



## Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research  
Banco BTG Pactual S.A.

Maio 2025

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

Tcha Chan  
São Paulo – Banco BTG Pactual

Bruno Henriques  
São Paulo – Banco BTG Pactual

## 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

---

### **Os múltiplos são atraentes, se as taxas reais de longo prazo caírem; reduzindo o risco**

Embora as ações brasileiras permaneçam relativamente baratas (9,3x P/L 12 meses à frente), o prêmio para manter ações está de volta à média histórica (3%, abaixo dos 5% de alguns meses atrás). Em outras palavras, como as taxas reais de longo prazo continuam muito altas (7,4%), o excesso de prêmio de ações foi consumido pela recente alta. Com isso em mente, e dado que é difícil prever o que faria com que as taxas reais de longo prazo diminuíssem no curto prazo, decidimos reduzir o risco da carteira.

### **Menos exportadores, mais setor financeiro; a Localiza está de volta**

Estamos reduzindo nossa exposição a exportadores, retirando a Suzano e reduzindo a Petrobras (de 15% para 10%), pois acreditamos que a tensão estrutural entre a China e os EUA permanecerá, com ambas as economias enfrentando a perspectiva de desaceleração. Também estamos retirando a WEG devido aos fracos resultados, substituindo-a pela Localiza, que se beneficia da forte demanda de aluguel e de um mercado de carros usados um pouco melhor.

### **Caixa Seguridade e BB substituem Nubank e MELI; Cosan entra como a tese mais arriscada**

Estamos substituindo o NU (+21% somente em abril) pela seguradora Caixa Seguridade, que apresenta resultados previsíveis e fortes dividendos (8% de Dividend yield). Também estamos trazendo o Banco do Brasil de volta para substituir o MELI (+16% em abril). Esperamos um primeiro trimestre fraco para o BB, mas acreditamos que seu valuation extremamente descontado oferece um bom suporte – negociado a 4x P/L para 2025 com um Dividend yield de 10%. O Itaú completa nossa exposição ao setor financeiro, que aumentou de 20% para 30% este mês. No lado mais arriscado, estamos adicionando a

Cosan, pois a nova equipe de gestão está demonstrando um forte senso de urgência para corrigir o balanço.

### O setor de serviços básicos permanece; Cury completa a 10SIM

Estamos mantendo nossa exposição ao setor de serviços básicos em 30%, divididos entre Equatorial, Copel e Eneva. A Cury, construtora de imóveis de baixo custo, completa a 10SIM.

Tabela 1: Portfólio 10SIM para maio/25

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2025	2026	2025	2026	2025	2026
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	10%	401.864	3,1x	3,0x	3,5x	3,7x	0,9x	0,9x
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	358.074	n.a.	n.a.	7,7x	7,1x	1,9x	1,7x
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	165.134	n.a.	n.a.	4,0x	3,4x	0,8x	0,8x
Caixa Seguridade	Financeiro (ex-Bancos)	CXSE3	10%	49.080	n.a.	n.a.	11,0x	10,2x	4,1x	4,0x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	46.154	7,1x	7,6x	9,0x	10,1x	1,6x	1,4x
Localiza	Aluguel de carros	RENT3	10%	45.269	5,9x	5,7x	13,0x	10,8x	1,7x	1,5x
Copel	Serviços Básicos	CPL6	10%	32.909	8,5x	7,7x	15,7x	12,3x	1,4x	1,4x
Eneva	Serviços Básicos	ENEV3	10%	26.093	6,3x	6,8x	13,2x	16,2x	1,2x	1,2x
Cosan	Agronegócio	CSAN3	10%	14.474	3,4x	3,1x	3,0x	2,4x	0,2x	0,2x
Cury	Construção civil	CURY3	10%	7.986	10,0x	9,3x	8,5x	11,0x	5,9x	5,3x

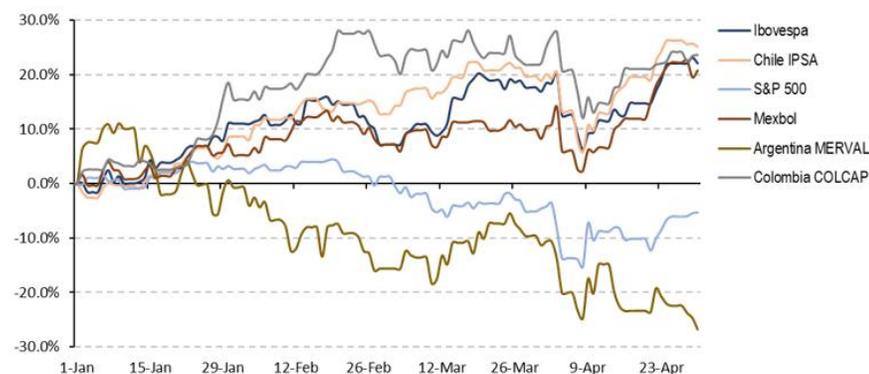
Fonte: Economática, BTG Pactual

### O Brasil é um vencedor relativo em um ambiente difícil para todos

O Ibovespa teve outro mês forte, encerrando abril com alta de 3,7% em real (e 4,4% em dólar). No acumulado do ano, as ações brasileiras subiram 22% em dólares, um desempenho não muito diferente do que estamos vendo em outros mercados latino-americanos – o Chile subiu 25%, a Colômbia 24%, o México 21% – mas muito diferente do S&P500, que caiu 5% no acumulado do ano.

Apesar das implicações negativas que a guerra comercial está tendo sobre o apetite ao risco e sobre as expectativas de crescimento, a América Latina em geral e o Brasil em particular são menos diretamente afetados por ela, o que pode ajudar, pelo menos parcialmente, a explicar o bom desempenho relativo da região este ano. Há uma série de razões para isso: i) a região comercializa menos do que grande parte do resto do mundo; ii) foi avaliada com a tarifa base de 10%, a menor globalmente, ou com tarifas zero para produtos no âmbito do acordo USMCA; e iii) para a maioria dos países, os EUA não são mais o principal parceiro comercial (a China é).

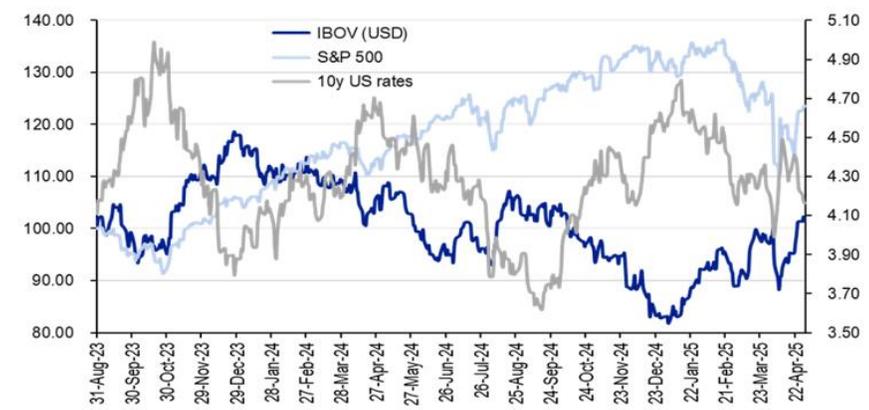
O Brasil, em particular, está ainda mais protegido. O país comercializa apenas 32% de seu PIB e faz principalmente com a China. Além disso, algumas das commodities que vende podem até se beneficiar da disputa comercial entre a China e os EUA.

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


Fonte: B3, BTG Pactual

Os mercados emergentes também estão se beneficiando da queda das taxas de juros a longo prazo nos EUA. O yield do tesouro americano em 10 anos caiu 41bps no acumulado do ano (para 4,16%) e as taxas reais em 10 anos caíram 31bps (para 1,92%). A correlação entre o desempenho das ações brasileiras em dólares e as taxas de 10 anos dos EUA é bastante forte.

A rotação do portfólio para fora dos EUA (especialmente para fora das *Magnificent 7*) também explica grande parte do bom desempenho dos mercados emergentes neste ano.

**Gráfico 2: Ibovespa (em dólar) e S&P500 (Base 100 = Aug.23) vs. taxas de juros de 10 anos dos EUA**


Fonte: B3, BTG Pactual

### O fim do ciclo de aperto monetário no Brasil também está ajudando

A essa altura, os participantes do mercado concordam que o fim do ciclo de aperto monetário no Brasil está próximo. A maioria dos economistas espera que o ciclo termine em maio, após um aumento adicional de 50bps (para 14,75%), ou em junho, com um aumento extra de 25bps (para 15%).

É interessante notar que os contratos DI de janeiro de 2026 estão sendo negociados agora a 14,68%, indicando que os mercados estão precificando um cenário em que as taxas permanecerão estáveis ou cairão um pouco em relação ao pico esperado em maio ou junho.

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

Acreditamos que a probabilidade do fim do atual ciclo de aperto monetário e a possibilidade de que as taxas comecem a cair em algum momento no início do próximo ano tenham impulsionado parte do forte desempenho das ações brasileiras neste ano.

### Os múltiplos são atraentes, mas o excesso de prêmio de risco desapareceu

Nos últimos meses, quase unanimemente, os players do mercado compartilharam a opinião de que as ações brasileiras estão baratas. De fato, mesmo após o forte desempenho deste ano (+12% em real, 22% em dólar), as ações brasileiras, ex-Petrobras&Vale, estão sendo negociadas a 9,3x P/L 12 meses à frente, quase um desvio-padrão abaixo de sua média histórica.

Dito isso, embora os preços da maioria dos ativos no Brasil tenham reagido positivamente à melhora do cenário, as taxas reais de longo prazo no Brasil estão praticamente inalteradas em níveis muito altos. O Ibovespa subiu 12%, o real se fortaleceu 9% em relação aos EUA e a taxa curto prazo (DI Jan-26) caiu 73bps. Mas a taxa de longo prazo do Brasil (NTN-B 2035) está subindo 11bps no acumulado do ano, para inflação + 7,50%.

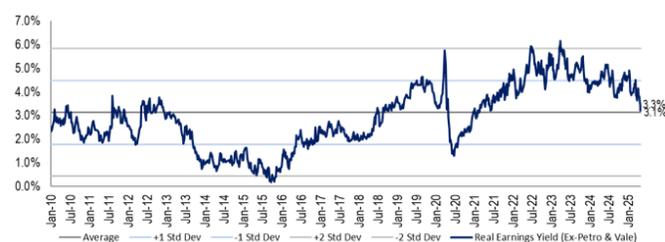
Quando analisamos o valuation das ações brasileiras ajustado pelas taxas reais de juros, o prêmio para manter ações caiu para 3%, em linha com sua média histórica e muito abaixo dos prêmios elevados que vimos há alguns meses (cerca de 5%).

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



Fonte: Economática, estimativas BTG Pactual

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



Fonte: Economática, estimativas BTG Pactual

### Para a recuperação das ações continuar, as taxas reais de longo prazo devem cair

Em outras palavras, e dado que não temos motivos para esperar revisões positivas de lucros tão cedo, o excesso de prêmio de ações foi consumido pela recente alta.

Em nossa opinião, a partir daqui, para que a recuperação continue, precisamos ver a queda das taxas reais de longo prazo. Elas cairiam se o atual governo decidisse implementar medidas estruturais para reduzir o ritmo de expansão da dívida, o que parece altamente improvável.

Eles também podem cair caso os players de mercado prevejam que o próximo governo do país (as eleições presidenciais ocorrerão em

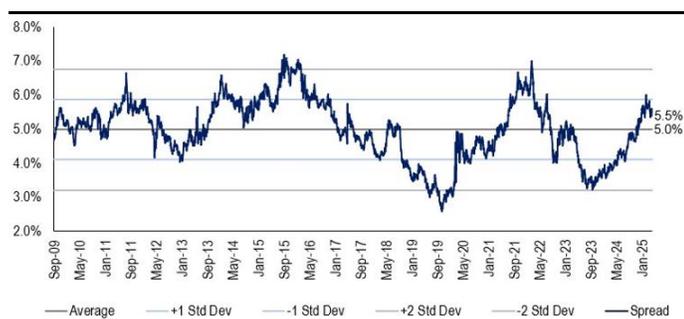
outubro de 2026) enfrentará o aumento da dívida do país. Porém, em nossa opinião, é muito cedo para tentar fazer qualquer afirmação confiável sobre as próximas eleições.

### A queda das taxas reais de longo prazo nos EUA também pode ajudar

A queda das taxas reais de longo prazo nos EUA pode ajudar a reduzir as taxas de longo prazo no Brasil. Nas últimas semanas, observamos alguma redução nas taxas de longo prazo do Brasil, seguindo um declínio nas taxas nos EUA.

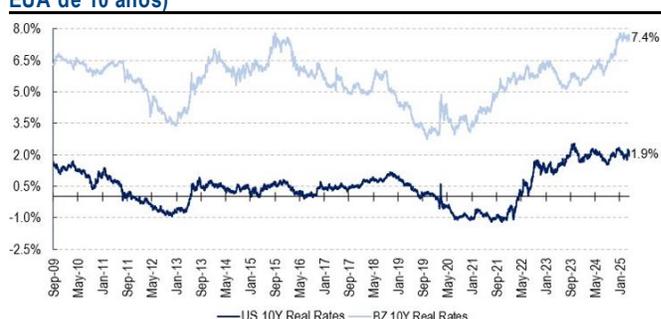
Dito isso, a diferença entre as taxas reais de longo prazo do Brasil e dos EUA vem se ampliando este ano. Ela passou de 3,0% em setembro/23 para 5,5% agora (acima da média histórica), refletindo o aumento do risco político e fiscal. Embora a queda das taxas reais de longo prazo nos EUA possa ajudar, acreditamos que a maioria da redução das taxas de longo prazo no Brasil precisaria vir de uma melhor percepção do risco político/fiscal.

Gráfico 5: Spread (NTN-B 2035 vs. taxas dos EUA de 10 anos)



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Gráfico 6: Títulos do governo de longo prazo (NTN-B 2035 vs. taxas dos EUA de 10 anos)



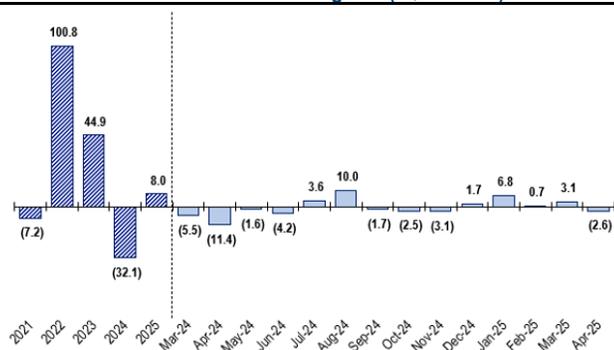
Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

### Os estrangeiros são (por pouco) compradores líquidos no acumulado do ano

Os investidores estrangeiros são compradores líquidos de ações brasileiras nos primeiros quatro meses do ano, mas não muito. Eles compraram um total de R\$ 8 bilhões nos quatro meses encerrados em abril (somente em abril, os estrangeiros foram vendedores líquidos no valor de R\$ 2,6 bilhões).

Ajustando pela venda da Cosan de uma participação de 4% na Vale no início do ano (a participação foi vendida por R\$ 9 bilhões e os estrangeiros compraram R\$ 7,8 bilhões), os estrangeiros praticamente não compraram nada este ano.

Temos observado um interesse crescente no Brasil por parte dos investidores estrangeiros. A combinação de rotação (saindo dos EUA), valuations atraentes e uma possível mudança no cenário político em 2026, provavelmente, explicam isso. Neste momento, os fluxos estrangeiros parecem se concentrar em ações específicas em vez de uma compra mais generalizada do índice.

**Gráfico 7: Fluxo do investidor estrangeiro (R\$ bilhões)**


Fonte: B3, estimativas BTG Pactual

**Gráfico 8: Fluxo estrangeiro para ações no Brasil, acumulado no ano**

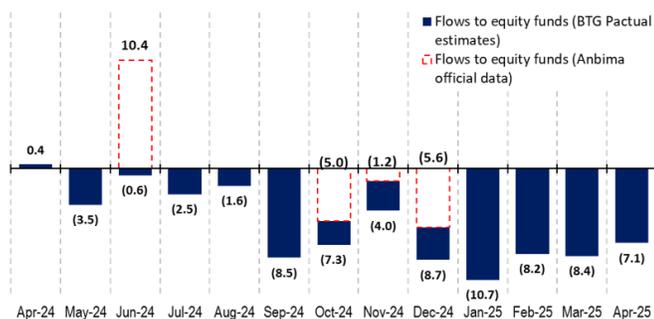

Fonte: Bloomberg, estimativas BTG Pactual

### Os resgates de fundos de ações locais continuam muito altos

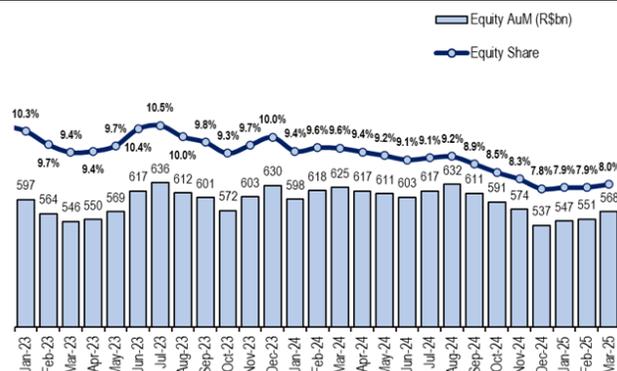
Os resgates de fundos de ações locais continuaram muito altos em abril (R\$ 7,1 bilhões) e não foram muito diferentes da média observada em fevereiro e março (de R\$8,3 bilhões por mês). No acumulado do ano, os fluxos de saída já somam R\$34,4 bilhões.

Nesse momento, as alocações de fundos multimercados (incluindo fundos de ações, *hedge funds*, fundos de pensão etc.) em ações continuam muito baixas (apenas 8%).

O fato de que a taxa de juro de curto prazo (selic), provavelmente, permanecerá em nível muito alto nos próximos meses, pode manter as alocações em ações sob pressão.

**Gráfico 9: Fluxos de fundos de ações**


Fonte: Anbima, estimativas BTG Pactual

**Gráfico 10: Fundos locais – Alocações em ações**


Fonte: Anbima, estimativas BTG Pactual

### Portfólio 10SIM: Reduzindo algum risco

Mesmo após a recente alta, as ações brasileiras, ex-Petrobras e Vale, ainda estão sendo negociadas com um desvio-padrão abaixo da média histórica, a 9,3x P/L 12 meses à frente. No entanto, dado que as taxas reais de longo prazo ficaram estáveis, o prêmio para manter as ações caiu para 3%, em linha com sua média histórica e muito abaixo dos prêmios elevados que vimos há alguns meses (cerca de 5%). Em outras palavras, e dado que não temos motivos para esperar uma revisão positiva dos lucros das empresas tão cedo, o excesso de prêmio de risco das ações foi consumido pela recente alta.

Portanto, como é difícil prever o que faria com que as taxas reais de longo prazo diminuíssem no curto prazo, decidimos parar de adicionar gradualmente risco ao portfólio, o que vínhamos fazendo desde fevereiro. Na verdade, estamos retirando alguns riscos.

Outro movimento claro que estamos fazendo este mês é reduzir nossa exposição a exportadores em geral. Estamos retirando a exportadora de commodities Suzano e reduzindo a Petrobras (de 15% para 10%), pois acreditamos que a tensão estrutural entre a China e os EUA permanecerá, com ambas as economias enfrentando a perspectiva de desaceleração. É improvável que o crescimento do PIB da China ultrapasse 4% em 2025, enquanto os EUA podem entrar em uma recessão, mesmo que leve. Em um ambiente tão frágil, as commodities podem continuar sob pressão.

Também estamos retirando a WEG do portfólio depois que a empresa apresentou resultados fracos no primeiro trimestre e indicou que as margens podem não se recuperar totalmente no próximo trimestre. Para substituir a WEG, estamos trazendo a empresa de aluguel de carros Localiza de volta a 10SIM. As ações tiveram um bom desempenho recentemente, mas a demanda resiliente de aluguel, o suporte aos elevados aumentos de tarifas e um mercado de carros usados um pouco melhor nos mantêm otimistas. A ação está sendo negociada a 13x P/L para 2025.

Também estamos reformulando nossa exposição ao setor financeiro. Após seu desempenho incrivelmente forte em abril (+21%), estamos substituindo o Nubank pela seguradora Caixa Seguridade, que apresenta resultados previsíveis e fortes dividendos (Dividend yield de 8%) e ganha com as altas taxas da Selic. Também decidimos adicionar o Banco do Brasil de volta a 10SIM para substituir o Mercado Livre (que também teve um bom desempenho em abril, +16%). Esperamos um primeiro trimestre fraco para o BB, mas acreditamos que seu valuation altamente descontado oferece um bom suporte – negociado a 4x P/L para 2025 com um Dividend de 10%. O Itaú completa nossa exposição ao setor financeiro, que aumentou de 20% para 30% este mês.

No lado mais arriscado, estamos adicionando a holding Cosan ao portfólio. A alta alavancagem da empresa em meio a taxas de juros elevadas e crescentes certamente pesou sobre o preço das ações. Mas a nova equipe de gestão está demonstrando um forte senso de urgência para corrigir o balanço – eles têm algumas alternativas potenciais. Acreditamos que as ações poderiam se beneficiar de uma combinação de transferência de valor da dívida para o equity e de um desconto menor da holding.

Estamos mantendo nossa exposição a serviços básicos em 30%, dividida entre os mesmos três nomes do mês passado: Equatorial, Copel e Eneva. A construtora de imóveis de baixa renda Cury completa a 10SIM.

**Tabela 2: Mudanças na 10SIM™ (Abril vs. Maio)**

Abril				Maio			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Nubank	Bancos	ROXO34	10%	Caixa Seguridade	Financeiro (ex-Bancos)	CXSE3	10%
Suzano	Papel & Celulose	SUZB3	10%	Cosan	Agronegócio	CSAN3	10%
Weg	Bens de Capital	WEGE3	10%	Localiza	Aluguel de carros	RENT3	10%
Copel	Serviços Básicos	CPL6	10%	Copel	Serviços Básicos	CPL6	10%
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%	Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	10%
Eneva	Serviços Básicos	ENEV3	10%	Eneva	Serviços Básicos	ENEV3	10%
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%
Cury	Construção civil	CURY3	5%	Cury	Construção civil	CURY3	10%
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%
Mercado Livre	Varejo	MELI34	10%	Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%

Fonte: BTG Pactual

## Um resumo das nossas escolhas de maio

### Caixa Seguridade (CXSE3)

Estamos adicionando a Caixa Seguridade ao portfólio pela primeira vez. Atualizamos nossa recomendação da ação para Compra no início de abril e, apesar da alta de 9% desde então, acreditamos que há espaço para mais. Dada a natureza mais previsível de seus resultados – concentrados no seguro hipotecário (com uma *duration* mais longa) e no negócio de pensões (com forte transferência de resultados) – juntamente com o "contrato" refinado e estendido que tem com seu banco controlador, a Caixa, a CXSE3 merece um valuation premium em relação a seu principal par, BBSE3. Há um ano, esse prêmio estava mais próximo de 45-50%, e agora está em apenas 20%. Acreditamos que algo próximo a ~30% seja mais justo. A melhora na cobertura e o aumento da liquidez após o recente *follow-on* podem ajudar a fazer isso acontecer nos próximos meses. Além disso, o Dividend yield de +8% oferece uma boa proteção contra a queda, caso o mercado "corrija" um pouco após a recente alta.

### Itaú Unibanco (ITUB4)

Apesar do forte desempenho no mês passado e no acumulado do ano, continuamos a acreditar que o desempenho superior do Itaú em relação a seus pares ainda parece modesto – especialmente considerando seu posicionamento estratégico superior, transformação digital e qualidade de gestão. Vemos riscos de alta para as ações do Itaú provenientes da iniciativa One Itaú, juntamente com um foco mais forte em eficiência, que acreditamos que o banco pode acelerar nos próximos dois a três anos. Durante esse período, o Itaú efetivamente "desligará" o antigo banco e começará a obter ganhos significativos de eficiência em suas operações varejistas. Acreditamos que isso permitirá que seu ROE sustentável aumente a diferença em relação aos seus pares. Com essa abordagem atualizada e o super aplicativo One Itaú, o banco fez a transição do modo de defesa para o modo de ataque. Ele não quer mais "seguir a concorrência", mas sim um "pioneiro", sempre guiado por uma visão que prioriza o cliente.

Portanto, estamos mantendo o Itaú no portfólio por mais um mês, e como nossa principal escolha entre os bancos incumbentes.

### **Cosan (CSAN3)**

---

Estamos adicionando a Cosan ao nosso portfólio 10SIM. Desde a recente rodada de mudanças na administração, a empresa tem demonstrado um senso de urgência cada vez mais forte em relação ao que precisa ser feito para resolver e restaurar o equilíbrio de sua estrutura de capital, em meio a um ambiente de taxas de juros menos benignas. Mesmo com um balanço mais pressionado, a empresa ainda possui uma gama de possibilidades bastante vasta para desalavancagem. Se esse senso de urgência e a abordagem focada na execução prevalecerem, a Cosan nos parece uma tese de investimento assimétrica de alto risco e alto retorno. Com um desconto de holding próximo de 43%, a ação oferece uma combinação poderosa de transferência de valor da dívida para o *equity* e um desconto de holding menor.

### **Petrobras (PETR4)**

---

Reconhecemos que não previmos totalmente os riscos de queda nos preços do petróleo em relação à retórica do "Dia da Libertação" de Trump, o que contribuiu para o desempenho significativamente inferior da Petrobras em relação ao mercado em abril. Mas, embora não estejamos particularmente otimistas em relação a uma recuperação de curto prazo do Brent – dados os riscos geopolíticos/OPEC+ persistentes –, a Petrobras continua sendo nossa *Top Pick* no setor de Petróleo & Gás da América Latina e a mantemos em nossa carteira 10SIM. Essa visão é parcialmente apoiada pela noção de que a ação pode oferecer alguma proteção contra a queda no caso de uma diminuição dos riscos de oferta e demanda do petróleo. Porém, o mais importante é que ela reflete o que continuamos a ver como uma tese convincente. A Petrobras é uma das produtoras de menor custo em nível global, e estimamos que esteja atualmente negociando em um dividend yield de 13% para 2025, excluindo pagamentos extraordinários. Para nós, os dividendos devem ajudar a amortecer os riscos de queda – especialmente porque continuamos a ver o potencial de valorização decorrente de um capex menor do que o esperado e de uma produção maior do que a estimada.

### **Copel (CPLE6)**

---

Esperamos que a nova política de dividendos da Copel seja divulgada próximo aos resultados do primeiro trimestre (no início de maio). A reestruturação da empresa está indo na direção certa, ajustando sua base de custos em um bom ritmo, atraindo novos talentos e vendendo ativos em condições melhores do que as esperadas anteriormente pelos investidores. A Copel também já está pagando dividendos decentes e tem um programa de recompra considerável em andamento. A empresa, no entanto, ainda não é negociada como uma tese de dividendos, com sua TIR ainda em torno de 10,4%, o que é bastante elevada em comparação com outros players pagadores de dividendos mais relevantes (negociados com TIRs reais entre 6 e 8%).

A nova política de dividendos pode ajudar a fazer com que a ação se torne uma "tese de dividendos".

## **Banco do Brasil (BBAS3)**

---

Estamos adicionando ações do BB à carteira 10SIM pela primeira vez em 2025. Embora esperemos um primeiro trimestre fraco, devido a i) um ambiente ainda desafiador para inadimplência no setor de agronegócios e ii) mudanças contábeis relacionadas à Resolução 4966 – que devem impactar o BB mais do que seus pares privados – acreditamos que o valuation oferece um bom suporte. A ação teve um desempenho fraco nas últimas semanas, deixando o BBAS3 sendo negociado a 4x P/L para 2025 e oferecendo um dividend yield de 10%. Operacionalmente, no entanto, acreditamos que o banco se beneficiará ao longo do ano do forte crescimento do PIB agropecuário, de uma taxa Selic elevada e do novo produto de empréstimo consignado privado, no qual tem sido um dos principais originadores até o momento. Temos uma recomendação de Compra para a ação e, com o BB agora com desempenho abaixo dos seus pares privados no acumulado do ano, a assimetria parece mais atraente novamente.

## **Eneva (ENEV3)**

---

Vemos a Eneva sendo negociada atualmente a uma TIR real de 11,6%. Em nosso cenário base, presumimos que a empresa recontratará as usinas térmicas do complexo de Parna nos termos do leilão de capacidade de 2021. Em um cenário hipotético em que a Eneva não consiga garantir uma vitória no leilão – e nunca recontrate as usinas térmicas de Parna – a TIR real da ação cairia para 9,4%. Apesar do forte desempenho em abril e do provável adiamento do leilão para novembro, ainda consideramos o evento como altamente assimétrico para a ação. A Eneva continua sendo um dos poucos nomes sob nossa cobertura com um catalisador claro e positivo esperado para este ano.

## **Cury (CURY3)**

---

Estamos muito otimistas com relação às moradias de baixa renda, uma vez que a acessibilidade nunca foi tão boa no programa MCMV. A Cury vem apresentando sólidos resultados operacionais e financeiros, com lançamentos e vendas crescendo cerca de 50% a/a e o LPA aumentando 35% a/a no exercício de 24, resultando em um ROE de 63%. As ações subiram 55% no acumulado do ano, mas o desempenho operacional da empresa só está melhorando (esperamos um forte crescimento de lançamentos no 1S25 e, como a demanda continua sólida, esperamos que os lucros cresçam 40% este ano). Mais importante ainda, como a Cury apresenta um balanço desalavancado, a empresa deve pagar um elevado Dividend yield de ~9% este ano. Embora o valuation seja mais alto do que o de seus pares (~8,5x P/L para 2025), estamos mantendo a Cury em nossa carteira 10SIM este mês.

## Equatorial (EQTL3)

Vemos a EQTL com uma TIR real de 10,4%. A EQTL é uma excelente empresa de carregamento, a melhor de seu setor e uma ótima maneira de se expor à assimetria das taxas reais de longo prazo, em nossa opinião. Com uma *duration* de mais de 10 anos, proteção total contra a inflação e exposição limitada a uma economia em desaceleração, o nome é uma de nossas Top Picks no setor de Serviços Básicos.

## Localiza (RENT3)

A Localiza continua a se beneficiar da demanda resiliente por aluguéis, que está absorvendo o crescimento elevados das tarifas, enquanto se espera que os volumes permaneçam sólidos, sem que haja uma diferença significativa entre preços e volumes. Além disso, um mercado de seminovos deve apoiar a tendência geral positiva de curto prazo. É provável que a empresa apresente um resultado sólido no primeiro trimestre, e acreditamos que o mercado acompanhará de perto as declarações da administração sobre as perspectivas, que esperamos sejam construtivas. No entanto, também consideramos a Localiza como uma das teses de mais qualidade com beta mais alto que deve se beneficiar do possível fluxo de entrada de investidores após uma compressão na curva de juros, devido ao seu perfil de fluxo de caixa concentrado no longo prazo e liquidez elevada. De modo geral, negociada a 13x P/L para 2025 e com projeção de crescimento de 12% do LPA de 2025 a 2027, reiteramos nossa recomendação de Compra para a ação.

Tabela 3: 10SIM para maio de 2025

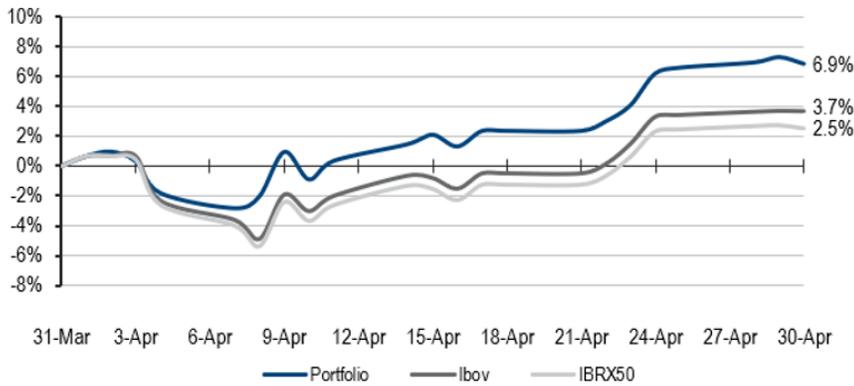
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2025	2026	2025	2026	2025	2026
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	10%	401.864	3,1x	3,0x	3,5x	3,7x	0,9x	0,9x
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	358.074	n.a.	n.a.	7,7x	7,1x	1,9x	1,7x
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	165.134	n.a.	n.a.	4,0x	3,4x	0,8x	0,8x
Caixa Seguridade	Financeiro (ex-Bancos)	CXSE3	10%	49.080	n.a.	n.a.	11,0x	10,2x	4,1x	4,0x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	46.154	7,1x	7,6x	9,0x	10,1x	1,6x	1,4x
Localiza	Aluguel de carros	RENT3	10%	45.269	5,9x	5,7x	13,0x	10,8x	1,7x	1,5x
Copel	Serviços Básicos	CPL6	10%	32.909	8,5x	7,7x	15,7x	12,3x	1,4x	1,4x
Eneva	Serviços Básicos	ENEV3	10%	26.093	6,3x	6,8x	13,2x	16,2x	1,2x	1,2x
Cosan	Agronegócio	CSAN3	10%	14.474	3,4x	3,1x	3,0x	2,4x	0,2x	0,2x
Cury	Construção civil	CURY3	10%	7.986	10,0x	9,3x	8,5x	11,0x	5,9x	5,3x

Fonte: Econômica, BTG Pactual

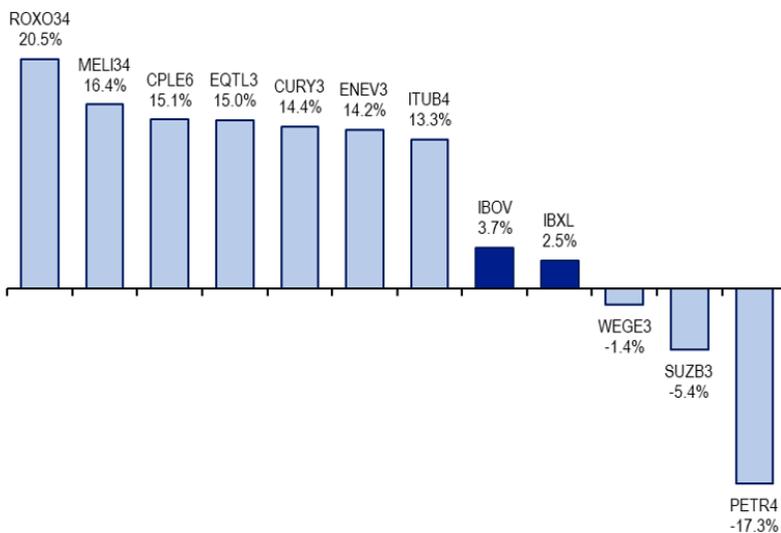
## Rentabilidade da 10SIM™ em abril

### Rentabilidade mensal\*

Em abril, o desempenho do nosso portfólio 10SIM™ foi de 6,9%, acima do Ibovespa (3,7%) e do IBrX-50 (2,5%), conforme mostrado no gráfico abaixo.

**Gráfico 11: Rentabilidade em março de 2025\***


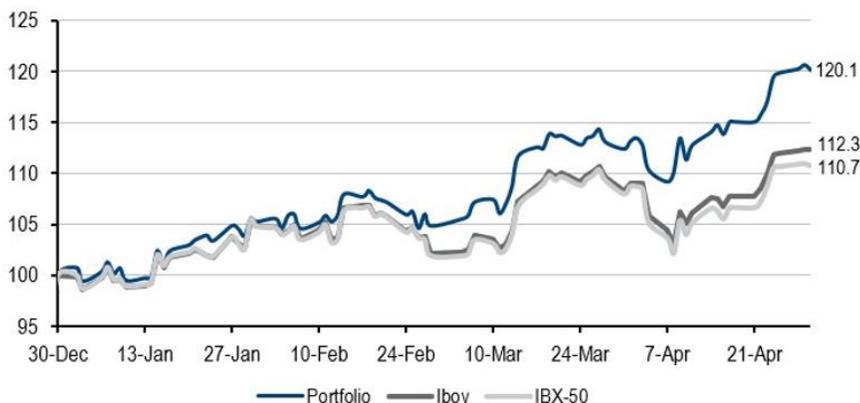
Fonte: BTG Pactual, Economática, (\*) rentabilidade considerando o último preço de fechamento

**Gráfico 12: Desempenho das ações em abril de 2025**


Fonte: BTG Pactual, Economática

## Desempenho no acumulado do ano

Desde 31 de dezembro de 2024, nossa carteira 10SIM subiu 20,1%, contra 12,3% do Ibovespa e 10,7% do IBX-50. A taxa do CDI subiu +4,1% no período.

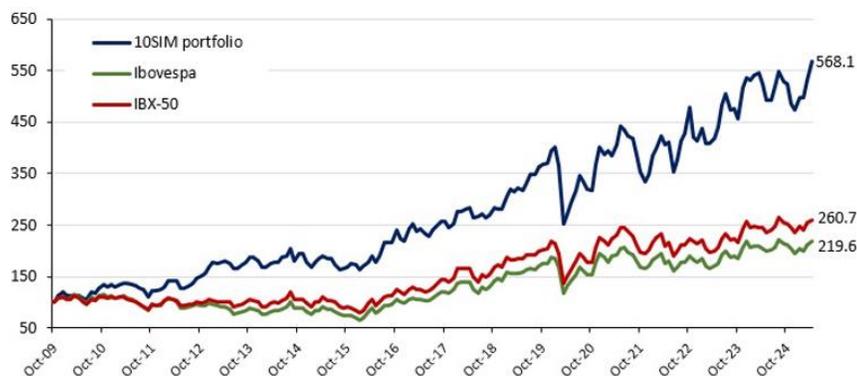
**Gráfico 13: Desempenho até o momento**


Fonte: BTG Pactual, Economática

## Desempenho histórico

Desde outubro de 2009, quando Carlos E. Sequeira assumiu a gestão do portfólio 10SIM, a 10SIM teve uma alta de 468,1%, em comparação com 119,6% para o Ibovespa e 160,7% para o IBX-50.

Gráfico 14: Rentabilidade desde out/2009\*



Fonte: BTG Pactual, Economática

Tabela 4: Rentabilidade mensal histórica\*

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	No ano	IBOV	Carteira Acum.	IBOV Acum.
<b>2009</b>													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%	13,3%	4,8%	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%									20,1%	12,3%	468,1%	119,6%

Fonte: Economática, BTG Pactual

## Informações importantes

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

## Certificado do Analista

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

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

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

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