



## Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research  
Banco BTG Pactual S.A.

Julho 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](mailto: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

---

### **Reduzindo marginalmente o risco**

As ações brasileiras perderam espaço perante os investidores estrangeiros. Com a inflação acima da meta, o Banco Central do Brasil tem pouco espaço para cortar os juros. E com os juros de curto prazo prestes a subir nos EUA, isso limita ainda mais a sua capacidade de reduzir as taxas de juros locais. Ao mesmo tempo, o aumento dos gastos do governo às vésperas das eleições presidenciais de outubro está pressionando as taxas reais de longo prazo, que encerraram junho em 7,9%. Embora as ações brasileiras pareçam baratas, um cenário mais incerto pela frente e a ausência de claros catalisadores de curto prazo nos levaram a tornar a carteira 10SIM um pouco mais defensiva.

### **Reduzindo exposição a ações de maior *duration*; adicionando Ambev**

Estamos reduzindo nossa exposição a ações de fluxo de caixa de maior *duration* ao retirar Localiza e Equatorial da carteira, mantendo 20% da Carteira 10SIM em serviços básicos (geradoras de energia Eneva e Axia) e outros 10% em Motiva (negociada a uma TIR real de 13%). Também estamos adicionando a fabricante de bebidas Ambev, após um longo período. A Ambev adiciona uma posição defensiva à nossa carteira com uma combinação de balanço patrimonial sólido, negócio resiliente, forte geração de caixa e dividend yield atrativo (7,5%). Com um portfólio único de marcas difícil de ser igualado pela concorrência, a Ambev está agora muito bem-posicionada para recuperar participação de mercado.

### **Allos está de volta; aumentando exposição ao segmento de baixa renda via Cury**

A operadora de shoppings Allos volta à Carteira 10SIM com uma participação de 5%. Allos tem um modelo de negócios previsível, oferece proteção contra a inflação e está sendo negociada a um dividend yield de 13% e uma TIR real de 13%. Ainda no setor imobiliário, estamos aumentando nossa exposição a construtoras de baixa renda ao aumentar o peso da Cury de 5% para 10%.

### Mantendo Petrobras por mais um mês

Estamos mantendo a Petrobras na Carteira 10SIM por mais um mês, como hedge em caso de deterioração nas condições geopolíticas no Oriente Médio. Além disso, mesmo com o petróleo a US\$70, o dividend yield de 2026 pode atingir ~11% e os resultados trimestrais devem ser fortes. A fabricante de aeronaves Embraer, Itaú e a desenvolvedora de software Totvs completam a Carteira 10SIM.

**Tabela 1: Carteira 10SIM™ para Julho**

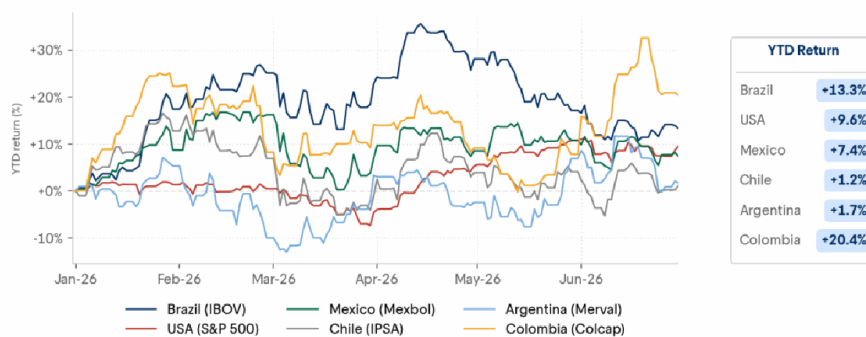
Empresa	Código	Peso (%)	ADTV (R\$ mi)	Valor de Mercado (R\$ mi)	Potencial de Alta (%)	P/L 2026E
Petrobras	PETR4	10%	1.817,6	516.814	55%	4,3x
Itaú Unibanco	ITUB4	15%	1.211,6	476.622	23%	9,0x
Ambev	ABEV3	10%	430,1	254.070	23%	16,0x
Axia	AXIA3	10%	530,6	155.551	24%	16,2x
Embraer	EMBJ3	10%	389,2	58.264	52%	23,9x
Eneva	ENEV3	10%	236,3	51.190	16%	n.a
Motiva	MOTV3	10%	135,9	29.400	37%	11,4x
Totvs	TOTS3	10%	299,7	16.642	92%	14,7x
Allos	ALOS3	5%	161,7	14.007	39%	17,5x
Curry	CURY3	10%	125,5	10.800	25%	8,0x

Fonte: Economatica e estimativas do BTG Pactual

### Reduzindo o risco

Após uma queda de 7,2% em reais (e 8,6% em dólares) em maio, o Ibovespa encerrou junho praticamente estável em reais (queda de 3,2% em dólares), pois praticamente nada mudou nos últimos 30 dias. Em junho, o Ibovespa performou em linha com seus principais pares da América Latina e um pouco pior do que seus pares de mercados emergentes e o S&P.

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



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

As taxas de longo prazo no Brasil subiram ainda mais em junho (+36 bps, para um nível elevado de 7,9%), à medida que o governo continua aumentando gastos e injetando recursos na economia. Entre medidas fiscais e parafiscais, o governo está injetando mais de R\$ 200 bilhões na economia em 2026, às vésperas das eleições presidenciais de outubro.

O Presidente Lula continua liderando a corrida presidencial em todas as simulações de primeiro e segundo turno, de acordo com as pesquisas mais recentes, mantendo basicamente sua vantagem sobre o Senador Bolsonaro inalterada. Dito isso, após perder espaço por alguns meses, as intenções de voto do Senador Bolsonaro permaneceram estáveis nas duas pesquisas mais recentes, tanto no primeiro quanto no segundo turno, indicando alguma estabilização. Para alguns, a reeleição do Presidente

Lula poderia significar menor compromisso com a disciplina fiscal e potencialmente taxas de longo prazo mais elevadas por mais tempo.

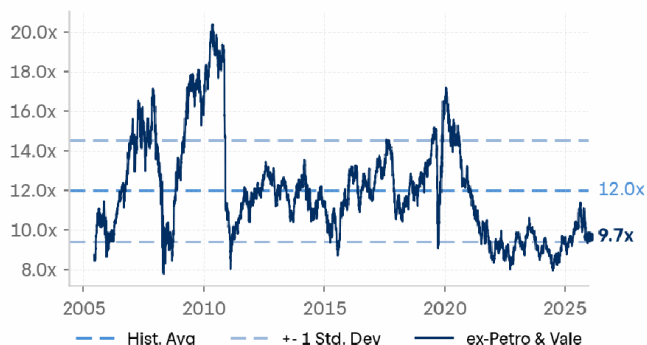
Em termos de inflação, a leitura mais recente foi um pouco mais benigna, mas as projeções para 2026 (5,33%) e 2027 (4,15%) permanecem acima da meta, deixando pouco espaço para o Banco Central cortar os juros de forma mais significativa. A pesquisa Focus do Banco Central aponta para um corte final de 25 bps na próxima reunião, mantendo os juros em 14% pelo restante do ano. O fato de que os juros de curto prazo também podem subir nos EUA limita ainda mais a capacidade do Banco Central brasileiro de reduzir as taxas.

Este cenário mais desafiador mudou o sentimento dos investidores estrangeiros em relação ao Brasil. Nos primeiros meses do ano, os investidores estrangeiros compravam ações brasileiras de forma agressiva e injetaram no país R\$ 69 bilhões até meados de abril. A partir desse ponto, com as expectativas de inflação se deteriorando, a perspectiva de um ciclo de afrouxamento monetário mais intenso diminuindo e um cenário político mais desafiador, os estrangeiros venderam R\$ 36 bilhões de meados de abril até o final de junho (apenas em junho, venderam R\$ 8,8 bilhões em ações brasileiras). Como resultado, a alocação dos fundos de mercados emergentes ao Brasil caiu de 7,6% no final de março para 5,8% no final de maio, o nível mais baixo desde o final de 2024.

### Os valuations são razoavelmente atrativos, mas não em relação às taxas de longo prazo

Após um desempenho fraco nos últimos dois meses e meio, as ações brasileiras voltam a ser negociadas em níveis que consideramos atrativos. Excluindo Petrobras e Vale, o Ibovespa está sendo negociado a 9,7x P/L 12 meses projetado, um desvio padrão abaixo do seu nível histórico, e a 8,0x quando incluímos Petrobras e Vale.

**Gráfico 2: P/L do Bovespa 12 meses projetado (ex-Petro e Vale)**



Fonte: Estimativas do BTG Pactual

**Gráfico 3: P/L do Bovespa 12 meses projetado**



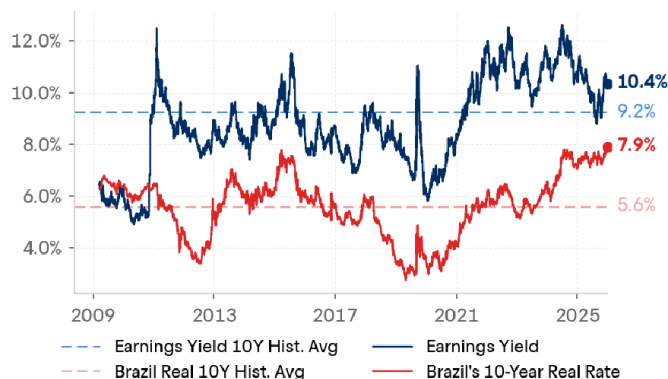
Fonte: Estimativas do BTG Pactual

Contudo, quando comparamos com as taxas reais de longo prazo do Brasil, que subiram 36 bps apenas em junho (+56 bps no ano) e agora estão em 7,9%, a oportunidade de investimento parece menos evidente. O prêmio para investir em ações encerrou junho em 2,4%, abaixo de sua média histórica de 3,2%.

Alguns podem argumentar que oferecer um prêmio sobre taxas reais de longo prazo extremamente elevadas (e possivelmente insustentáveis) já é algo notável.

**Gráfico 4: Prêmio de risco das ações (L/P menos juros reais de 10 anos)**

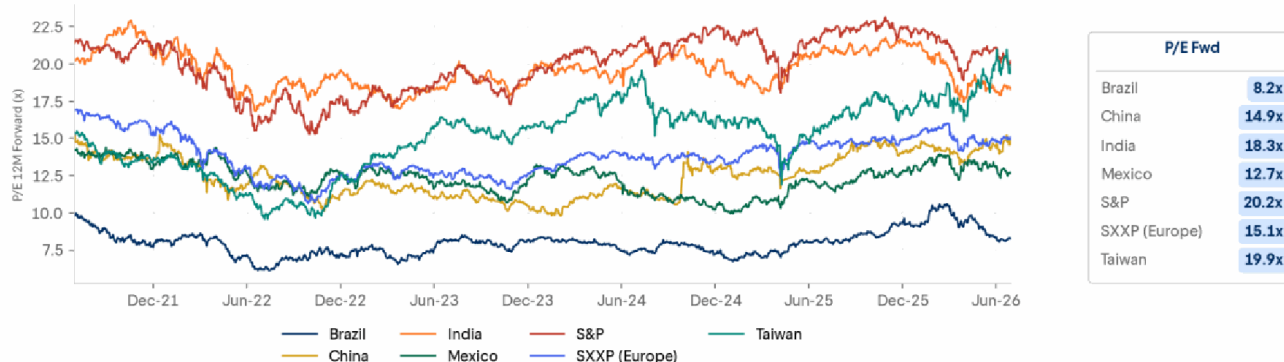

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

**Gráfico 5: Títulos do governo brasileiro de longo prazo (10 anos)**


Fonte: Bloomberg, Banco Central do Brasil e BTG Pactual

### A diferença de valuation está maior em relação aos pares de mercados emergentes

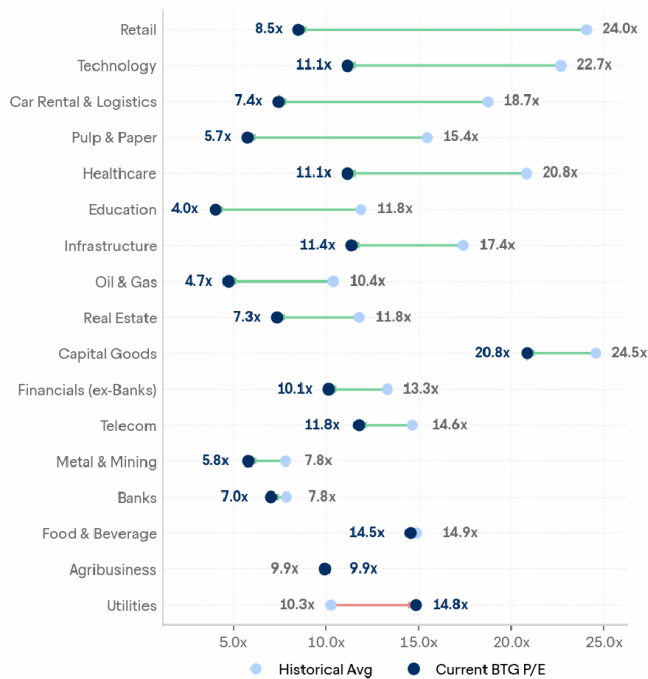
A diferença de valuation entre o Brasil e alguns de seus pares de mercados emergentes globais vem aumentando consistentemente nos últimos meses. Embora o Brasil pareça barato e possa parecer mais atraente para investidores estrangeiros neste momento, a ausência de quaisquer catalisadores potenciais de curto prazo pode ter reduzido o apetite dos investidores por ações locais.

**Gráfico 6: P/L 12 meses projetado - Mercados emergentes e desenvolvidos**


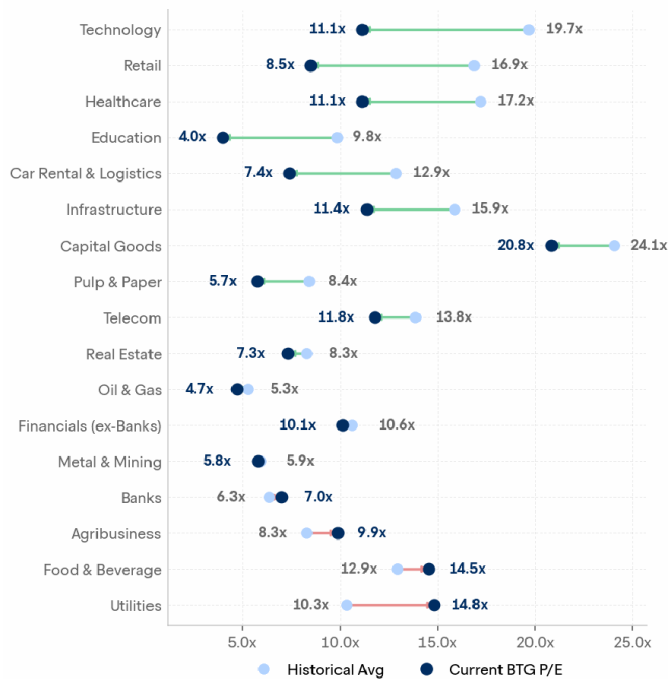
Fonte: Estimativas Bloomberg e BTG Pactual

### A maioria dos setores está sendo negociada com desconto em relação às suas médias históricas

Para avaliar melhor o quanto as ações brasileiras estão baratas, comparamos os valuations dos diferentes setores com suas médias históricas. É interessante notar que, em um período de 10 anos, exceto para o setor de serviços básicos, todos os setores estão sendo negociados com desconto em relação às suas médias. Quando reduzimos o período de análise para 5 anos, Alimentos e Bebidas e Agronegócio, além de serviços básicos, estão sendo negociados com prêmio em relação à média. Todos os outros setores estão com desconto.

**Gráfico 7: P/L 12M projetado - Atual vs. média histórica de 10 anos**


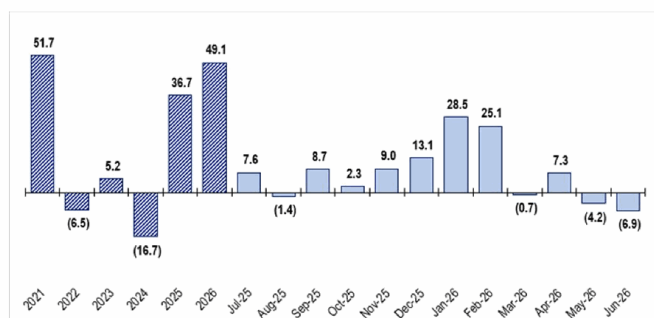
Fonte: Estimativas do BTG Pactual

**Gráfico 8: P/L 12M projetado - Atual vs. média histórica de 5 anos**


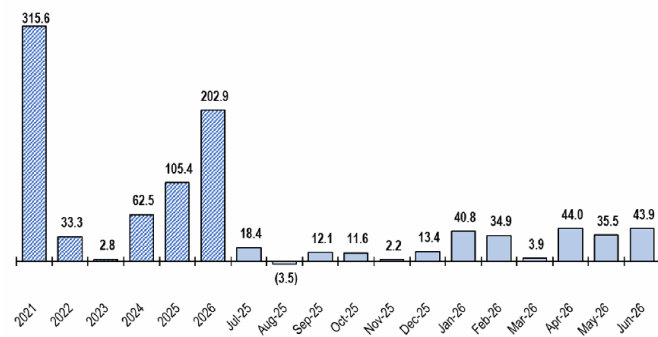
Fonte: Estimativas do BTG Pactual

## Desde meados de abril, os estrangeiros têm vendido ações brasileiras

Enquanto os fundos globais conseguiram sustentar o momentum de captação, encerrando junho com US\$ 44 bilhões de entrada de recursos, os fundos de mercados emergentes foram na direção oposta, com resgates de US\$ 7 bilhões.

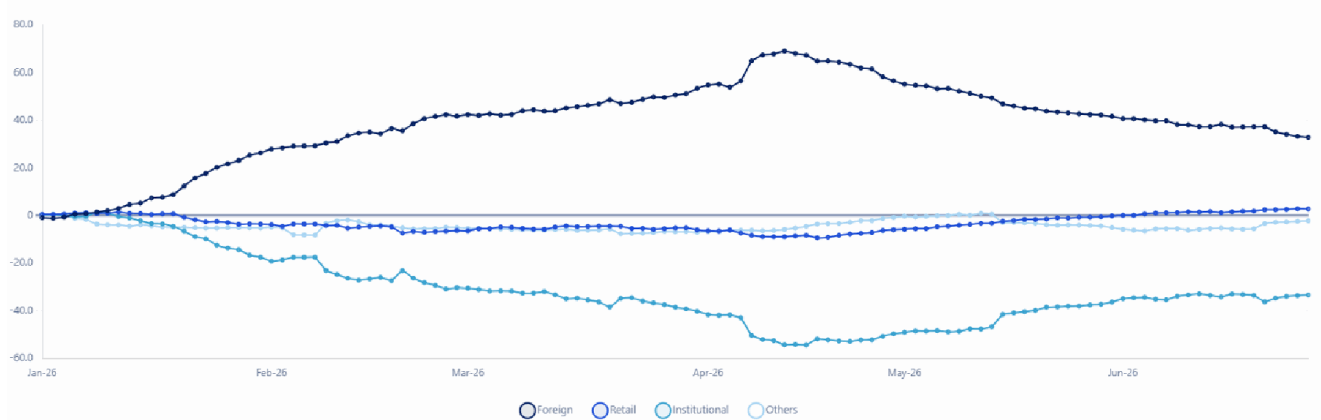
**Gráfico 9: Fluxo de fundos de mercados emergentes (US\$ bilhões)**


Fonte: EPFR e BTG Pactual

**Gráfico 10: Fluxo de fundos globais de ações (US\$ bilhões)**


Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Desde a máxima histórica do Ibovespa em meados de abril, os estrangeiros foram vendedores líquidos de ações brasileiras, com R\$ 36 bilhões em resgates, à medida que o cenário mudou após as entradas de recursos consistentes no início do ano. Em maio, foram R\$ 15 bilhões em resgates, que desaceleraram para R\$ 9 bilhões em junho, trazendo o total de investimentos estrangeiros no ano para R\$ 33 bilhões, ante R\$ 69 bilhões no final de abril.

**Gráfico 11: Fluxo líquido acumulado por tipo de investidor (R\$ bilhões)**


Fonte: B3, Bloomberg e BTG Pactual

Além disso, até o final de maio, todas as categorias de fundos haviam reduzido sua exposição ao Brasil, com os fundos de mercados emergentes registrando queda expressiva (120 bps, para 5,76%), pois elevados resgates registrados em maio pesaram no desempenho do Ibovespa no mês. Os fundos da América Latina também apresentaram queda de alocação de 207 bps. Os fundos globais reduziram sua exposição de forma mais modesta, em 9 bps.

**Tabela 2: Alocação dos fundos ao 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%
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%
May-26	5.76%	0.66%	1.22%	57.79%

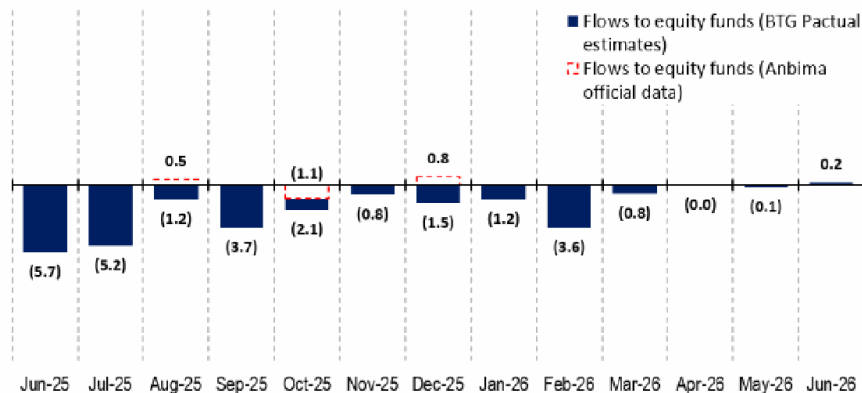
Fonte: EPFR e BTG Pactual

Os fundos de ações locais continuam a enfrentar um ambiente de captação desafiador, pois as condições macroeconômicas ainda não favorecem entradas significativas de recursos. Mesmo assim, o quadro é consideravelmente melhor do que em 2025. Após um período prolongado de saídas, junho registrou uma modesta captação de R\$ 0,2 bilhão. Até o

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

final de junho, os fluxos acumulados totalizavam R\$ 6 bilhões em resgate, em comparação com R\$ 47 bilhões em resgates no mesmo período de 2025.

**Gráfico 12: Fluxo de fundos de ações (R\$ bilhões)**



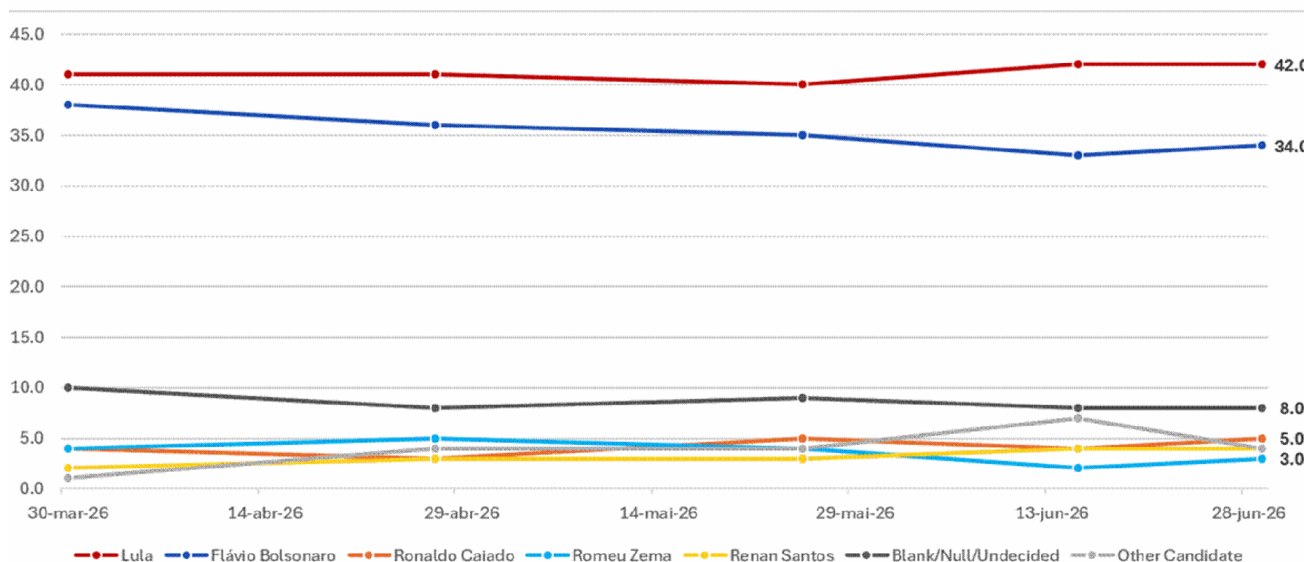
Fonte: Anbima e BTG Pactual

### **Eleições no Brasil: Senador Bolsonaro mantém a posição enquanto Presidente Lula segue na liderança**

A nova pesquisa BTG/Nexus divulgada recentemente mostra as intenções de voto do Senador Flávio Bolsonaro se estabilizando após algumas semanas de leituras mais fracas, enquanto o Presidente Lula continua sendo o favorito tanto nas simulações de primeiro quanto de segundo turno.

No primeiro turno, o Presidente Lula aparece com 42% das intenções de voto, inalterado em relação à pesquisa anterior do BTG/Nexus em 15 de junho, enquanto o Senador Flávio Bolsonaro registra 34%, subindo 1 p.p. em relação aos 33% naquela leitura. A diferença entre eles é de 8 p.p. Na pesquisa BTG/Nexus anterior, de 25 de maio, o Senador Bolsonaro havia aparecido com 35%, sugerindo alguma deterioração nas semanas seguintes antes da estabilização de hoje. Entre os outros possíveis candidatos, o Governador Ronaldo Caiado aparece com 5%, Renan Santos com 4% e o Governador Romeu Zema com 3%. Votos em branco, nulos e indecisos respondem por 8%.

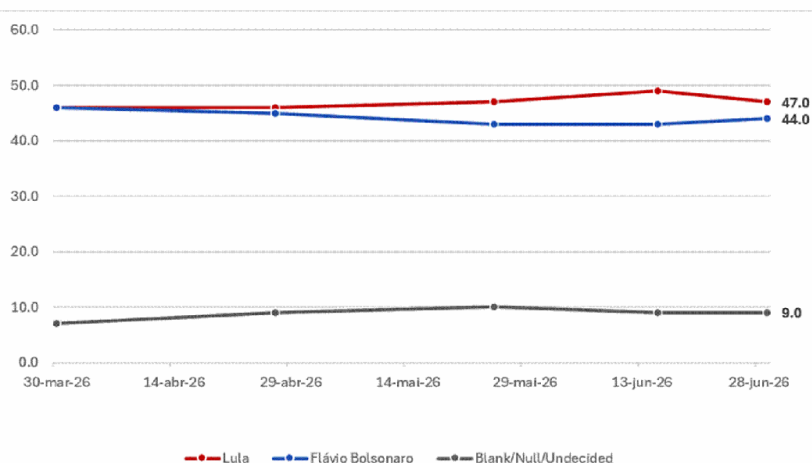
**Gráfico 13: Pesquisa BTG/Nexus - Intenções de voto no primeiro turno**



Fonte: BTG/Nexus

Em um segundo turno contra o Senador Flávio Bolsonaro, o Presidente Lula alcança 47%, contra 44% do Senador Bolsonaro, uma diferença de 3 p.p. e empate técnico dentro da margem de erro. Na leitura do BTG/Nexus de 15 de junho, o Presidente Lula tinha 49% e o Senador Bolsonaro 43%, uma diferença de 6 p.p.

**Gráfico 14: Pesquisa BTG/Nexus - Segundo turno: Lula x Flávio Bolsonaro**



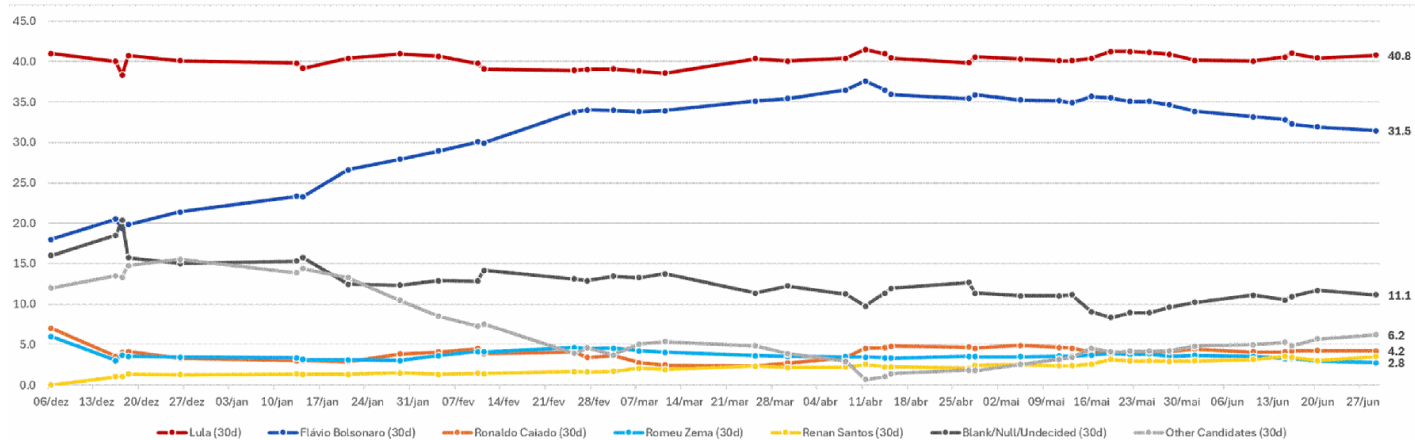
Fonte: BTG/Nexus

A pesquisa Datafolha divulgada em 20 de junho (trabalho de campo de 17 a 18 de junho) aponta na mesma direção. No primeiro turno, o Presidente Lula aparece com 41%, contra 31% do Senador Flávio Bolsonaro, uma vantagem de 10 p.p. Na pesquisa anterior do Datafolha, de 22 de maio, o Presidente Lula tinha 40% e Bolsonaro 31%. O Governador Ronaldo Caiado, o Governador Romeu Zema e Renan Santos aparecem com 3%, 2% e 3%, respectivamente. No segundo turno, o Presidente Lula alcança 47%, contra 43% do Senador Bolsonaro, a mesma leitura de 47% x 43% de maio.

Em conjunto, as últimas pesquisas BTG/Nexus e Datafolha reforçam que o Presidente Lula segue à frente na corrida, enquanto a base eleitoral do Senador Bolsonaro no primeiro turno se estabilizou após a performance mais fraca recente, sem reduzir a distância em relação ao presidente.

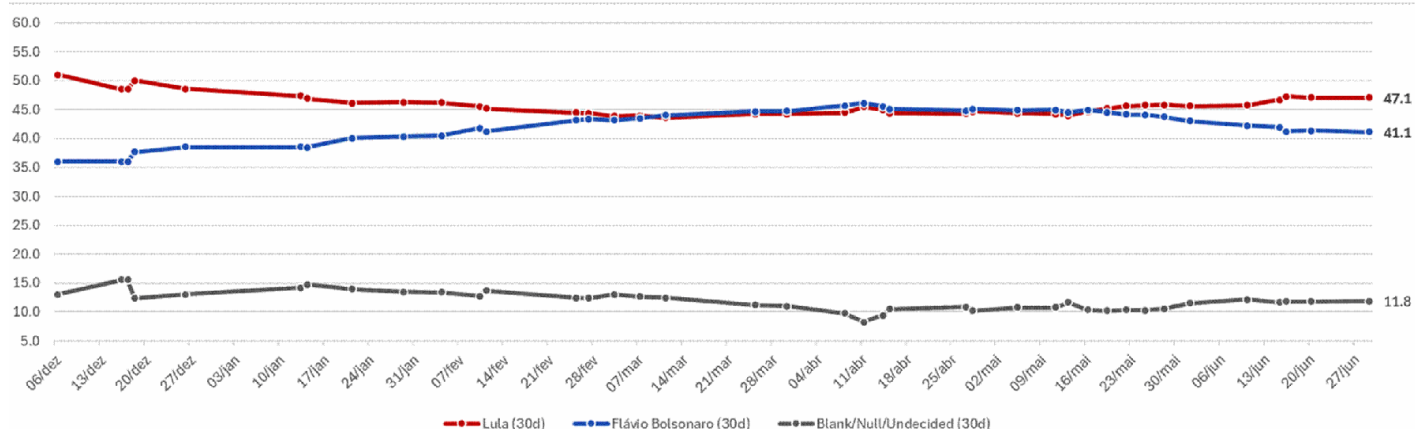
Em nossa média móvel de 30 dias para o primeiro turno, o Presidente Lula aparece com 40,8%, contra 31,5% do Senador Flávio Bolsonaro, uma vantagem de 9,3 p.p. Em comparação com 30 dias antes, o Presidente Lula está praticamente estável (-0,1 p.p.), enquanto o Senador Bolsonaro perdeu 3,2 p.p. Os outros nomes permanecem em níveis baixos: o Governador Ronaldo Caiado aparece com 4,2%, Renan Santos com 3,5% e o Governador Romeu Zema com 2,8%. Votos em branco, nulos e indecisos respondem por 11,1%. A média móvel do segundo turno: o Presidente Lula está em 47,1%, contra 41,1% do Senador Flávio Bolsonaro, uma diferença de 6,0 p.p. Em comparação com 30 dias antes, o Presidente Lula subiu 1,3 p.p., enquanto o Senador Bolsonaro perdeu 2,6 p.p.; votos em branco, nulos e indecisos estão em 11,8%.

**Gráfico 15: Média agregada das pesquisas de primeiro turno - média móvel de 30 dias**



Fonte: AtlasIntel/Bloomberg, Genial/Quaest, Datafolha, Paraná Pesquisas, CNT/MDA, Futura/Apex, Real Time Big Data, Meio/IDEIA, BTG/Nexus, BTGPElection Tracker

**Gráfico 16: Média agregada do segundo turno: Lula x Flávio Bolsonaro - média móvel de 30 dias**



Fonte: AtlasIntel/Bloomberg, Genial/Quaest, Datafolha, Paraná Pesquisas, CNT/MDA, Futura/Apex, Real Time Big Data, Meio/IDEIA, BTG/Nexus, BTGPElection Tracker

### 10SIM: Reduzindo um pouco mais o risco

As ações brasileiras estão menos atraentes para os investidores estrangeiros. Desde meados de abril, eles venderam o equivalente a R\$ 36 bilhões em ações brasileiras. Em termos de inflação, as projeções para 2026 (5,33%) e 2027 (4,15%) permanecem acima da meta, deixando pouco espaço para o banco central cortar os juros de forma mais significativa (os juros provavelmente encerrarão o ano entre 14% e 14,25%). Além disso, o fato de os juros de curto prazo também poderem subir nos EUA limita ainda mais a capacidade do Banco Central brasileiro

de reduzir as taxas. Ao mesmo tempo, a expansão dos gastos do governo às vésperas das eleições presidenciais de outubro (entre medidas fiscais e parafiscais, o governo está injetando mais de R\$ 200 bilhões na economia em 2026) está pressionando as taxas reais de longo prazo, que encerraram junho em 7,9%, +36 bps no mês, +56 bps no ano, deixando as ações brasileiras menos atraentes, especialmente para investidores locais.

Com um cenário mais incerto pela frente e sem catalisadores claros de curto prazo, decidimos tornar a Carteira 10SIM um pouco mais defensiva.

Estamos reduzindo nossa exposição a ações de fluxo de caixa de long duration, tirando a empresa de locação de veículos Localiza e a distribuidora de energia Equatorial da carteira, mantendo 20% da Carteira 10SIM em serviços básicos (geradoras de energia Eneva e Axia) e outros 10% em Motiva (negociada a uma TIR real de 13%).

Estamos adicionando à Carteira 10SIM a fabricante de bebidas Ambev, após um longo período. A Ambev adiciona uma defensividade à nossa carteira com uma combinação de: (i) balanço patrimonial sólido com posição de caixa líquido próxima a 0,5x EBITDA; (ii) alta liquidez das ações com ADTV superior a US\$ 80 milhões; (iii) negócio historicamente resiliente e comprovado; e (iv) fluxo de caixa positivo com retornos elevados.

Também decidimos trazer de volta a operadora de shoppings Allos para a Carteira 10SIM, com 5%. Allos tem um modelo de negócios previsível, oferece proteção contra a inflação, está sendo negociada a um dividend yield de 13% e uma TIR real de 13%. Ainda no setor imobiliário, estamos aumentando nossa exposição a construtoras de baixa renda, elevando o peso da Cury para 10%, ante 5%.

Mesmo com a guerra no Oriente Médio aparentemente encerrada, optamos por manter a Petrobras na Carteira 10SIM por mais um mês, como hedge caso a situação na região fique novamente instável. Além disso, mesmo com o petróleo a US\$70, esperamos um dividend yield de 2026 de cerca de 11% e resultados trimestrais fortes. A fabricante de aeronaves Embraer também permanece na carteira por mais um mês, oferecendo alguma exposição cambial.

O Itaú e a desenvolvedora de software Totvs completam a Carteira 10SIM.

**Tabela 3: Mudanças na Carteira 10SIM (Junho vs. Julho)**

Junho				Julho			
Empresa	Setor	Código	Peso (%)	Empresa	Setor	Código	Peso (%)
Transportes	Localiza	RENT3	10%	Imobiliário	Allos	ALOS3	5%
Imobiliário	Cury	CURY3	5%	Imobiliário	Cury	CURY3	10%
Bancos	Itaú Unibanco	ITUB4	15%	Bancos	Itaú Unibanco	ITUB4	15%
Bens de Capital	Embraer	EMBJ3	10%	Bens de Capital	Embraer	EMBJ3	10%
Serviços Básicos	Axia	AXIA3	10%	Serviços Básicos	Axia	AXIA3	10%
Petróleo e Gás	Petrobras	PETR4	10%	Petróleo e Gás	Petrobras	PETR4	10%
Transportes	Motiva	MOTV3	10%	Transportes	Motiva	MOTV3	10%
Serviços Básicos	Equatorial	EQTL3	10%	Alimentos & Bebidas	Ambev	ABEV3	10%
TMT	Totvs	TOTS3	10%	TMT	Totvs	TOTS3	10%
Serviços Básicos	Eneva	ENEV3	10%	Serviços Básicos	Eneva	ENEV3	10%

Fonte: BTG Pactual

## Resumo das nossas escolhas de julho

### Ambev

Recentemente, alteramos a recomendação da Ambev para Compra e agora adicionamos a ação à nossa Carteira 10SIM. Do ponto de vista macro, acreditamos que a ação adiciona defensividade à nossa carteira, com uma combinação de: (i) balanço patrimonial sólido com posição de caixa líquido próxima a 0,5x EBITDA; (ii) alta liquidez das ações com ADTV superior a US\$ 80 milhões; (iii) negócio historicamente resiliente e comprovado; e (iv) fluxo de caixa positivo com retornos elevados. E agora, pela primeira vez em mais de uma década, os fatores micro da empresa estão favoráveis. A Ambev parece estar recuperando sua capacidade de repassar preços, baseada em um portfólio que a concorrência não consegue igualar. Com o portfólio reconstruído e a Heineken aparentemente se aproximando dos limites de sua estratégia premium de marca única, a Ambev retomou a capacidade de precificação em 2025 e no início de 2026, e agora acreditamos que ela poderá continuar a capturar participação de mercado no segmento de cerveja no Brasil nos próximos anos. Isso deve impulsionar uma expansão significativa do ROIC a partir de agora, o que historicamente impulsionou performance positiva das ações e múltiplos premium. No curto prazo, vemos catalisadores favoráveis provenientes do aumento de preços do primeiro trimestre, maior demanda sazonal da Copa do Mundo e do cenário de inflação de custos, que deve ser uma vantagem competitiva para a Ambev dada sua política de hedge. Do ponto de vista de valuation, a empresa está sendo negociada abaixo de ~16x P/L 2026E, com desconto de ~12-13% em relação à ABI e amplamente em linha com a média das cervejeiras globais, apesar de entregar um ROIC estruturalmente mais elevado do que o grupo. Por fim, a empresa oferece um dividend yield de 7,5%, que pode aumentar à medida que a Ambev continua adicionando recompras de ações sobre um índice de payout de 100%.

### Axia

A Axia se destaca como a principal beneficiária do cenário atual de preços de energia mais elevados, maior volatilidade (e, portanto, maior necessidade de energia firme) e nossa visão mais otimista sobre os preços de energia. A empresa ainda está nos estágios iniciais do que deve se tornar uma geradora de caixa e pagadora de dividendos. Ela sinalizou pela primeira vez essa mudança em março de 2025, quando anunciou um pagamento adicional de R\$ 4 bilhões (relativo a 2024), e no terceiro trimestre outros R\$ 4,3 bilhões foram anunciados. Isso, combinado com preços de energia potencialmente mais fortes, poderia transformar a Axia em uma pagadora de dividendos relevante nos próximos 5,5 anos. Estimamos uma TIR real da Axia em 11,2%.

### Eneva

O sucesso da empresa no Leilão de Capacidade realizado em março superou as expectativas e após esse fato, aumentamos o 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 uma tese para obter exposição a períodos de altos preços spot. Com os contratos de longo prazo agora garantidos, acreditamos que a narrativa de investimento da Eneva deva evoluir para um perfil de fluxo de caixa mais estável, com um trade-off entre crescimento e dividendos emergindo a partir de 2029. Estimamos a TIR real da Eneva em 10,1%, incluindo os resultados do leilão, e a empresa ainda tem várias opções pela frente.

### **Itaú Unibanco**

As ações do Itaú apresentaram desempenho superior em junho (alta de 6% vs. queda de 1% do Ibovespa), sustentadas pelo perfil mais defensivo do banco em meio à pressão contínua sobre as ações brasileiras. O ambiente macroeconômico permanece desafiador, com juros elevados por mais tempo, pressões inflacionárias persistentes e uma postura fiscal mais expansionista às vésperas das eleições. Nesse contexto, continuamos a ver o Itaú como uma tese de qualidade do setor e nossa preferência entre os grandes bancos. A qualidade dos ativos permanece muito sólida, enquanto o banco vem reduzindo sua exposição ao risco, resultando em crescimento de receita um pouco mais fraco no curto prazo. Vemos isso como um posicionamento prudente, e não como uma preocupação estrutural, pois o Itaú tem se preparado para um ambiente operacional mais desafiador há algum tempo. Com um balanço patrimonial sólido, o banco está bem-posicionado para proteger a rentabilidade em um ambiente mais volátil, continuando a entregar retornos elevados. O valuation permanece atrativo a 9,0x P/L 2026E.

### **Allos**

Estamos adicionando Allos à nossa Carteira 10SIM este mês. De modo geral, acreditamos que Allos traz defensividade à carteira, dada a natureza previsível de suas receitas e geração de fluxo de caixa livre, bem como o fato de que as operadoras de shoppings listadas consistentemente superaram o setor de shoppings em geral no Brasil (com crescimento real positivo do parâmetro “aluguel mesmas lojas”-SSR, baixa vacância e inadimplência, etc.). Além disso, a empresa anunciou recentemente uma guidance de distribuição de dividendos para 2026, implicando um yield de 12%, o que tornou o caso de investimento mais atrativo ao mudar sua estratégia de crescimento para valor. Acreditamos que o mercado ainda não precificou completamente a nova política de payout da Allos, caso ela se prove sustentável nos próximos anos (o que acreditamos que ocorrerá, especialmente após o recente acordo com a Kinea para criar um FII), e, portanto, permanecemos construtivos com a ação, que está sendo negociada a 8x P/FFO 2026E.

### **Motiva**

Acreditamos que 2025 marcou um ano de racionalização de portfólio para a Motiva, não apenas por meio da saída de ativos com desempenho abaixo do esperado (como Barcas e Aeroportos), mas também por melhorias em suas concessões remanescentes (notadamente MSV ia e a execução de diversos aditivos contratuais). Isso foi sustentado pela forte execução de sua estratégia de eficiência, especialmente nas margens, que avançou mais rapidamente do que o esperado e deve continuar a impulsionar a rentabilidade nos próximos anos. Adicionalmente, vemos catalisadores potenciais à frente, incluindo um robusto pipeline de licitações e a execução da estratégia de restauração do portfólio de ativos empresa, provavelmente focada na venda de participações minoritárias em ativos de mobilidade urbana. No geral, sendo negociada a uma TIR real de 13% e oferecendo uma duration de ~15 anos, a Motiva permanece nosso nome preferido no setor de rodovias pedagiadas.

### **Embraer**

As ações da Embraer apresentaram desempenho fraco no acumulado do ano, impulsionado por (i) preocupações com uma desaceleração nas captações de pedidos no contexto do atual conflito no Oriente Médio e (ii) resultados do primeiro trimestre abaixo das expectativas, embora acreditemos que o mercado tenha construído expectativas elevadas para o desempenho das margens. Em relação ao primeiro ponto, continuamos

a observar um ambiente de demanda resiliente, sustentado pelo pedido da Finnair por até 46 aeronaves E2 e pelo pedido dos Emirados Árabes Unidos por até 20 KCs, particularmente considerando que ambos foram anunciados após o início do conflito. Do ponto de vista de resultados, com a empresa atualmente apresenta um backlog de US\$ 32 bilhões, esperamos que o momentum de resultados permaneça resiliente à medida que avançamos para o segundo semestre de 2026, que é tipicamente o período sazonalmente mais forte. No curto prazo, ainda vemos potencial de valorização proveniente de possíveis anúncios de pedidos antes do Farnborough Airshow, previsto para julho. No geral, acreditamos que a Embraer sofreu uma redução injustificada de múltiplos, pois os fundamentos que sustentam a tese de investimento de longo prazo permanecem intactos, enquanto o momentum de resultados também deve permanecer resiliente. Portanto, continuamos a gostar de Embraer, que atualmente está sendo negociada a um valuation descontado de 11x EV/EBITDA26.

### **Cury**

Estamos mantendo Cury em nossa Carteira 10SIM este mês. Nossa visão positiva sobre a ação é sustentada pelo forte momentum no programa MCMV, impulsionado por mudanças recentes nas condições do programa (preços de imóveis, critérios de elegibilidade de renda entre as faixas e taxas de juros), que permitiram (i) ganhos de acessibilidade em todas as faixas e (ii) um maior mercado endereçável para habitação popular. Além disso, a Cury apresentou uma capacidade de execução impecável no segmento nos últimos anos (velocidade de vendas robusta, margens elevadas e retornos altos), o que deve resultar em crescimento sólido de resultados em 2026 (projetamos crescimento de ~35% no lucro por ação neste ano), junto com forte geração de fluxo de caixa livre (e um dividend yield estimado de 8%). Apesar de alguma inflação nos custos de construção no curto prazo, acreditamos que a empresa ainda oferece um carregamento de alta qualidade (forte crescimento de resultados mais dividendos atrativos), sendo negociada a 8x P/L 2026E (e 6x P/L 2027).

### **Totvs**

As ações caíram cerca de 39% desde o pico de janeiro, pois os temores de disrupção por IA desencadearam o que foi denominado 'SaaSocalypse', impulsionando uma queda generalizada no setor de software. A Totvs está agora sendo negociada a aproximadamente 15x P/L 2027E, um valuation que historicamente marcou os níveis de piso durante períodos de estresse extremo, apesar da capacidade operacional sólida da empresa. Gostamos do que vimos nos resultados do primeiro trimestre, especialmente os ~R\$ 250 milhões em adições líquidas orgânicas de ARR e a expansão contínua da margem EBITDA orgânica, ambos reforçando nossa confiança na capacidade de execução da empresa.

### **Petrobras**

Estamos mantendo a Petrobras em nossa carteira com um peso de 10%, apesar da forte correção nos preços do petróleo. Embora a menor visibilidade sobre o cenário eleitoral brasileiro tenha reduzido nossa convicção em uma expansão de múltiplos impulsionada pelo custo de capital no curto prazo, ainda vemos espaço para manter exposição à ação. Estimamos que a Petrobras está sendo negociada a um dividend yield de ~11% para 2026E e 2027E, assumindo um cenário mais conservador de US\$70/barril de Brent. Além disso, esperamos resultados fortes no segundo e terceiro trimestres de 2026, também sustentados por margens de refino elevadas. Também acreditamos que a Petrobras

oferece uma exposição cambial atrativa e bom retorno ao acionista, enquanto há uma opcionalidade potencial caso a volatilidade no conflito EUA-Irã seja retomada. Por fim, após a pressão significativa das vendas de ações PN pelo BNDES em maio e junho, que estimamos em ~R\$ 6,5 bilhões em seis semanas, acreditamos que esse momento técnico desfavorável pode ter acabado. A combinação de alto dividend yield, momentum de resultados, exposição cambial e menor pressão técnica sustenta a Petrobras na carteira

**Tabela 4: Carteira 10SIM para Julho de 2026**

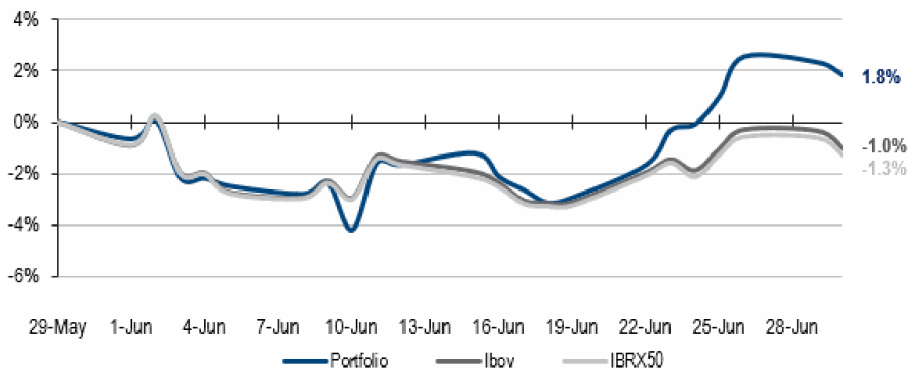
Empresa	Código	Peso	Recomendação	Valor de Mercado (R\$ mi)	ADTV (R\$ mi)	EV/EBITDA 2026E	EV/EBITDA 2027E	P/L 2026E	P/L 2027E	P/VP 2026E	P/VP 2027E
Petrobras	PETR4	10%	Compra	516.814	1.817,6	2,2x	2,3x	4,3x	4,8x	1,2x	1,1x
Itaú Unibanco	ITUB4	15%	Compra	476.622	1.211,6	n.a	n.a	9,0x	8,1x	2,2x	2,0x
Ambev	ABEV3	10%	Compra	254.070	430,1	7,7x	7,5x	16,0x	15,0x	3,0x	3,1x
Axia	AXIA3	10%	Compra	155.551	530,6	7,5x	5,8x	16,2x	10,2x	1,4x	1,4x
Embraer	EMBJ3	10%	Compra	58.264	389,2	11,0x	10,0x	23,9x	17,4x	2,9x	2,6x
Eneva	ENEV3	10%	Compra	51.190	236,3	13,8x	11,2x	n.a	97,7x	2,6x	2,6x
Motiva	MOTV3	10%	Compra	29.400	135,9	5,7x	6,0x	11,4x	10,6x	1,3x	1,2x
Totvs	TOTS3	10%	Compra	16.642	299,7	8,2x	6,7x	14,7x	15,0x	2,7x	2,3x
Allos	ALOS3	5%	Compra	14.007	161,7	8,2x	7,9x	17,5x	15,4x	1,1x	1,2x
Cury	CURY3	10%	Compra	10.800	125,5	6,5x	5,6x	8,0x	6,0x	4,8x	3,9x

Fonte: Economatica e BTG Pactual

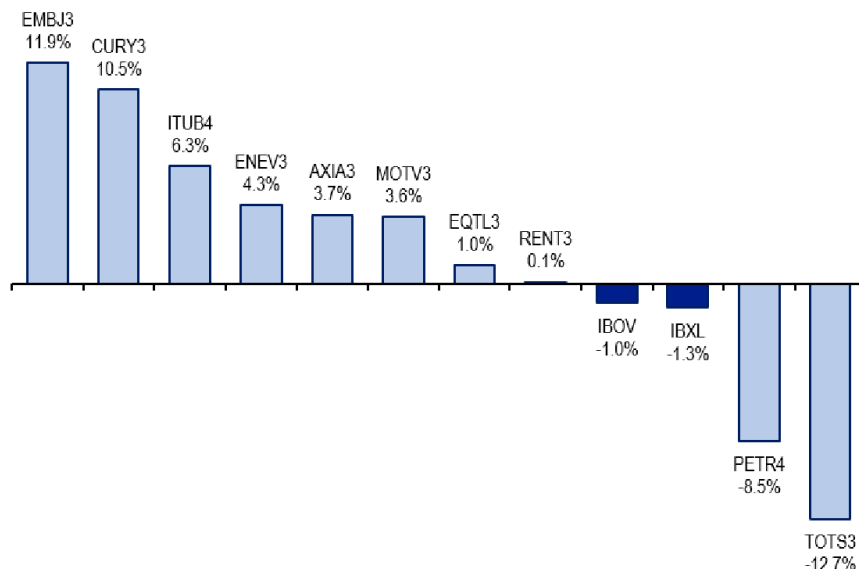
## Desempenho da Carteira 10SIM™ em Junho

### Desempenho mensal

Em junho, o desempenho da nossa Carteira 10SIM™ foi de +1,8%, superando o Ibovespa (-1,0%) e o IBrX-50 (-1,3%), conforme mostrado no gráfico abaixo.

**Gráfico 17: Desempenho relativo de Junho de 2026**


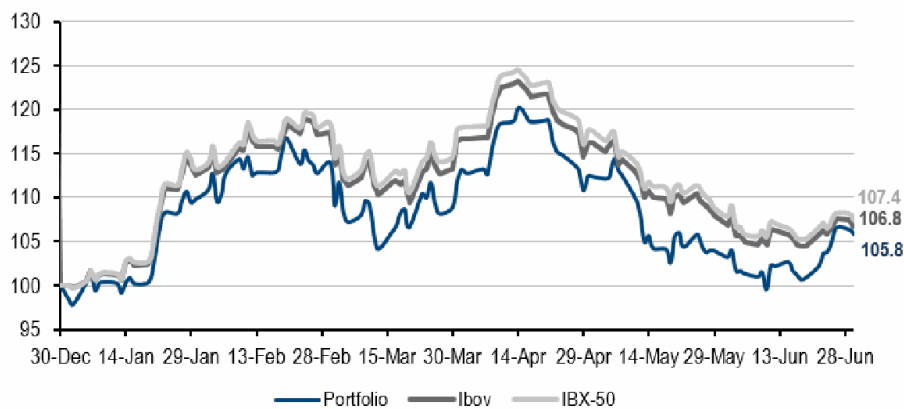
Fonte: BTG Pactual e Economatica

**Gráfico 18: Desempenho das ações em Junho de 2026**


Fonte: BTG Pactual e Economatica

### Desempenho no ano

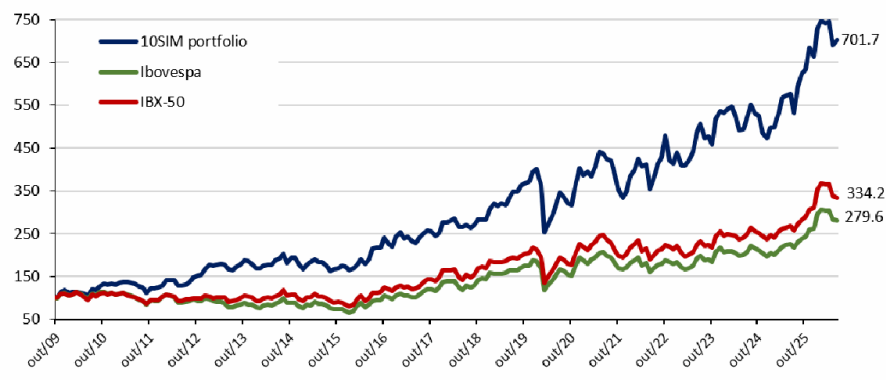
Desde 31 de dezembro de 2025, nossa Carteira 10SIM está acumulando alta de 5,8%, versus 6,8% do Ibovespa e 7,4% do IBX-50. A taxa do CDI subiu +6,8% no período.

**Gráfico 19: Desempenho no ano**


Fonte: BTG Pactual e Economatica

### Desempenho histórico

Desde outubro de 2009, quando Carlos E. Sequeira assumiu a Carteira 10SIM, a Carteira 10SIM acumula alta de 601,7%, versus 179,6% do Ibovespa e 234,2% do IBX-50.

**Gráfico 20: Desempenho desde Out/2009**


Fonte: BTG Pactual e Economatica

**Tabela 5: Desempenho histórico mensal**

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	No ano	IBOV	Carteira Acumulado	IBOV Acumulado
<b>2009</b>										0,2%	13,3%	4,8%	19,1%	11,5%	19,1%	11,5%
<b>2010</b>	-5,5%	0,3%	0,1%	-1,1%	-2,8%	-2,4%	12,3%	-1,4%	8,6%	4,8%	-2,4%	2,3%	12,0%	1,0%	33,4%	12,7%
<b>2011</b>	-2,2%	2,7%	1,6%	0,6%	-1,4%	-2,2%	-4,6%	-1,0%	-10,8%	9,5%	0,2%	2,1%	-6,5%	-18,1%	24,7%	-7,7%
<b>2012</b>	3,2%	10,3%	-0,2%	-0,8%	-8,7%	-0,1%	2,3%	5,1%	6,9%	3,0%	2,1%	8,1%	34,4%	7,4%	67,6%	-0,9%
<b>2013</b>	6,1%	-1,9%	1,4%	1,9%	-2,1%	-6,1%	-0,5%	5,1%	2,8%	5,3%	-0,6%	-3,5%	7,3%	-15,5%	79,9%	-16,3%
<b>2014</b>	-6,1%	-0,7%	4,0%	1,5%	0,2%	5,6%	1,9%	6,4%	-10,8%	6,8%	0,8%	-8,6%	-0,9%	-2,9%	78,3%	-18,7%
<b>2015</b>	-6,3%	6,2%	3,6%	3,5%	-3,1%	-0,1%	-5,5%	-6,8%	2,4%	1,5%	3,6%	-0,4%	-2,4%	-13,3%	73,9%	-29,5%
<b>2016</b>	-5,5%	3,2%	4,4%	7,2%	-6,0%	6,8%	12,9%	0,9%	-0,2%	10,9%	-6,5%	-2,5%	26,0%	38,9%	119,1%	-2,1%
<b>2017</b>	11,2%	3,9%	-5,6%	1,7%	-4,2%	-2,1%	5,7%	4,3%	2,9%	-0,9%	-4,6%	2,9%	14,7%	26,9%	151,4%	24,2%
<b>2018</b>	10,2%	-0,4%	1,6%	1,5%	-6,7%	0,1%	1,9%	-2,7%	2,5%	5,0%	-0,7%	0,2%	12,3%	15,0%	182,3%	42,9%
<b>2019</b>	8,3%	2,1%	-2,1%	2,3%	-1,6%	5,2%	4,8%	-0,1%	4,3%	1,2%	0,8%	6,7%	39,9%	31,6%	294,9%	88,0%
<b>2020</b>	1,7%	-9,2%	-30,7%	8,0%	7,7%	8,3%	9,0%	-3,6%	-4,1%	-1,1%	16,2%	9,2%	1,8%	2,9%	302,0%	93,5%
<b>2021</b>	-3,9%	2,2%	-2,7%	5,6%	8,8%	-1,1%	-3,1%	-0,9%	-7,6%	-8,9%	-5,6%	4,6%	-13,3%	-11,9%	248,5%	70,4%
<b>2022</b>	10,5%	3,8%	6,1%	-3,9%	1,1%	-14,0%	6,4%	9,9%	3,2%	12,1%	-12,4%	-1,3%	18,9%	4,7%	314,4%	78,4%
<b>2023</b>	5,7%	-6,8%	0,0%	2,5%	5,1%	10,0%	4,5%	-6,6%	0,8%	-3,9%	13,1%	3,5%	29,4%	22,3%	436,1%	118,1%
<b>2024</b>	-0,9%	1,9%	1,1%	-4,2%	-6,2%	0,2%	5,6%	5,6%	-3,6%	-1,1%	-7,5%	-2,5%	-11,8%	-10,4%	372,9%	95,5%
<b>2025</b>	5,3%	0,3%	6,5%	6,9%	0,8%	0,7%	-7,9%	11,7%	5,2%	1,5%	8,0%	-3,0%	40,2%	34,0%	563,1%	161,9%
<b>2026</b>	9,7%	2,8%	-1,0%	0,7%	-7,5%	1,8%							5,8%	6,8%	601,7%	179,6%

Fonte: BTG Pactual e Economatica

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