Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Novembro de 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

Marcel Zambello
São Paulo – Banco BTG Pactual

Bruno Carrenho
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

Uma forte queda

O Ibovespa teve uma queda de 10% em reais e 14,3% em dólares em outubro, após a eleição presidencial no Brasil. Os juros de longo prazo do Brasil aumentaram para 15,3%, alta de 136bps no mês, enquanto os juros reais de longo prazo estão agora em 7,8%, alta de 32bps em outubro. Após a queda, o Ibovespa negocia agora a 7,3x P/L projetado (8,8x ex-Petro&Vale), mais de um desvio-padrão abaixo da média. É interessante notar que só em raros momentos o Ibovespa negociou abaixo de 7x.

Risco reduzido e foco em nomes de alta qualidade, baixa alavancagem e baratos

Diante das perspectivas incertas e enquanto aguardamos o novo ministério do presidente Lula e alguma direção sobre a política econômica dos próximos quatro anos, de forma mais ampla, e sobre a política fiscal, mais especificamente, decidimos reduzir o risco da nossa carteira. Mantemos nossa exposição a câmbio inalterada em 35% (Petro, Gerdau e Embraer), enquanto adicionamos pagadoras consistentes de dividendos e reduzimos a exposição a bancos e construtoras. Uma parcela relevante do 10SIM segue exposta a Serviços Básicos (Sabesp e Eneva), à concessionária Motiva e à Rede D'Or, ação de fluxo de caixa long duration.

Caixa Seguridade substitui Itaú; Ultrapar substitui Cury

Estamos substituindo o Itaú (deterioração das condições de crédito) pela seguradora Caixa Seguridade, com dividend yield de 7% e crescimento de lucro entre 8% e 12%. A Cury também deixa o 10SIM por preocupações com a inflação de custos, sendo substituída pela Ultrapar, que negocia a 8,8x P/L 2027E e tem potencial de dividendos extraordinários que poderiam dobrar o yield.

TIM entra no lugar da Axia

Também estamos substituindo a Axia pela TIM. Esperamos que a TIM retorne aos acionistas o equivalente a 9% do seu valor de mercado até abril de 2027, ou seja, em menos de 6 meses.

Tabela 1: Carteira 10SIM™ Brasil para Novembro

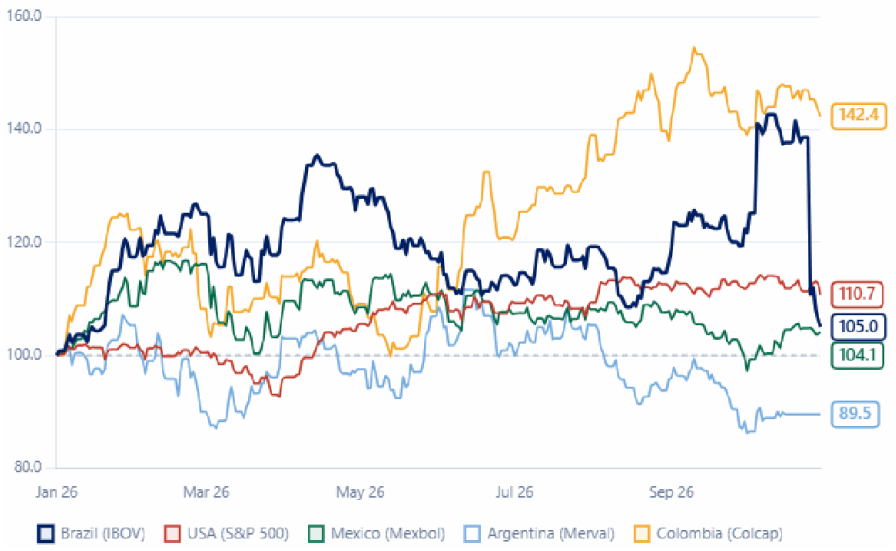
Empresa	Código	Peso (%)	ADTV (R$ milhões)	Valor de Mercado (R$ milhões)	Upside (%)	P/L 2027E
Petrobras	PETR4	15%	2.760,7	733.693	18%	5,5x
Sabesp	SBSP3	10%	838,0	87.056	42%	13,3x
Embraer	EMBJ3	10%	671,7	70.913	38%	19,3x
Rede D'Or	RDOR3	10%	416,9	69.069	83%	11,6x
Caixa Seguridade	CXSE3	10%	197,9	64.140	17%	12,6x
Eneva	ENEV3	10%	424,6	49.353	40%	n.a.
Gerdau	GGBR4	10%	301,4	46.682	11%	8,0x
TIM	TIMS3	5%	194,8	45.604	15%	9,2x
Ultrapar	UGPA3	10%	449,5	34.642	23%	8,8x
Motiva	MOTV3	10%	352,0	28.139	43%	10,1x

Fonte: Economatica e estimativas do BTG Pactual.

Uma forte queda dos ativos

O Ibovespa teve uma queda de10% em reais e 14,3% em dólares em outubro, após a eleição presidencial no Brasil. Os juros de longo prazo do Brasil aumentaram para 15,3%, alta de 136bps no mês, enquanto os juros reais de longo prazo estão agora em 7,8%, alta de 32bps em outubro.

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



Fonte: BTG Pactual, Bloomberg

Os valuations estão muito mais reduzidos agora

Após o movimento de correção recente, o Ibovespa negocia agora a 7,3x P/L 12M projetado (8,8x ex-Petro&Vale), mais de um desvio-padrão abaixo da média. É interessante notar que só em raros momentos o Ibovespa negociou abaixo de 7x.

É verdade que os lucros consolidados projetados para os próximos 12 meses provavelmente serão revisados para baixo, já que a atividade econômica pode desacelerar mais do que o esperado em 2027 (projetamos crescimento de 0,6%) e a Selic pode terminar 2027 em patamar não inferior ao atual (de 13,75%), ante um ciclo de afrouxamento esperado de 125bps anteriormente.

Gráfico 2: P/L Bovespa 12M projetado



Fonte: BTG Pactual, Bloomberg

Gráfico 3: P/L Bovespa 12M projetado (ex-Petro&Vale)



Fonte: BTG Pactual, Bloomberg

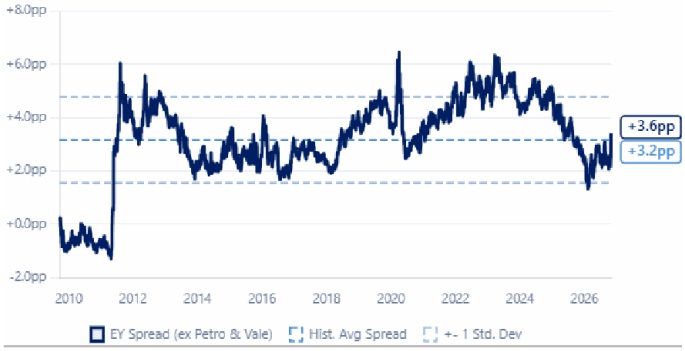
Mesmo com os juros reais de longo prazo novamente próximos de 8%, o prêmio para investir em ações voltou a ficar ligeiramente acima de sua média histórica (3,6% vs. 3,2%).

Gráfico 4: Juro real de 10 anos do Brasil



Fonte: BTG Pactual, Bloomberg

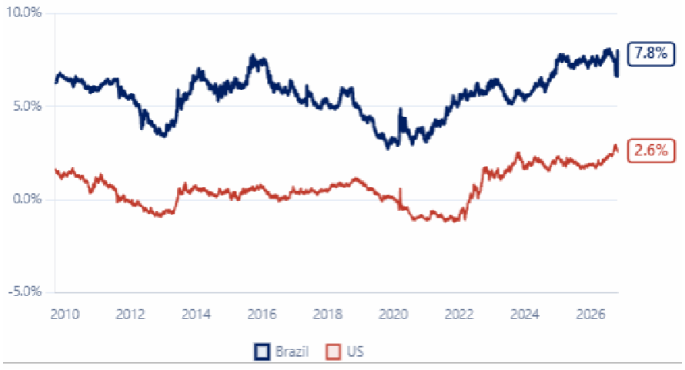
Gráfico 5: Prêmio de risco de investir em ações (ex-Petro&Vale)



Fonte: BTG Pactual, Bloomberg

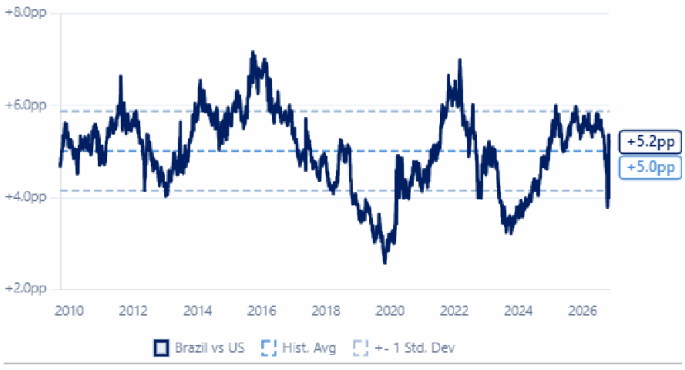
O prêmio sobre os juros reais de longo prazo dos EUA se ampliou de 458bps no fim de setembro para 520bps e está novamente acima da média histórica.

Gráfico 6: Juros reais de longo prazo do Brasil e dos EUA



Fonte: BTG Pactual, Bloomberg

Gráfico 7: Spread de juros reais de longo prazo Brasil - EUA

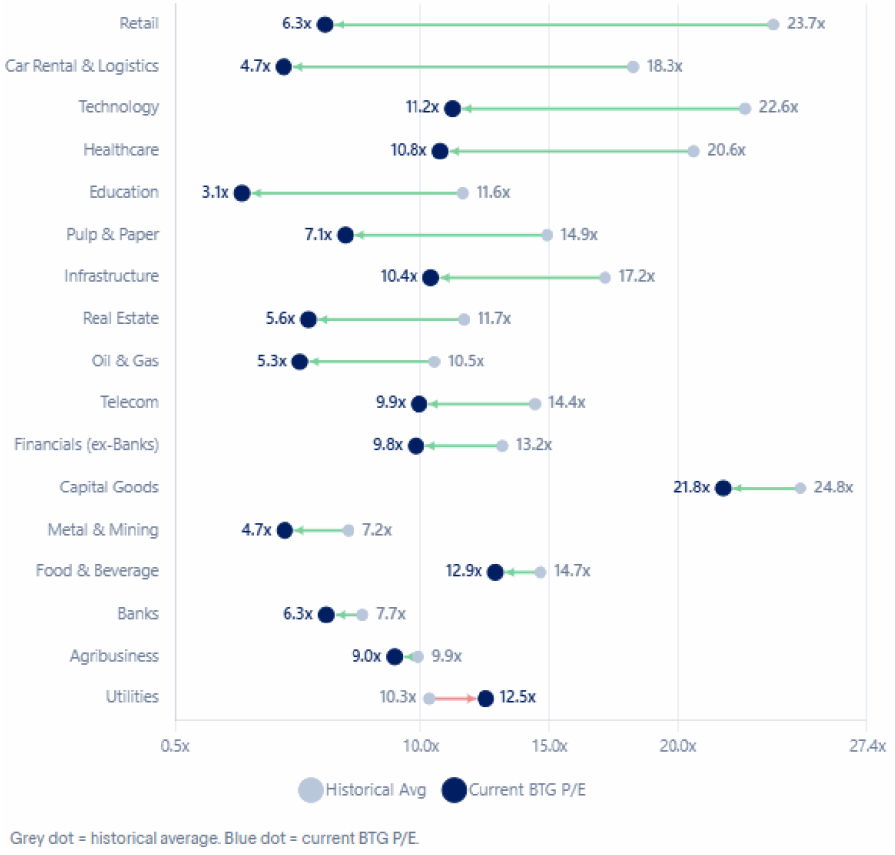


Fonte: BTG Pactual, Bloomberg

Quase todos os setores negociam com grande desconto

Quando olhamos para os setores individualmente, quase todos negociam com grande desconto em relação às suas respectivas médias de 10 anos.

Figura 1: P/L 12M projetado - atual vs. média histórica de 10 anos



Fonte: BTG Pactual, Bloomberg

Os estrangeiros venderam parte do que compraram após o primeiro turno

Os fluxos de investidores mudaram consideravelmente ao longo do mês, à medida que as eleições ocorreram. O primeiro pregão após o resultado do primeiro turno registrou mais de R$10 bilhões em entradas líquidas de estrangeiros, com os investidores pessoa física respondendo pela maior parte das vendas líquidas. As entradas estrangeiras acumuladas atingiram, em seguida, o pico de R$21 bilhões antes do segundo turno.

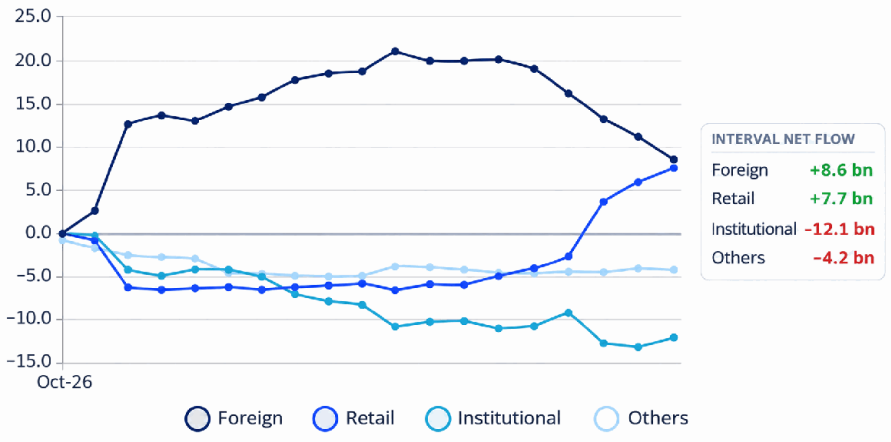
Na semana que antecedeu o segundo turno, os investidores estrangeiros retiraram aproximadamente R$4 bilhões, à medida que as pesquisas eleitorais se tornaram um pouco mais favoráveis ao presidente Lula. Apesar dessa reversão dos fluxos, o Ibovespa ainda subiu 7% entre o resultado do primeiro turno e o último pregão antes do segundo turno.

Após a vitória do presidente Lula no segundo turno, as vendas estrangeiras iniciadas na semana anterior continuaram. Desde então, os investidores estrangeiros venderam R$8 bilhões líquidos em ações brasileiras, elevando as saídas líquidas acumuladas desde 19 de outubro para R$12,5 bilhões.

Os fluxos estrangeiros ao longo do período eleitoral evidenciam o quão de perto o posicionamento dos investidores acompanhou a evolução da disputa presidencial. Apesar das vendas mais intensas nos pregões recentes, as entradas líquidas no mês seguem positivas em R$8,6

bilhões, embora a forte reversão em relação ao pico do mês sugira que as saídas podem continuar após o resultado da eleição. Medidas favoráveis ao mercado serão, portanto, importantes para sustentar uma recuperação consistente do apetite estrangeiro por ações brasileiras.

Gráfico 8: Fluxo líquido acumulado por tipo de investidor (R$ bilhões)



Fonte: BTG Pactual, B3

Todas as atenções voltadas a qualquer sinal de disciplina fiscal

Neste momento, os mercados aguardam o novo ministério do presidente Lula, especialmente quem comandará a economia, e quaisquer sinais de medidas fiscais que possam ao menos reduzir o ritmo de crescimento das despesas.

A maioria dos participantes do mercado, incluindo nossa equipe, não espera ajustes estruturais nas contas fiscais, como os valuations atuais mostram claramente. No entanto, dado o nível atual de estresse, mesmo pequenos ajustes podem ajudar a estabilizar o mercado e os juros de longo prazo.

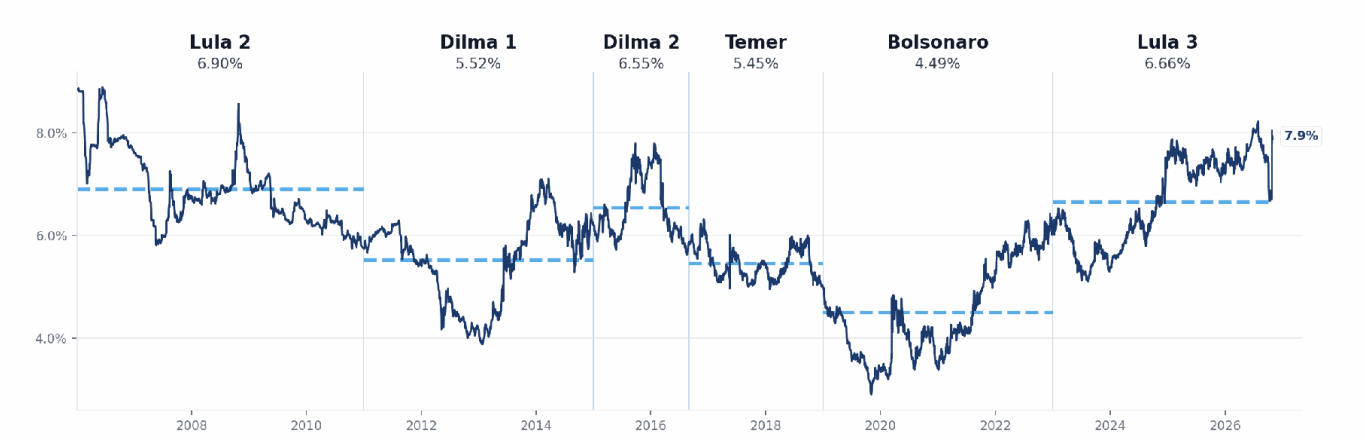
Até agora, as notícias da imprensa têm se concentrado em uma possível mudança legislativa nas regras que regem o contingenciamento de despesas. Pelas regras atuais, o governo só pode limitar gastos na medida necessária para cumprir o limite inferior da banda da meta de resultado primário. A mudança proposta passaria a exigir que o contingenciamento fosse calibrado pelo centro da meta, elevando efetivamente o resultado primário que o governo precisa buscar em 0,25 p.p. do PIB por ano.

Embora isso seja um passo positivo, acreditamos que é importante que o governo aprove medidas que efetivamente desacelerem o crescimento das despesas. Entre as opções que merecem consideração estão: i) reduzir o crescimento real máximo das despesas permitido pelo arcabouço fiscal de 2,5% para cerca de 1,5%; ii) limitar os aumentos reais do salário mínimo ao limite de crescimento das despesas estabelecido pelo arcabouço fiscal; iii) vincular o crescimento dos gastos com saúde e educação aos limites de despesas do arcabouço fiscal, e não ao crescimento da receita tributária; e iv) tornar mais rígidos os critérios de elegibilidade para aposentadorias rurais e para o BPC, benefício não contributivo para idosos de baixa renda e pessoas com deficiência.

Mesmo que essas medidas sejam adotadas, e elas podem não ser implementadas ou ser implementadas apenas parcialmente, acreditamos que os juros reais de longo prazo serão relativamente altos no novo mandato do presidente Lula, como tem sido o caso em todos os governos de esquerda mais recentes no Brasil.

Dito isso, um pacote de medidas para reduzir a velocidade de crescimento das despesas pode ajudar a trazer os juros reais de longo prazo do nível atual de 8% para algo entre 6,5% e 7,0%.

Gráfico 9: Brasil - juro real de longo prazo e médias por governo



Fonte: BTG Pactual, Bloomberg

Perspectivas macroeconômicas pós-eleição

Por Mansueto Almeida, Tiago Berriel e equipe

Atividade mais fraca

A atividade continuou desacelerando no terceiro trimestre, após crescimento de 0,5% t/t no 2T26. Diante de resultados mais fracos do que o esperado nas pesquisas de indústria, varejo e serviços, bem como de novas estimativas para setembro, revisamos nossa projeção de PIB do 3T26 para -0,1% t/t, ante +0,2%. Com isso, reduzimos nossa projeção de crescimento de 2026 para 1,7% (ante 1,8%). Para 2027, um cenário mais adverso, com expectativas de juros e inflação mais altos e condições financeiras mais apertadas, nos levou a revisar nossa projeção de PIB para 0,6%, ante 1,1%. Os riscos seguem assimétricos para baixo, particularmente diante da combinação de juros elevados, alto endividamento das famílias e comprometimento de renda com o serviço da dívida, e inadimplência em máximas históricas. O crédito segue como a principal preocupação para a atividade econômica.

Mais inflação

Nossa equipe revisou a projeção de inflação para 5,4% neste ano (ante 5,3%), refletindo a depreciação cambial e a pressão dos preços de alimentos e combustíveis. Para 2027, elevamos nossa projeção de 4,8% para 5,9%, refletindo nova deterioração cambial e riscos adicionais de alta, incluindo a reoneração dos tributos federais sobre a gasolina, um aumento de preços da Petrobras e o fim da escala 6x1, bem como a expectativa de nova deterioração das expectativas de inflação.

No lado fiscal, as medidas do período eleitoral esgotaram o espaço fiscal para absorver novos choques, mas não impedem o cumprimento das regras fiscais em 2027. Acomodar os novos compromissos de gastos exigirá realocação dentro das despesas discricionárias e dos pisos existentes de saúde e educação, enquanto receitas adicionais da reforma tributária devem compensar parcialmente as medidas de desoneração. Projetamos déficits primários de 0,6% do PIB em 2026 e de 0,2% em 2027, com a dívida pública bruta atingindo 83,3% e 88,0% do PIB, respectivamente. No médio prazo, estabilizar a dívida e reduzir os juros reais exigirá um ajuste fiscal pelo lado das despesas, incluindo

desindexação de gastos, benefícios mais bem focalizados e maior controle das políticas parafiscais.

Juros mais altos

Também revisamos nossas expectativas para a política monetária. Agora esperamos que a Selic permaneça inalterada em 13,75% até o fim de 2027, ante uma queda para 12,5% anteriormente. Petróleo acima de US$100, a confirmação do fim da escala de seis dias de trabalho por um de descanso e a depreciação cambial causada por um prêmio de risco mais alto estão piorando o cenário de inflação, com possível nova desancoragem das expectativas para 2027 e horizontes mais longos. A alta do prêmio de risco decorrente das implicações fiscais do debate eleitoral, com impacto sobre os preços dos ativos, somou-se aos choques de oferta. Esse ambiente exige uma resposta da política monetária, limitando o espaço para o ciclo de afrouxamento anteriormente previsto e apontando para uma trajetória de juros potencialmente mais restritiva.

A extensão da deterioração e da alta do prêmio de risco dependerá fundamentalmente da política econômica adotada pelo governo, e a escolha da nova equipe econômica fornecerá o primeiro sinal informativo sobre essa política. A extensão da própria desaceleração da atividade depende da resposta fiscal, criando um equilíbrio endógeno entre a desaceleração, a resposta do governo e o consequente aperto das condições financeiras.

As contas externas estão sólidas

Revisamos nossa projeção de superávit comercial para US$87 bilhões em 2026 e US$95 bilhões em 2027, ante US$85 bilhões anteriormente para ambos os anos. Para 2026, a revisão reflete a força contínua dos resultados comerciais observada ao longo do ano. Para 2027, a melhora reflete principalmente preços de commodities mais altos, a expansão da produção doméstica de petróleo e o crescimento mais fraco da demanda doméstica. Também revisamos nossa projeção de déficit em conta corrente para US$59 bilhões em 2026 e US$50 bilhões em 2027, ante US$61 bilhões e US$60 bilhões, respectivamente. O financiamento externo segue confortável, com investimento estrangeiro direto projetado em US$88 bilhões em 2026 e US$75 bilhões em 2027, embora os fluxos financeiros devam permanecer mais voláteis. Mantemos nossas projeções de câmbio em R$5,40/US$ no fim de 2026 e R$5,50/US$ no fim de 2027.

As ações brasileiras costumam se recuperar após grandes quedas

Desde 1998, o circuit breaker do Ibovespa foi acionado 17 vezes antes de 2026, em cinco eventos diferentes. A última vez foi em 2020, durante a pandemia. Um ano após o acionamento, em todos os 17 casos, o Ibovespa estava em alta de pelo menos 30%.

Se olharmos para a última vez em que o circuit breaker foi acionado em cada uma dessas cinco crises passadas, a recuperação do Ibovespa em reais foi de: i) crise russa de 1998: +75%; ii) maxidesvalorização do real em 1999: 249%; iii) crise financeira de 2008: 89%; iv) crise política de 2017: 35%; v) pandemia de Covid em 2020: 72%.

Desta vez pode ser diferente, dado que nossa situação fiscal é muito mais dramática e o presidente Lula não parece reconhecê-la.

Tabela 2: Circuit breakers do Ibovespa - eventos históricos e retornos subsequentes

Circuit Breaker Date	Cause	Performance	3m after	6m after	12m after
21/08/1998	Russian Financial Crisis	-2.9%	9.9%	16.1%	30.6%
04/09/1998	Russian Financial Crisis	-6.1%	30.6%	62.9%	91.1%
10/09/1998	Russian Financial Crisis	-15.8%	58.2%	105.4%	138.7%
17/09/1998	Russian Financial Crisis	-4.9%	3.3%	65.3%	75.5%
13/01/1999	BRL devaluation	-5.0%	99.7%	101.2%	208.0%
14/01/1999	BRL devaluation	-10.0%	123.6%	124.4%	249.2%
29/09/2008	2008 Global Financial Crisis	-9.4%	-19.5%	-9.0%	33.0%
06/10/2008	2008 Global Financial Crisis	-5.4%	0.5%	4.9%	48.9%
10/10/2008	2008 Global Financial Crisis	-4.0%	16.8%	27.9%	79.9%
15/10/2008	2008 Global Financial Crisis	-11.4%	6.3%	22.9%	81.1%
22/10/2008	2008 Global Financial Crisis	-10.2%	8.1%	28.0%	88.6%
18/05/2017	"Joesley Day"	-8.8%	11.6%	19.2%	34.9%
09/03/2020	Covid	-12.2%	12.4%	17.7%	29.4%
11/03/2020	Covid	-7.6%	11.2%	15.5%	35.0%
12/03/2020	Covid	-14.8%	27.8%	35.5%	57.3%
16/03/2020	Covid	-13.9%	31.4%	40.1%	60.2%
18/03/2020	Covid	-10.4%	43.7%	46.9%	71.7%

Fonte: BTG Pactual, Bloomberg

10SIM: risco reduzido e foco em nomes de alta qualidade, baratos e de baixa alavancagem

Diante das perspectivas incertas e enquanto aguardamos o novo ministério do presidente Lula e alguma direção sobre a política econômica dos próximos quatro anos, de forma mais ampla, e sobre a política fiscal, mais especificamente, decidimos reduzir o risco da nossa carteira.

Mantemos nossa exposição a câmbio inalterada em 35% e com os mesmos nomes do mês passado: Petrobras (15%), Gerdau (10%) e Embraer (10%). Em vez de elevar ainda mais nossa exposição a câmbio, decidimos adicionar à carteira empresas de boa qualidade, com baixa alavancagem e negócios defensivos, enquanto reduzimos a exposição ao setor financeiro e construtoras.

Mantemos uma parcela relevante da carteira exposta a Serviços Básicos (Sabesp, com TIR real de 10,7%, e Eneva, com 12,9%), à concessionária Motiva (TIR real de 13%) e à Rede D'Or, ação de fluxo de caixa long duration (P/L de 12x).

Para reduzir o risco da carteira, estamos substituindo o Itaú pela seguradora Caixa Seguridade, com dividend yield de 7% e crescimento esperado de lucro de 8% a 12%. Também decidimos retirar a construtora de baixa renda Cury, mesmo com valuation atrativo (P/L de 6x) e dividend yield elevado (12%), pois acreditamos que a inflação de custos pode pressionar as margens nos próximos trimestres.

Estamos substituindo-a pela Ultrapar, que negocia agora a 8,8x P/L 2027E, já considerando margens mais normalizadas ao longo de 2027 (R$225/m³ vs. R$350/m³ atualmente). Margens elevadas no segundo semestre de 2026 e volumes crescentes devem levar a uma forte geração de fluxo de caixa livre e, possivelmente, a dividendos extraordinários, talvez 6% extraordinários além dos 6% ordinários esperados.

Também decidimos substituir a geradora de energia Axia pela operadora de telecomunicações TIM. Ao adicionar a TIM à carteira, trazemos outra forte pagadora de dividendos. Esperamos que a companhia retorne aos acionistas, via dividendos, o equivalente a 9% do seu valor de mercado até abril de 2027, ou seja, em menos de 6 meses.

Tabela 3: Mudanças no 10SIM™ (outubro vs. novembro)

10SIM — Outubro				10SIM — Novembro			
Petróleo & Gás	Petrobras	PETR4	15%	**Petróleo & Gás**	Petrobras	PETR4	15%
Serviços Básicos	Sabesp	SBSP3	10%	**Serviços Básicos**	Sabesp	SBSP3	10%
Bens de Capital	Embraer	EMBJ3	10%	**Bens de Capital**	Embraer	EMBJ3	10%
Saúde	Rede D'Or	RDOR3	10%	**Saúde**	Rede D'Or	RDOR3	10%
Bancos	Itaú Unibanco	ITUB4	10%	**Financeiro**	Caixa Seguridade	CXSE3	10%
Serviços Básicos	Eneva	ENEV3	10%	**Serviços Básicos**	Eneva	ENEV3	10%
Mineração & Siderurgia	Gerdau	GGBR4	10%	**Mineração & Siderurgia**	Gerdau	GGBR4	10%
Serviços Básicos	Axia	AXIA3	10%	**Tech & Telecom**	TIM Part	TIMS3	5%
Imobiliário	Cury	CURY3	5%	**Petróleo & Gás**	Ultrapar	UGPA3	10%
Transportes	Motiva	MOTV3	10%	**Transportes**	Motiva	MOTV3	10%

Fonte: BTG Pactual

Um resumo das nossas escolhas de novembro

Petrobras

Acreditamos que o resultado das eleições presidenciais no Brasil dificilmente mudará a direção estratégica e as perspectivas financeiras da Petrobras. Em nossa visão, a Petrobras continua oferecendo uma forte combinação de fundamentos operacionais robustos e retornos de caixa atrativos, sustentada por uma produção acima do guidance, custos de extração menores, sólida utilização das refinarias e um balanço saudável. Mais especificamente, vemos (i) a Petrobras entregando uma produção de petróleo de ~2,9 milhões de barris por dia (vs. guidance de ~2,5 milhões de barris por dia para 2026 e de ~2,6 milhões de barris por dia para 2027) e (ii) as margens de refino sendo sustentadas pela subvenção ao diesel. Além disso, acreditamos que o Plano Estratégico de 23 de novembro será um evento importante para mostrar as perspectivas robustas da Petrobras, e nossa visão é que o plano provavelmente incorporará uma produção maior (compensando um capex maior) e se traduzirá em fluxos de caixa/dividendos mais fortes. Por outro lado, monitoramos como a companhia cumprirá sua política de preços de 2026, dado o diferencial de sua banda de preços no acumulado do ano, mas acreditamos que a gestão segue, em última instância, focada em cumprir a política de preços (embora possa precisar compensar 2026 até o início de 2027). Em suma, estimamos um yield de fluxo de caixa ao acionista de ~14-17% em 2027E e um dividend yield de ~10-12%, considerando Brent entre US$70-80/bbl.

Embraer

A Embraer deve reportar um 3T forte, sustentado pela melhoria contínua da produção, que deve seguir elevando as margens, juntamente com uma maior alavancagem operacional. Também esperamos que a geração de fluxo de caixa livre seja outro destaque positivo, sustentada por um sólido momentum de entregas após o Farnborough Airshow, bem como pelo momentum contínuo de pedidos após o evento. Além disso, esperamos que o momentum de resultados permaneça forte até o fim do ano, impulsionado por sazonalidade favorável e fluxo de notícias positivo. A recente depreciação do real também deve sustentar ainda mais a tese, dado o forte perfil exportador da companhia. Em suma, seguimos gostando da companhia a 11x EV/EBITDA 2027, um valuation que

consideramos justo dados seus sólidos fundamentos de longo prazo e o potencial adicional de revisão positiva de resultados no curto prazo.

Motiva
Acreditamos que a Motiva representa atualmente uma ação defensiva para se ter na carteira. Os resultados seguem resilientes, sustentados por demanda consistente, reajustes tarifários automáticos atrelados à inflação, mecanismos de proteção de tráfego e a execução contínua da agenda de eficiência da companhia. Além disso, a conclusão da venda dos aeroportos fortaleceu ainda mais seu balanço. Assim, do ponto de vista de fluxo de notícias e da agenda de eventos, continuamos vendo uma relevante carteira de projetos brownfield de mais de R$20 bilhões (principalmente aditivos contratuais em rodovias) nos próximos meses. Por fim, notamos que a recente saída da Mover do bloco de controle melhora as perspectivas de governança. Em suma, como a companhia continua entregando resultados resilientes e tem uma estratégia atrativa de alocação de capital para o curto prazo, seguimos gostando da Motiva, especialmente dado seu valuation descontado, com TIR real de 13%.

TIM
A ação acumula queda de cerca de 30% em relação ao pico registrado no início deste ano, refletindo preocupações com a intensificação da concorrência e a desaceleração do crescimento. Embora reconheçamos que essas preocupações são válidas, acreditamos que elas estão mais do que precificadas nos níveis atuais. Com distribuições aos acionistas que devem gerar um yield de ~9% até abril de 2027 (menos de seis meses), vemos a TIM oferecendo uma combinação atrativa de suporte de valuation e retorno ao acionista, o que a torna uma opção relativamente defensiva em meio ao cenário atual das ações brasileiras.

Eneva
O sucesso da companhia no Leilão de Reserva 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 companhia. Não faz muito tempo, os investidores viam a Eneva como uma tese para obter exposição a períodos de preços spot elevados. Com os contratos de longo prazo agora garantidos, acreditamos que a tese de investimento da Eneva deve mudar para um perfil de fluxo de caixa mais estável, com um trade-off entre "crescimento vs. dividendos" surgindo a partir de 2029. Estimamos a TIR da Eneva em 12,9%, incluindo os resultados do leilão, e a companhia ainda tem diversas opcionalidades pela frente.

Sabesp
A recente queda das ações pressionou significativamente a Sabesp, que agora negocia ~23% abaixo do nível pré-eleição. Ainda assim, continuamos vendo uma tese de crescimento long duration atrativa, sustentada por crescimento contratado de EBITDA/lucro, dividendos crescentes, a natureza de monopólio natural do seu negócio e ganhos adicionais de eficiência após a privatização. A ação é uma de nossas principais escolhas para os próximos 6-12 meses, com TIR estimada de 10,7%.

Ultrapar
Acreditamos que a Ultrapar voltou a níveis de valuation atrativos, negociando a ~8,8x P/L 2027E (vs. sua média histórica de 5 anos de ~11,5x), com yield de fluxo de caixa ao acionista de ~14% e dividend yield de ~6,5%, já considerando uma margem EBITDA normalizada de

R$225/m³ na Ipiranga para 2027. O momentum de resultados de curto prazo deve permanecer positivo no 3T26 e no 4T26, sustentado por margens EBITDA acima de R$350/m³ e crescimento de volumes de 8-10%, impulsionando uma geração de caixa robusta. Embora o fim dos subsídios ao diesel deva, eventualmente, levar à normalização das margens, acreditamos que isso está em grande parte precificado pelo mercado. As preocupações com alocação de capital também diminuíram, já que a gestão parece focada em manter uma alavancagem disciplinada (~1,0x Dívida líquida/EBITDA) e em aumentar as distribuições aos acionistas, em vez de buscar grandes aquisições. Por fim, vemos potencial para o anúncio de um dividendo extraordinário em dezembro ou junto com os resultados do 4T26 em fevereiro, com espaço para ~R$2 bilhões em distribuições relativas ao segundo semestre de 2026 (~6% do valor de mercado), o que representa um catalisador adicional para a ação.

Rede D'Or

A Rede D'Or oferece uma combinação atrativa de forte rentabilidade, catalisadores robustos de crescimento e valuation descontado. Após a recente queda dos mercados acionários brasileiros, a ação passou por uma relevante contração de múltiplos. As ações negociam agora próximas das mínimas históricas, a ~12x P/L 2027, um desconto de ~35% em relação aos níveis históricos, enquanto o momentum de resultados segue positivo. Ao mesmo tempo, a companhia segue muito bem-posicionada para continuar consolidando seus mercados em hospitais, seguros e oncologia. De fato, os resultados do 2T recentemente reportados trouxeram uma surpresa positiva. Em um contexto de deterioração das expectativas macro para diversas empresas domésticas brasileiras, recebemos bem a surpresa positiva da Rede D'Or, que vemos como prova da qualidade do ativo e da resiliência do seu modelo de negócios. Mais importante, não vemos nenhuma ruptura em seu modelo de negócios nem ameaças competitivas relevantes. Em suma, seguimos vendo a Rede D'Or como uma ação resiliente em qualquer cenário, posicionada de forma única para consolidar um mercado de saúde resiliente enquanto gera crescimento de lucros a taxas atrativas.

Caixa Seguridade

Em nossa visão a Caixa Seguridade se destaca como uma ação resiliente em qualquer cenário em meio a um ambiente macro desafiador, combinando crescimento previsível de lucros, dividendos atrativos e sensibilidade favorável a juros mais altos por mais tempo. Sua carteira de seguros de longo prazo limita a volatilidade dos lucros, enquanto o crescimento impulsionado pelo crédito imobiliário e a expansão das reservas de previdência sustentam um desempenho operacional resiliente. Embora condições financeiras mais apertadas possam continuar impactando negativamente o seguro prestamista, um resultado financeiro mais forte oferece uma compensação relevante, reforçando a resiliência do seu modelo de negócios. Um payout elevado de dividendos aumenta ainda mais o carrego da ação, tornando a Caixa Seguridade particularmente atrativa para investidores em busca de exposição defensiva dentro das ações brasileiras. Com crescimento de lucro projetado de 10% a/a em 2027 e dividend yield de 7%, vemos uma combinação atrativa de visibilidade de resultados, resiliência e retorno de caixa.

Gerdau

Nossa tese para a Gerdau se apoia em três pilares principais. Primeiro, ~75% do EBITDA está exposto aos EUA, onde esperamos que as margens permaneçam acima de 20% por mais tempo. Os EUA seguem

com uma postura rígida em relação a qualquer potencial distensão do USMCA ou das tarifas, enquanto preços do aço sequencialmente mais altos, custos de sucata praticamente estáveis e demanda resiliente, particularmente de data centers, sustentam spreads metálicos atrativos e impulsionam revisões de lucros. Segundo, no Brasil, o pior parece ter ficado para trás. As margens provavelmente atingiram o piso, enquanto as primeiras medidas antidumping, embora ainda limitadas, representam um primeiro passo bem-vindo rumo a um ambiente competitivo mais equilibrado. Terceiro, a Gerdau oferece uma proteção relevante em dólar em meio a um ambiente incerto no Brasil, dado que ~75% do EBITDA é dolarizado. Em suma, a tese combina o perfil de alta qualidade da Gerdau, o momentum positivo de resultados e o suporte de valuation. A ação negocia a 3,8x EV/EBITDA 2027, e enxergamos um caminho para um retorno total ao acionista de ~10% nos próximos 12 meses, impulsionado por dividendos e recompras de ações

Tabela 4: Carteira 10SIM Brasil para novembro de 2026

Empresa	Código	Peso	Rating	Valor de Mercado (R$ milhões)	ADTV (R$ milhões)	EV/EBITDA 2026E	EV/EBITDA 2027E	P/L 2026E	P/L 2027E	P/VPA 2026E	P/VPA 2027E
Petrobras	PETR4	15%	Compra	733.693	2.760,7	2,4x	2,5x	4,2x	5,5x	1,4x	1,2x
Sabesp	SBSP3	10%	Compra	87.056	838,0	8,7x	7,6x	18,5x	13,3x	2,0x	1,8x
Embraer	EMBJ3	10%	Compra	70.913	671,7	12,3x	11,2x	23,2x	19,3x	3,3x	3,0x
Rede D'Or	RDOR3	10%	Compra	69.069	416,9	6,5x	5,4x	13,9x	11,6x	3,1x	2,7x
Caixa Seguridade	CXSE3	10%	Compra	64.140	197,9	n.a.	n.a.	13,8x	12,6x	5,1x	4,9x
Eneva	ENEV3	10%	Compra	49.353	424,6	12,8x	11,8x	n.a.	n.a.	2,5x	2,4x
Gerdau	GGBR4	10%	Compra	46.682	301,4	4,1x	3,8x	8,8x	8,0x	0,9x	0,9x
TIM	TIMS3	5%	Compra	45.604	194,8	4,3x	4,1x	10,7x	9,2x	1,8x	1,9x
Ultrapar	UGPA3	10%	Compra	34.642	449,5	4,0x	4,9x	7,4x	8,8x	1,8x	1,6x
Motiva	MOTV3	10%	Compra	28.139	352,0	6,3x	6,0x	11,3x	10,1x	1,5x	1,3x

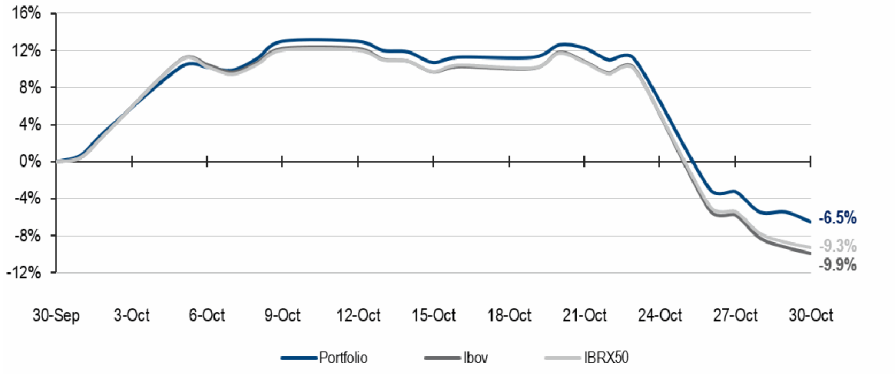
Fonte: Economatica e BTG Pactual.

Desempenho do 10SIM™ em outubro

Desempenho mensal

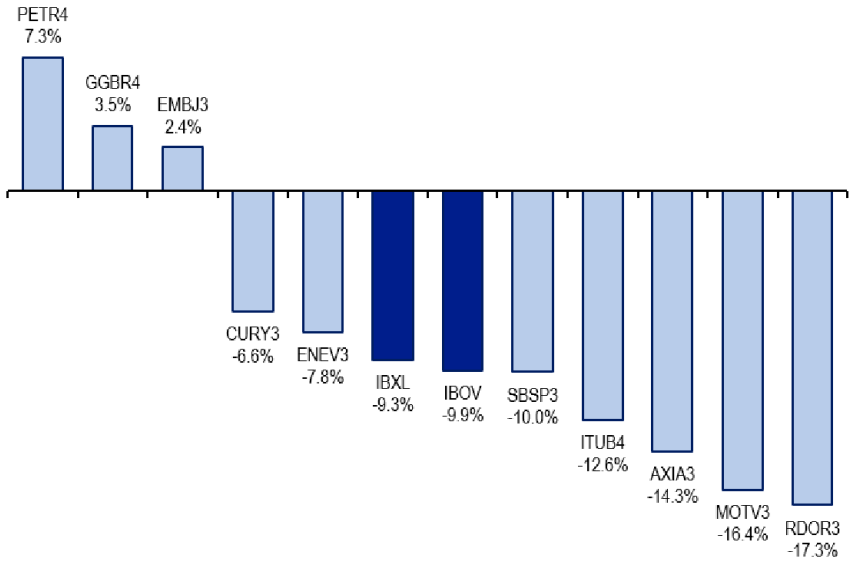
Em outubro, o desempenho do nosso portfólio 10SIM™ foi de -6,5%, superando o Ibovespa (-9,9%) e o IBrX-50 (-9,3%), como mostra o gráfico abaixo.

Gráfico 10: Desempenho relativo de outubro de 2026



Fonte: BTG Pactual, Economatica

Gráfico 11: Desempenho das ações em outubro de 2026

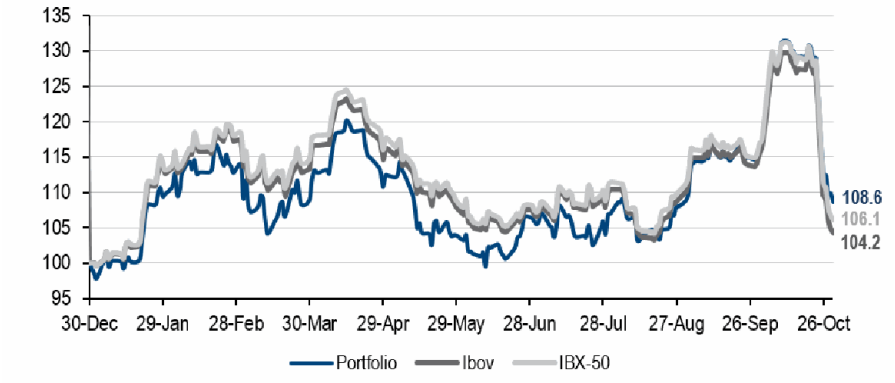


Fonte: BTG Pactual, Economatica

Desempenho no ano

Desde 31 de dezembro de 2025, nosso portfólio 10SIM está em alta de 8,6%, ante 4,2% do Ibovespa e 6,1% do IBX-50. O CDI está em alta de +11,7% no período.

Gráfico 12: Desempenho no ano

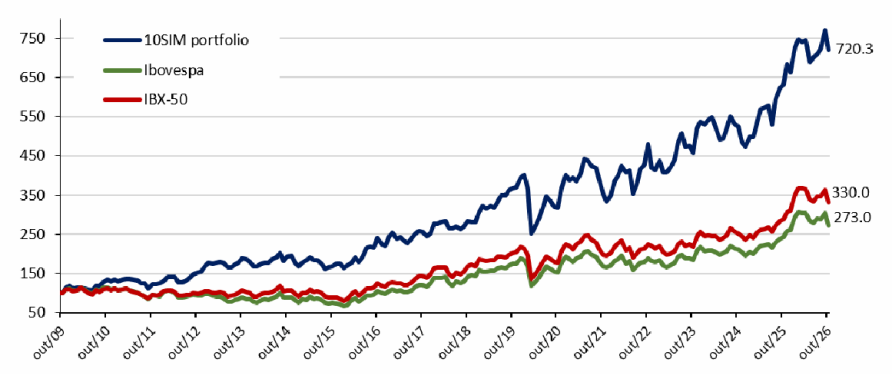


Fonte: BTG Pactual, Economatica

Desempenho histórico

Desde outubro de 2009, quando Carlos E. Sequeira assumiu a gestão do portfólio 10SIM, o 10SIM está em alta de 620,3%, ante 173,0% do Ibovespa e 230,0% do IBX-50.

Gráfico 13: Desempenho desde outubro de 2009



Fonte: BTG Pactual, Economatica

Tabela 5: Desempenho mensal histórico

Ano	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano 10SIM	Ano Ibov.	Acum. 10SIM	Acum. Ibov.
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%	5,0%	-2,1%	2,3%	-1,6%	5,2%	4,8%	-0,1%	4,3%	1,2%	0,8%	6,7%	39,9%	31,6%	295,0%	88,0%
2020	1,7%	-9,2%	-30,8%	8,0%	7,7%	8,3%	9,0%	-3,6%	-4,1%	-1,1%	16,2%	9,2%	1,8%	2,9%	302,1%	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%	1,8%	1,1%	1,8%	6,6%	-6,5%			8,6%	4,2%	620,3%	173,0%

Fonte: BTG Pactual, Economatica.

Os retornos de desempenho indicados são baseados em valorização de capital, incluindo dividendos e excluindo custos de transação como comissões, taxas, juros de margem e encargos financeiros. Transações reais ajustadas por esses custos de transação resultarão em retornos totais reduzidos. Os preços das ações neste desempenho refletem preços de fechamento. Desempenho passado não é uma indicação de resultados futuros.

Objetivos do 10SIM™

O objetivo do 10SIM™ é oferecer um produto mensal com foco em capturar oportunidades no mercado acionário brasileiro. A carteira contém 10 ações que acreditamos devam apresentar desempenho superior no mês. Não levamos em consideração nenhum índice ou liquidez das ações em nosso processo de seleção. A seleção do 10SIM™ é feita pela equipe de estratégia Brasil com base em visões top-down sobre o mercado brasileiro e em consulta com os analistas de ações.

Informações importantes

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

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:
(i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso;
(ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas aqui ou vinculados ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.
Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.
Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes:
(i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes;
(ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão;
(iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis;
(iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual.
Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.
Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.
Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.
A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.
Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.
Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.
Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou não ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação.
O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.
Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse: www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx