



## Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research  
Banco BTG Pactual S.A.

Abril 2024

Carlos Sequeira, CFA  
New York - BTG Pactual US Capital LLC

Osni Carfi  
São Paulo – Banco BTG Pactual

Guilherme Guttilla  
São Paulo – Banco BTG Pactual

Bruno Lima  
São Paulo – Banco BTG Pactual

[analise.acoes@btgpactual.com](mailto:analise.acoes@btgpactual.com)

## Objetivo da Carteira

---

A carteira tem como objetivo capturar 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

---

### **Um início de ano difícil, mas as perspectivas permanecem sólidas**

O ano começou claramente pior do que o esperado para as ações brasileiras. As perspectivas de cortes nas taxas de juros nos EUA pioraram, enquanto um pouco mais de pressão sobre a inflação no Brasil pode levar o Banco Central brasileiro a reduzir o ritmo dos cortes nas taxas de juros. Dito isso, mantemos nossa opinião de que a combinação de taxas de juros em queda nos EUA e no Brasil e valuations relativamente baratos poderia preparar o terreno para que as ações brasileiras tenham um bom desempenho em 2024. Com isso em mente, estamos mantendo a exposição a setores mais domésticos e cíclicos e fazendo apenas pequenos ajustes em nosso portfólio de abril.

### **Eletronbras substitui Equatorial; Petrobras fica mais um mês**

A Eletronbras está de volta a 10SIM, substituindo a Equatorial. Os preços da energia parecem estáveis nos níveis atuais, enquanto a reestruturação da empresa deverá continuar a gerar resultados. Mantemos Petrobras na 10SIM por mais um mês. Apesar da decepcionante decisão de não pagar dividendos extraordinários, ainda modelamos um dividend yield ordinário de 13% (potencialmente atingindo ~15%, dependendo da produção e dos preços do petróleo).

### **Stone entra; serviços financeiros agora representam 30% da carteira**

A outra adição neste mês é o provedor de pagamentos Stone, que substitui a Raízen. Estamos cada vez mais confiantes de que a empresa pode ir além de pagamentos, os resultados têm sido mais fortes do que o esperado e as ações estão sendo negociadas a 12x P/L para 2024E e 10x para 2025E, o que consideramos atraente. Itaú e B3 permanecem no portfólio, aumentando nossa exposição a serviços financeiros para 30%.

### **Renner, Embraer, Localiza, Cyrela e MELI completam a 10SIM**

Entre os nomes de varejo, Renner continua sendo nossa escolha preferida (embora também tenhamos adicionado Vivara ao nosso portfólio Small Cap após a recente queda das ações). Embraer, Localiza, Cyrela e Mercado Livre completam nossa 10SIM de abril.

**Tabela 1: Portfólio 10SIM para Abril/24**

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/PA	
					2024	2025	2024	2025	2024	2025
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%	490.290	3,0x	3,2x	4,4x	4,8x	1,2x	1,1x
Mercado Livre	Varejo	MELI34	10%	384.796	21,2x	15,3x	41,0x	30,0x	15,5x	10,2x
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	316.296	n.a.	n.a.	8,4x	7,6x	1,8x	1,6x
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%	95.198	6,7x	5,5x	8,0x	9,1x	0,8x	0,8x
B3	Financeiro (Ex-Bancos)	B3SA3	10%	67.292	9,4x	8,4x	14,8x	13,8x	3,3x	3,1x
Localiza	Aluguel de Carros	RENT3	10%	58.035	7,0x	6,5x	15,0x	12,7x	2,0x	1,8x
Stone	Financeiro (Ex-Bancos)	STOC31	10%	25.765	n.a.	n.a.	12,1x	10,1x	1,5x	1,3x
Embraer	Bens de Capital	EMBR3	5%	24.471	9,0x	6,8x	20,5x	16,3x	1,7x	1,6x
Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%	16.226	7,3x	5,7x	13,9x	9,7x	1,5x	1,3x
Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%	9.351	8,4x	7,3x	7,0x	6,0x	1,0x	1,0x

Fonte: Estimativas do BTG Pactual e Economática

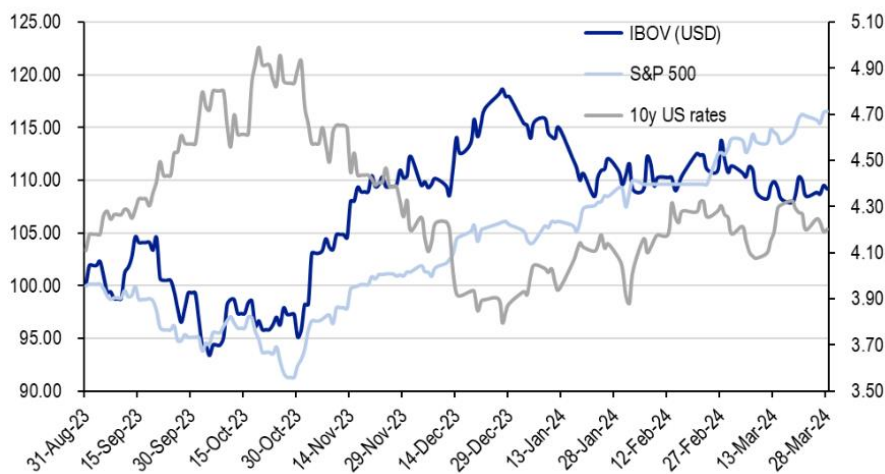
## Um início de ano difícil, mas as perspectivas permanecem sólidas

Foi um início de ano difícil para as ações brasileiras. O Ibovespa encerrou o 1T com queda de 4,5% em reais e 7,4% em dólares, apesar das condições macroeconômicas e políticas razoavelmente sólidas do país (embora a situação fiscal seja claramente preocupante).

As perspectivas de cortes nas taxas nos EUA pioraram durante março, aumentando a incerteza sobre quando os cortes começarão e quanto as taxas cairão – o consenso de mercado espera agora apenas três cortes este ano, abaixo dos seis anteriores, e mesmo um cenário de três cortes parece estar em risco (nossa equipe está um pouco mais otimista e espera quatro cortes e uma taxa terminal de 2024 em ~4,4%).

Em qualquer caso, a deterioração das perspectivas de cortes de taxas nos EUA pode explicar os grandes resgates dos investidores estrangeiros em ações brasileiras no acumulado do ano – R\$ 24 bilhões saíram de ações brasileiras no primeiro trimestre de 2024, eliminando a maior parte dos R\$ 38 bilhões de entradas em novembro/dezembro do ano passado.

De acordo com o EPFR, as alocações em Brasil dos fundos globais com exposição a mercado emergentes caíram para 7,26% em fevereiro, abaixo dos 7,61% no final de 2023 (e podem ter caído ainda mais em março), reduzindo o posicionamento acima do *benchmark* (*overweight*) em Brasil para ~160bps. Com as mudanças esperadas no índice de referência em agosto, quando se espera que o Brasil ganhe cerca de 1p.p., o posicionamento acima do *benchmark* cairia para apenas 50-60bps.

**Gráfico 1: Ibovespa (em USD) e S&P500 vs. taxas de 10 anos dos EUA**


Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Para tornar a situação pior, com a recuperação da atividade econômica no Brasil (nossa equipe macroeconômica aumentou sua estimativa de crescimento do PIB para 2024 duas vezes somente em março, para 2,3%), alguns agora pensam que o Banco Central do Brasil pode ter que reduzir o ritmo dos cortes nas taxas de juros – a pesquisa Focus ainda mostra taxas de juros em 9% no final de 2024, enquanto nossa equipe macroeconômica espera 9,5%.

Ao mesmo tempo, as crescentes preocupações com a situação fiscal do Brasil e a capacidade do governo de gerar receitas extras/cortar despesas, combinadas com a percepção de que o governo está sendo mais ativo nos assuntos do dia a dia das grandes companhias brasileiras (estatais ou não), fez com que as taxas de juro reais de longo prazo aumentassem para 5,82% em março, acima dos 5,65% no final de Fevereiro e dos 5,37% no final de 2023.

**Gráfico 2: Títulos públicos de longo prazo (NTN-B 2035)**



Fonte: BTG Pactual

## As ações brasileiras continuam atraentes

Após a recente queda, as ações brasileiras estão sendo negociadas a 9,9x P/L 12 meses à frente ex-Petro &Vale (apenas 8,2x incluindo elas), um desvio padrão abaixo da média. O prêmio para deter ações (medido como o inverso do P/L menos as taxas reais a 10 anos) é de 4,3%, um desvio padrão acima da sua média histórica.

Continuamos positivos quanto às perspectivas para a economia local em 2024. A dinâmica da inflação, apesar de estar um pouco mais pressionada pela atividade econômica mais forte do que o esperado (a nossa equipe macroeconômica acaba de aumentar a sua projeção de crescimento do PIB em 2024 para 2,3%). E mesmo que as taxas de juros possam não cair tão rapidamente (ou tanto) como alguns esperavam, ainda deverão atingir algo entre 9,0% e 9,5% até ao final do ano.

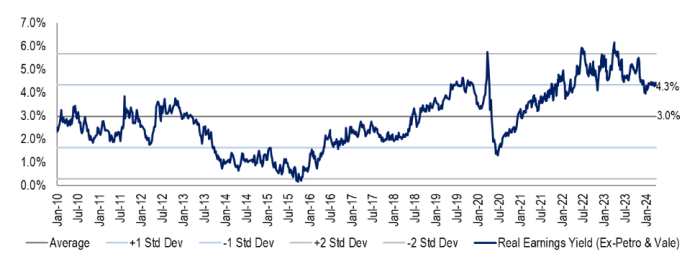
Conforme afirmado em nossos relatórios anteriores, a queda esperada nas taxas de juros de curto prazo (vemos a Selic média caindo 315bps em 2024) deve impulsionar os lucros este ano. Esperamos que o lucro das empresas brasileiras listadas (ex-Petro & Vale) cresça 19% em 2024.

**Gráfico 3: P/L Bovespa de 12 meses (ex-Petro e Vale)**



Fonte: Economática, BTG Pactual

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



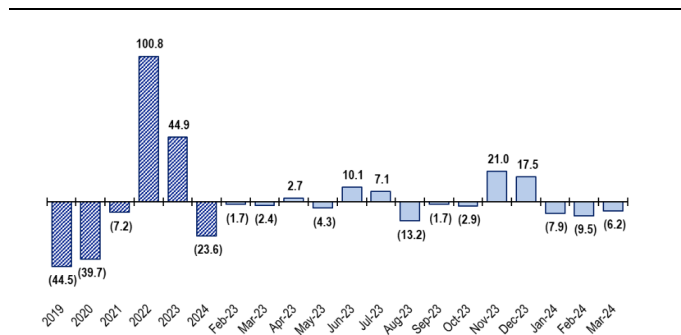
Fonte: Economática, BTG Pactual

## Mais um mês de resgates dos investidores estrangeiros

Com as taxas a 10 anos dos EUA em queda constante ao longo dos últimos meses de 2023, os mercados globais de ações se recuperaram. Dado o perfil de risco mais elevado do Brasil e os valuations relativamente baratos, os investidores estrangeiros alocaram R\$ 39 bilhões em ações locais em novembro/dezembro, o maior fluxo estrangeiro há algum tempo.

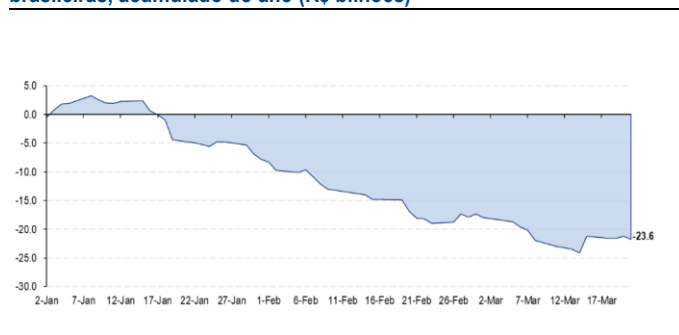
No entanto, com as taxas de 10 anos dos EUA subindo no acumulado de 2024, a tendência se inverteu, com os estrangeiros se tornando vendedores líquidos no primeiro trimestre de 2024, registrando resgates de R\$ 6,2 bilhões em março e R\$ 23,6 bilhões no acumulado do ano.

Gráfico 5: Fluxos estrangeiros para ações locais (R\$ bilhões)



Fonte: Estimativas do BTG Pactual

Gráfico 6: Fluxo líquido de recursos estrangeiros consolidados em ações brasileiras, acumulado do ano (R\$ bilhões)



Fonte: Estimativas do BTG Pactual

As alocações em Brasil aumentaram nos últimos meses de 2023, após grandes fluxos de investidores estrangeiros. No entanto, com a inversão da tendência no início deste ano, as alocações em Brasil pelos fundos globais de mercados emergentes caíram, sem surpresa, de 7,61% em dezembro para 7,26% em fevereiro (-35bps). A mesma tendência foi observada nos fundos de ações globais, com as alocações se reduzindo de 0,56% em dezembro para 0,54% em março.

Com mais resgates em março, esperamos que as alocações em Brasil tenham se reduzido ainda mais.

**Tabela 2: Alocações de fundos para o Brasil**

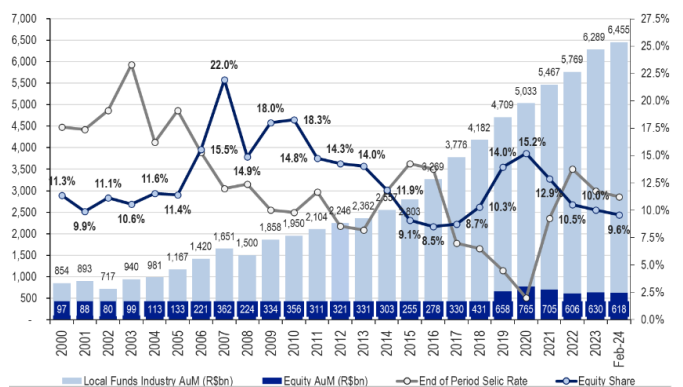
Fund Allocations to Brazil				
Date	G.E.M.	Global	Global (ex-US)	LatAm
Dec-16	8.15%	0.68%	1.18%	56.03%
Dec-17	6.73%	0.52%	0.69%	56.42%
Dec-18	7.69%	0.54%	0.70%	59.85%
Dec-19	8.18%	0.45%	0.55%	65.86%
Dec-20	5.29%	0.25%	0.36%	62.71%
Dec-21	4.34%	0.26%	0.42%	55.09%
Dec-22	6.31%	0.42%	0.68%	59.12%
Mar-23	6.04%	0.43%	0.59%	55.42%
Apr-23	6.21%	0.45%	0.60%	54.53%
May-23	6.50%	0.48%	0.62%	55.34%
Jun-23	7.27%	0.47%	0.68%	57.90%
Jul-23	7.06%	0.54%	0.69%	57.66%
Aug-23	6.75%	0.50%	0.66%	56.43%
Sep-23	6.86%	0.50%	0.68%	57.78%
Oct-23	6.90%	0.51%	0.75%	59.46%
Nov-23	7.36%	0.55%	0.86%	59.63%
Dec-23	7.61%	0.56%	0.85%	58.88%
Jan-24	7.46%	0.54%	0.83%	57.51%
Feb-24	7.26%	0.54%	0.88%	57.67%

Fonte: EPFR, BTG Pactual

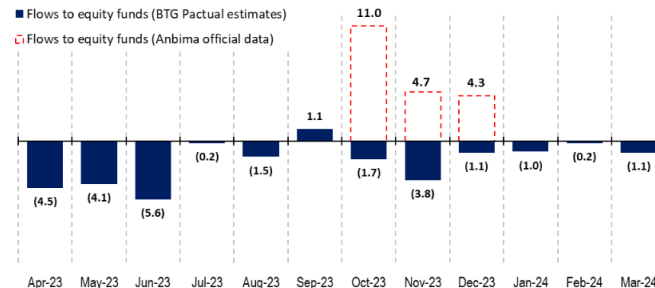
## O dinheiro continua saindo dos fundos de ações locais... mas há um cenário melhor adiante

Apesar da redução do volume desde meados de 2023, os resgates de fundos de ações locais continuaram em março, com a Anbima divulgando resgates líquidos de R\$ 1,1 bilhão.

Uma Selic em queda pode atrair os investidores locais de volta às ações – apenas 9,6% de todo o dinheiro investido em fundos multimercados está em ações (vs. 15,2% no final de 2020). Com as taxas de curto prazo caindo para um dígito, esperamos que o dinheiro regresse aos fundos de ações locais.

**Gráfico 7: Fundos locais – alocações mensais de ações**


Fonte: Anbima, BTG Pactual

**Gráfico 8: Fundos de ações – fluxos líquidos mensais**


Fonte: Anbima, BTG Pactual

## 10SIM de abril: Um início de ano difícil, mas as perspectivas permanecem sólidas

O ano começou claramente pior do que o esperado para as ações brasileiras. As perspectivas de cortes nas taxas de juros nos EUA pioraram, enquanto a atividade econômica mais forte do que o esperado no Brasil está pressionando a inflação e pode levar o Banco Central do Brasil a reduzir o ritmo dos cortes nas taxas de juros.

Dito isto, os mercados ainda modelam pelo menos três cortes de taxas nos EUA este ano. Entretanto, apesar das taxas de juros no Brasil não caírem tão rapidamente (ou tanto) como alguns esperavam, ainda deverão atingir algo entre 9,0% e 9,5% até ao final do ano.

Mantemos nossa opinião de que a combinação de taxas de juros em queda nos EUA e no Brasil e valuations relativamente baratos poderia preparar o terreno para que as ações brasileiras tenham um bom desempenho em 2024.

Com isso em mente, mantemos a nossa exposição a setores cíclicos mais domésticos e fazemos apenas pequenos ajustes na nossa carteira de abril.

A maior geradora de energia do Brasil, a Eletrobras, está de volta a 10SIM, substituindo a Equatorial. Os preços da energia parecem estáveis nos níveis atuais devido a uma estação chuvosa decepcionante. Além disso, a reestruturação da empresa deverá continuar gerando resultados.

A outra adição este mês é a empresa de pagamentos Stone, que está substituindo a Raízen. Estamos cada vez mais confiantes de que a empresa pode ir além de soluções em pagamentos (especialmente expandindo para depósitos e crédito). Além disso, os resultados foram mais fortes do que o esperado e as ações apresentaram queda recentemente, agora sendo negociadas a um atraente P/L para 2024E de 12,1x e 10,1x para 2025E.

Além da Stone, mantemos o Itaú e a B3 no 10SIM, aumentando assim nossa exposição em ações de serviços financeiros para 30%.

Entre os nomes de varejo, a Renner continua sendo nossa escolha preferida, apesar de nossa decisão de adicionar a fabricante de joias Vivara ao nosso portfólio Small Cap após sua recente queda.

Mantemos a Petrobras na 10SIM por mais um mês. Depois que o conselho da empresa decidiu pagar dividendos muito inferiores ao esperado relativos a 2023, as ações despencaram 7% em março. Neste ponto, modelamos um *dividend yield* de 13% para 2024, enquanto um menor nível de *capex* e uma maior produção poderiam levá-lo para aproximadamente 15%. Além disso, não descartaríamos que o governo repensasse a sua decisão e pagasse pelo menos parte da reserva de capital em dividendos extraordinários.

A fabricante de aviões Embraer, a locadora de automóveis Localiza, a construtora residencial de alto padrão Cyrela e o gigante do e-commerce Mercado Livre completam a 10SIM de abril.

**Tabela 4: Mudanças no 10SIM™ (Março vs. Abril)**

Março				Abril			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	10%	Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%
Localiza	Aluguel de Carros	RENT3	10%	Localiza	Aluguel de Carros	RENT3	10%
B3	Financeiro (Ex-Bancos)	B3SA3	10%	B3	Financeiro (Ex-Bancos)	B3SA3	10%
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%
Raízen	Agronegócio	RAIZ4	10%	Stone	Financeiro (Ex-Bancos)	STOC31	10%
Embraer	Bens de Capital	EMBR3	10%	Embraer	Bens de Capital	EMBR3	5%
Mercado Livre	Varejo	MELI34	10%	Mercado Livre	Varejo	MELI34	10%
Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%	Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%
Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%	Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%

Fonte: BTG Pactual

## Um resumo das nossas escolhas de abril

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

## Mercado Livre (MELI34)

---

Ainda vemos uma tendência secular de crescimento para o e-commerce brasileiro nos próximos anos, com GMV muito superior aos níveis pré-pandemia, diferentemente dos mercados mais maduros. Nos últimos quatro anos, já ajustamos nossa estimativa de mercado endereçável para refletir números de receita muito melhores dos principais players, um legado que agora deve persistir claramente por mais tempo após o fim da pandemia (com mais vendedores, tráfego mais forte, melhor sortimento, maior frequência e maiores investimentos em nível de serviço). Contudo, um custo de financiamento mais elevado impedirá a maioria dos players de manter os ritmos de crescimento dos últimos anos, abrindo caminho para uma maior consolidação. Continuamos vendo o MELI como vencedor nos segmentos de e-commerce e pagamentos na América Latina. A preços atuais, o MELI é negociado a 41x P/L para 2024 e 30x P/L para 2025. Assim, embora ainda sejamos conservadores na exposição ao e-commerce no curto prazo (setorialmente), graças ao valor de seu ecossistema, vemos o MELI à frente dos pares nesta frente (CAGR de 4 anos de 31% em dólares), com níveis crescentes de take rates e rentabilidade, reforçando a empresa como nossa Top Pick.

## Petrobras (PETR4)

---

Apesar do recente fluxo de notícias negativas, mantemos nossa visão positiva sobre a Petrobras e esperamos que a empresa continue superando seus pares em 2024. Nossa tese de investimento é baseada em quatro pilares principais, que acreditamos ainda estarem em vigor: (i) nossa convicção de que as projeções do mercado para a produção, preços do petróleo e capex são conservadores, levando potencialmente a novos ajustes positivos de lucros nos próximos trimestres; (ii) uma abordagem ainda pragmática do acionista controlador, apesar da decisão da empresa de reter momentaneamente lucros em sua reserva de capital, já que as distribuições da companhia poderiam reforçar as receitas do governo; (iii) a ausência de grandes fusões e aquisições que possam prejudicar as distribuições de caixa; e (iv) mecanismos robustos de governança corporativa. Continuamos confiantes em pagamentos robustos de dividendos, uma vez que um cenário de não distribuição resultaria numa posição de caixa crescente nos próximos anos. Vemos as ações sendo negociadas com um dividend yield atraente de 13% em 2024 (sem pagamento extraordinário) com um Brent a US\$ 75/bbl. Se incorporarmos os preços spot do petróleo, bem como os atuais níveis de produção de petróleo da empresa no nosso modelo (6% acima do guidance), a Petrobras estaria sendo negociada a um dividend yield de 15% este ano. Continuamos com recomendação de Compra!

## B3 (B3SA3)

---

Incluímos a B3 na carteira no mês passado, mas claramente foi um pouco cedo, dado o desempenho da ação (queda de 6%). No entanto, considerando seu desempenho significativamente inferior em comparação a XP no mês (em ~15p.p), vemos agora a B3 como um player melhor de beta no curto prazo para o Brasil. O valuation da B3 está começando a parecer atraente após a recente queda das ações (14,8x P/L para 2024E). É naturalmente muito difícil prever o momento exato, mas a combinação de baixas expectativas e posicionamento muito baixo (uma pesquisa recente que fizemos com clientes mostrou de fato a B3 como um dos nomes mais “vendidos”) pode significar espaço para a ação subir, já que geralmente é vista como uma forma muito simples e altamente líquida de se expor ao beta do Brasil no caso de uma melhora no apetite ao risco dos investidores.

## Cyrela (CYRE3)

---

A empresa apresentou consistentemente resultados operacionais sólidos durante 2023 (crescimento das vendas de lançamentos, margens resilientes etc.), embora o cenário macro não tenha ajudado o segmento habitacional de média/alta renda (taxas de juros altas, acessibilidade menor etc.). A Cyrela apresenta um forte momento de lucros, enquanto as ações estão sendo negociadas com valuation atraente (1,3x P/VP ou ~7x P/L para 2024E). Além disso, com um cenário mais positivo à frente (taxas Selic e de longo prazo podem cair em 2024), os bancos poderiam aliviar as condições das taxas de crédito imobiliário para os compradores (melhoria da acessibilidade) e a Cyrela poderia se beneficiar tanto de um bom momento em suas operações + lucratividade (melhor velocidade de vendas, crescimento de lançamento, etc.) além de ser uma ação exposta às taxas de juros de longo prazo (beta alto).



## Itaú Unibanco (ITUB4)

---

Apesar da forte recuperação no ano passado, ainda acreditamos que as ações do Itaú são atraentes. Sob a liderança de Milton Maluhy, o banco tem passado pela transformação digital mais eficaz entre os bancos incumbentes, o que acreditamos que abrirá espaço para que a diferença do seu ROE em comparação com os seus pares continue crescendo. Além disso, no início de fevereiro, o banco reportou um quarto trimestre melhor que o esperado, um dividendo extraordinário de R\$ 11 bilhões (yield de 3%) e um guidance muito bom. As premissas fornecidas pelo Itaú sugerem um lucro líquido de R\$ 40 bilhões (+12% a/a) em 2024 e, talvez mais importante, um crescimento do EBT (lucro antes dos impostos, que vemos como uma melhor proxy de lucro) de 16%, que, se concretizado, significa um efeito de carregamento favorável também para 2025.

## Eletrobras (ELET3)

---

Vemos a Eletrobras negociando a uma atraente TIR real de 12%, ao mesmo tempo em que oferece catalisadores positivos para 2024 ligados ao seu processo de reestruturação que já vem dando frutos. A empresa divulgou resultados sólidos no 4T, apresentando significativa redução de despesas e avançando em seu programa de desinvestimentos e otimizações de estrutura. Esperamos que a tendência de redução de custos continue, com menores custos de pessoal devido ao programa de demissão voluntária e reversões adicionais de empréstimos compulsórios. A recuperação dos preços da energia observada nos últimos meses também deverá impactar positivamente o balanço energético de 2024. No debate sobre o limite de votação de 10%, em dezembro o ministro Marques do Supremo Tribunal Federal (STF) determinou que o caso fosse encaminhado à Câmara de Conciliação e Arbitragem da Administração Federal (CCAF) para um processo arbitral de 90 dias, na tentativa de chegar a uma solução amigável entre a empresa e o governo federal. Em nossa opinião, negociar pagamentos antecipados da CDE (ajudando a reduzir as tarifas de energia) poderia acabar com a pressão gerada pela ação judicial movida pelo governo desde maio/23, deixando a Eletrobras livre para se concentrar em suas iniciativas de reestruturação.

## Localiza (RENT3)

---

A Localiza é um nome de alta qualidade e oferece hoje uma relação de risco/retorno interessante, pois deverá se beneficiar de uma normalização gradual do mercado automotivo e de uma menor taxa de juros de longo prazo, suportando o processo de renovação da frota da Localiza com melhores condições de compra. No curto prazo, esperamos que os resultados melhorem gradualmente, refletindo uma demanda mais forte e rentabilidade resilientes, apesar da depreciação ainda elevada e de uma margem menor no segmento de seminovos. Porém, à medida que a Localiza recicla sua frota, acreditamos que há espaço para uma tendência de redução na depreciação (mesmo assumindo que não retorne ao nível pré-pandemia), impulsionada pelos menores preços de aquisição de automóveis. Em suma, negociando a 15x P/L para 2024 (contra a média histórica de 22x), vemos espaço para uma expansão de múltiplos, especialmente desde a recente queda das ações (-11% no acumulado do ano).

## Embraer (EMBR3)

---

A Embraer apresentou resultados sólidos no quarto trimestre, com uma forte geração de caixa, transmitindo uma mensagem positiva para 2024. Adicionalmente, a empresa revelou uma sólida estimativa de entregas (80 unidades), apesar das restrições no fornecimento de motores, enquanto a estimativa para a geração de fluxo de caixa livre também foi positiva, considerando que anteriormente era de mais de US\$150 milhões (melhora sequencial). Além disso, vemos novos desenvolvimentos importantes na divisão de defesa, como o anúncio do Memorando de Entendimento com a Mahindra, que poderia levar a um pedido adicional de 40 a 80 aeronaves KC-390 Millennium. Ademais, ainda vemos a Embraer bem-posicionada no mercado de aviação e acreditamos que ofereça uma exposição interessante a um setor em recuperação, permanecendo assim uma opção de valor atraente (eVTOL, cibersegurança e outras parcerias). Negociando a 9x EV/EBITDA 24, vemos a Embraer como uma sólida tese baseada em um bom momento de resultados.

## Lojas Renner (LREN3)

Apesar da desaceleração nas vendas nos últimos trimestres devido a uma base forte de comparação e uma perspectiva mais desafiadora para o consumo discricionário, juntamente com a pressão sobre os resultados da Realize devido ao cenário macro adverso, ainda vemos a Renner bem-posicionada para ganhar participação de mercado no fragmentado setor de varejo de vestuário brasileiro. Além de uma melhoria gradual na rentabilidade e na posição de caixa líquido, vemos o negócio de financiamento ao consumidor da LREN como um beneficiário de potenciais cortes nas taxas de juro, justificando a nossa classificação de Compra. As preocupações estruturais dependem da concorrência de players puramente digitais como a Shein – apesar da crescente discussão sobre a tributação das plataformas internacionais – e dos números da Realize. Mas a preços atuais, vemos a empresa negociando a 13x P/L para 2024 e 10x P/L para 2025, oferecendo um ponto de entrada atraente.

## Stone (STOC31)

Dado o fraco desempenho recente das ações, os resultados mais fortes do que o esperado e a nossa confiança crescente na estratégia da companhia para ir além de soluções em pagamentos (especialmente através da expansão para depósitos e crédito), estamos mais otimistas em relação às ações. O TPV da indústria tem sido mais forte do que esperávamos e a concorrência parece estar “sob controle”. A Stone voltou ao básico e está recuperando participação em segmentos mais lucrativos. Ela reformulou seu conselho de administração e adicionou nomes com experiência no setor para combinarem suas habilidades com os jovens empreendedores que criaram a empresa. Ainda vemos espaço para melhorar a alocação de capital e a redução de custos, e estamos particularmente otimistas quanto ao potencial do negócio de crédito, que foi 100% “repensado”. Ao focar em “apenas” quatro verticais, as sinergias com a Linx também são mais “tangíveis”. Negociando a 12,1x P/L para 2024 e 10,1x P/L para 2025, e com a melhoria do ROE, a oportunidade de ir além dos pagamentos pode deixar as nossas projeções (e do consenso) muito conservadoras a partir de 2025.

Tabela 4: Portfólio Brasil 10SIM para abril de 2024

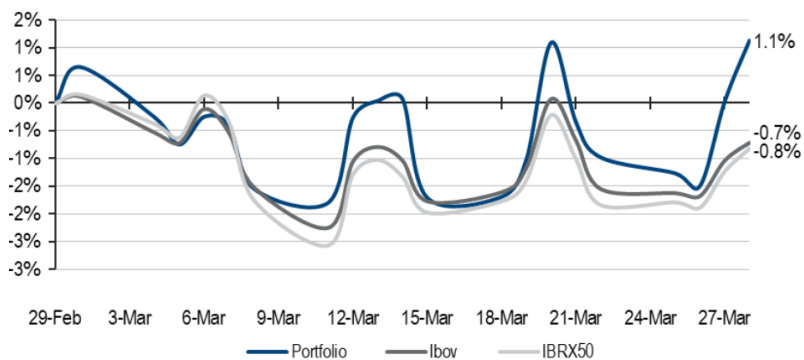
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/PA	
					2024	2025	2024	2025	2024	2025
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%	490.290	3,0x	3,2x	4,4x	4,8x	1,2x	1,1x
Mercado Livre	Varejo	MELI34	10%	384.796	21,2x	15,3x	41,0x	30,0x	15,5x	10,2x
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	316.296	n.a.	n.a.	8,4x	7,6x	1,8x	1,6x
Eletronbras	Serviços Básicos	ELET3	10%	95.198	6,7x	5,5x	8,0x	9,1x	0,8x	0,8x
B3	Financeiro (Ex-Bancos)	B3SA3	10%	67.292	9,4x	8,4x	14,8x	13,8x	3,3x	3,1x
Localiza	Aluguel de Carros	RENT3	10%	58.035	7,0x	6,5x	15,0x	12,7x	2,0x	1,8x
Stone	Financeiro (Ex-Bancos)	STOC31	10%	25.765	n.a.	n.a.	12,1x	10,1x	1,5x	1,3x
Embraer	Bens de Capital	EMBR3	5%	24.471	9,0x	6,8x	20,5x	16,3x	1,7x	1,6x
Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%	16.226	7,3x	5,7x	13,9x	9,7x	1,5x	1,3x
Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%	9.351	8,4x	7,3x	7,0x	6,0x	1,0x	1,0x

Fonte: Economatica, BTG Pactual

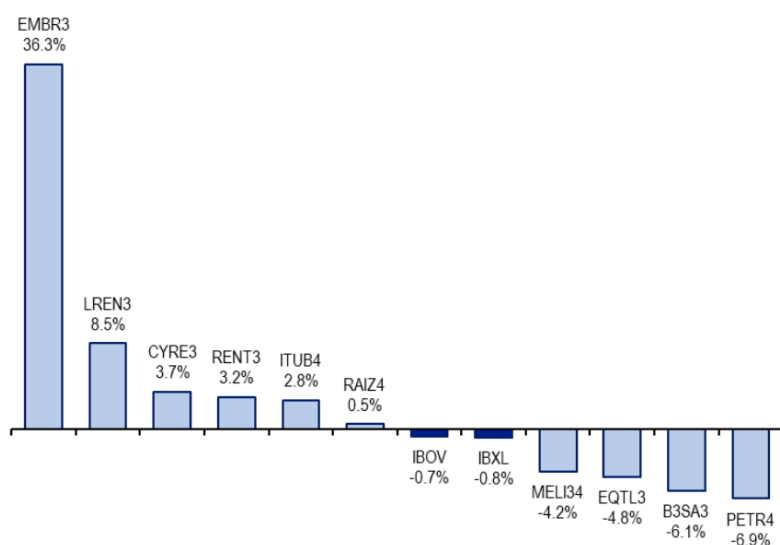
## Rentabilidade (\*) do 10SIM™ em março

### Rentabilidade (\*) mensal

Em março, a rentabilidade da carteira 10SIM™ foi de 1,1%, performando acima do Ibovespa (-0,7%) e IBrX-50 (-0,8%), conforme o gráfico abaixo.

**Gráfico 23: Rentabilidade (\*) em março de 2023**


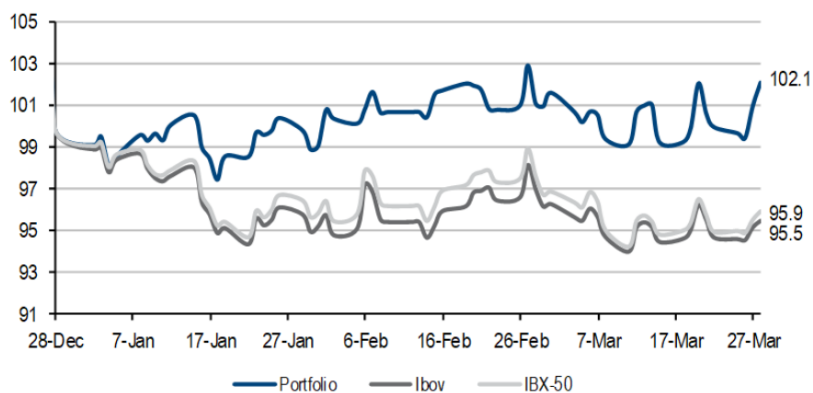
Fonte: BTG Pactual, Econômica, (\*) rentabilidade teórica

**Gráfico 24: Desempenho das ações em março de 2024**


Fonte: BTG Pactual, Econômica

## Rentabilidade (\*) em 2024

Desde 31 de dezembro de 2023, nossa carteira 10SIM subiu 2,1%, contra -4,5% do Ibovespa e -4,1% do IBX-50. A taxa interbancária do CDI subiu +2,6% no período.

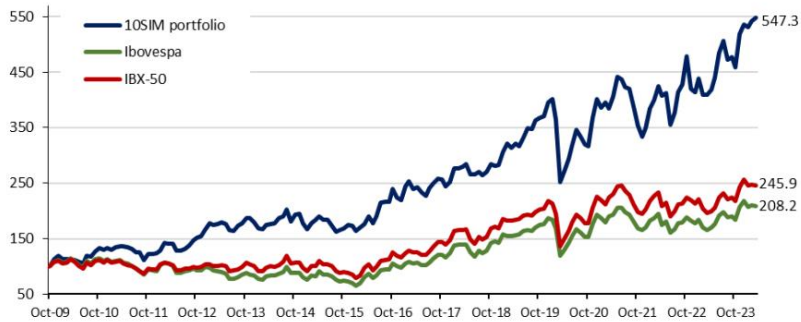
**Gráfico 25: Rentabilidade (\*) acumulada de 2024**


Fonte: BTG Pactual, Econômica, (\*) rentabilidade teórica

## Desempenho histórico

Desde outubro de 2009, quando Carlos E. Sequeira assumiu a carteira 10SIM, o portfólio acumula alta de 447,3%, contra 108,2% do Ibovespa e 145,9% do IBX-50.

Gráfico 7: Rentabilidade desde out/2009



Fonte: BTG Pactual, Economática (\*) rentabilidade teórica

Tabela 6: 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%	-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%										2,1%	-4,5%	447,3%	108,2%

Fonte: BTG Pactual, Economática, (\*) rentabilidade teórica

## 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. 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 possa 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)