,1%	-3,9%	1,1%	-14,0%	6,4%	9,9%	3,2%	12,1%	-12,4%	-1,3%	18,9%	4,7%	314,4%	78,4%
2023	5,7%	-6,8%	0,0%	2,5%	5,1%	10,0%	4,5%	-6,6%	0,8%	-3,9%	13,1%	3,5%	29,4%	22,3%	436,1%	118,1%
2024	-0,9%	1,9%	1,1%	-4,2%	-6,2%	0,2%	5,6%	5,6%	-3,6%	-1,1%	-7,5%	-2,5%	-11,8%	-10,4%	372,9%	95,5%
2025	5,3%	0,3%	6,5%	6,9%	0,8%	0,7%	-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%	0,7%	-7,5%								3,9%	7,9%	589,1%	182,5%

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