



Carteira Recomendada de Dividendos

Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Junho 2022

Carlos Sequeira, CFA

New York – BTG Pactual US Capital LLC

Bruno Lima

São Paulo – Banco BTG Pactual

Luiz Temporini

São Paulo – Banco BTG Pactual

Luis Mollo

São Paulo – Banco BTG Pactual

Marcel Zambello

São Paulo – Banco BTG Pactual

Vitor de Melo

São Paulo – Banco BTG Pactual

Analise.acoes@btgpactual.com

Carteira Recomendada de Ações - Dividendos

Objetivo da Carteira

A carteira tem como objetivo encontrar as melhores empresas sob a ótica de distribuição de dividendos, ou seja, companhias que remuneram seus acionistas acima da média do mercado de forma recorrente. Dessa forma, realizamos uma análise focada em ativos de alta qualidade, com resiliência de entrega de resultado e geração de caixa. A seleção dos ativos é feita de forma complementar entre a equipe de análise de empresas e estratégia do BTG Pactual, com uma revisão trimestral da carteira.

Pontos Principais

As ações brasileiras apresentaram boa performance

Após um fraco desempenho em abril, o Ibovespa voltou a ter um desempenho positivo em maio (alta de 3,2% em reais e 7,8% em dólares), mantendo-se como um dos mercados de ações com melhor desempenho no acumulado do ano. Embora o desempenho relativo do Ibovespa tenha sido bom neste ano, acreditamos que o índice ainda está sendo negociado com um valuation muito atrativo. Reconhecemos que o aperto monetário nos EUA não ajudará os mercados emergentes de ações em geral, e as ações brasileiras em particular, mas continuamos acreditando que o Brasil está relativamente bem posicionado no atual ambiente geopolítico desafiador.

Nosso portfólio Dividendos agora com periodicidade mensal

Nosso portfólio reformulado de Dividendos com 10 ativos agora terá periodicidade mensal. Recentemente, decidimos aumentar nossa Carteira de Dividendos para 10 ações, de 5. Acreditamos que, ao aumentar o número de ações, oferecemos aos nossos clientes um portfólio mais diversificado e abrangente.

2 mudanças no mês: saíram Engie e BrasilAgro. Entram: Cyrela e Sabesp

Mesmo com uma das melhores operações no segmento de geração de energia, optamos com retirar Engie. Já no caso de BrasilAgro, nossa decisão foi pautada por desempenho relativo (ativo valorizou 21,89% desde que colocamos na carteira vs. 6,22% do IDIV). Em relação a Sabesp, acreditamos que mesmo sem considerar qualquer cenário de privatização em nossos números, entendemos que o nome está sendo negociado a uma TIR real barata de 10% e a 0,67x EV/RAB. Além disso, estamos começando a nos tornar mais construtivos nas eleições estaduais, à medida que vemos gradualmente mais candidatos pró-privatização ganhando força nas pesquisas. Com isso, acreditamos que o nome oferece um risco/retorno atraente, pois uma Sabesp privatizada – assumindo um EV/RAB conservador de 1,3x – poderia valer R\$ 95/ação. No caso de Cyrela, ativo encontra-se sendo negociado a 0,61x P/NAV e 5,6x P/L para 2022, o que vemos como extremamente descontado, além de uma expectativa de gerar 12% de dividend yield esse ano. Acreditamos que a relação de risco/retorno aqui também faz sentido devido ao fato de seu preço de tela estar apenas 9,25% acima do pior momento da pandemia, em maio de 2020. Vemos a Cyrela muito bem posicionada no setor e com balanço bastante resiliente, o que também contribui com essa escolha para nossa carteira. Alupar, Bradesco, Itaú Unibanco, BrasilAgro, Energisa, Telefônica e ISA CTEEP mantiveram seus lugares.

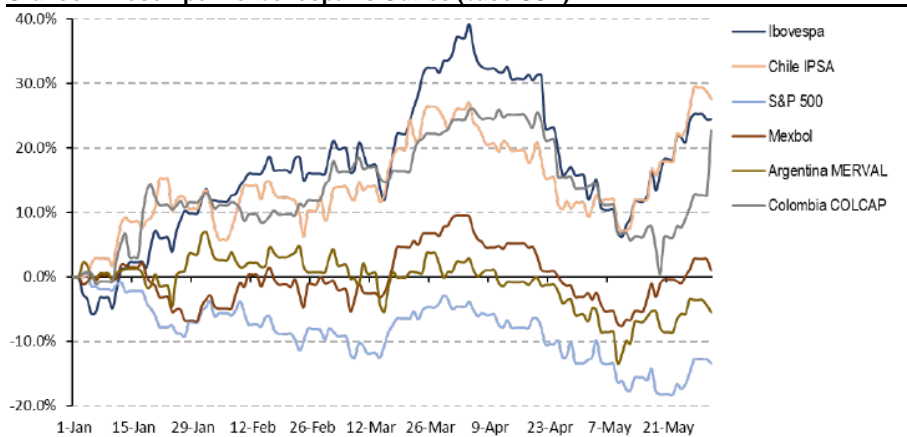
Tabela 1: Carteira Recomendada de Dividendos de Junho

Empresa	Ticker	Setor	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	EV/EBITDA		P/L		Dividend Yield (%)	
					2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
Bradesco	BBDC4	Bancos	10%	199.174	-	-	7,9x	7,2x	6,4%	7,1%
Alupar	ALUP11	Serviços Básicos	10%	7.856	7,8x	7,6x	13,9x	11,1x	7,2%	9,0%
Cyrela	CYRE3	Imobiliário	10%	5.248	7,9x	7,1x	6,2x	5,3x	12,2%	16,9%
ISA Cteep	TRPL4	Serviços Básicos	10%	17.966	8,4x	6,4x	17,9x	9,4x	5,5%	10,7%
Sabesp	SBSP3	Serviços Básicos	10%	31.291	6,6x	5,7x	11,6x	11,2x	2,0%	2,7%
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%	237.738	-	-	8,3x	7,6x	4,1%	6,6%
Energisa	ENGI11	Serviços Básicos	10%	18.874	4,3x	4,3x	10,6x	9,6x	5,5%	5,8%
Telefônica Brasil	VIVT3	Telecom	10%	85.487	5,2x	4,7x	14,1x	10,6x	7,1%	4,9%
Vale	VALE3	Metais & Mineração	10%	408.667	4,1x	4,0x	6,5x	6,4x	9,7%	9,7%
Banco do Brasil	BBAS3	Bancos	10%	104.498	-	-	4,0x	3,9x	10,1%	11,5%

Fonte: BTG Pactual e Econômica

Ações brasileiras apresentaram boa performance

Após um fraco desempenho em abril, o Ibovespa voltou a ter um desempenho positivo em maio (alta de 3,2% em reais e 7,8% em dólares), mantendo-se como um dos mercados de ações com melhor desempenho no acumulado do ano. Embora o desempenho relativo do Ibovespa tenha sido bom neste ano, acreditamos que o índice ainda está sendo negociado com um valuation muito atrativo.

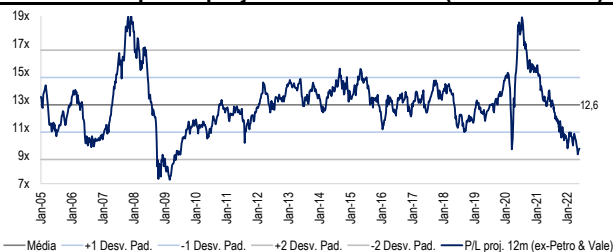
Gráfico 1: Desempenho Ibovespa vs Outros (base USD)


Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

As ações brasileiras estão sendo negociadas a um P/L projetado de 12 meses de 9,5x, quase dois desvios padrão abaixo da média histórica (Gráfico 2). O valuation é atrativo apesar das taxas de juros reais de longo prazo muito altas (encerraram maio em 5,72%). Enquanto isso, o prêmio para manter ações, medido como o inverso do P/L menos as taxas de juros reais de 10 anos, é de 4,8%, um desvio padrão acima da média histórica (Gráfico 3).

Reconhecemos que o aperto monetário nos EUA não ajudará as ações dos mercados emergentes em geral, e as ações brasileiras em particular. Mas continuamos acreditando que o Brasil está relativamente bem posicionado no atual ambiente geopolítico desafiador.

Gráfico 2: Ibovespa P/L projetado de 12 meses (ex-Petr & Vale)



Fonte: Economática, estimativas BTG Pactual

Gráfico 3: Earnings Yield (L/P menos taxas de juros de 10 anos)



Fonte: Banco Central do Brasil, estimativas do BTG Pactual

Em nossa opinião, as taxas de juros reais de longo prazo em 5,7% implicam riscos políticos e fiscais significativos. Como temos defendido desde o início do ano, vemos espaço para que as taxas reais de longo prazo caiam ainda este ano, principalmente se os principais candidatos presidenciais do Brasil se comprometerem com a disciplina fiscal na campanha. Naturalmente, a queda das taxas de juros de longo prazo seria um importante gatilho para os preços das ações no Brasil.

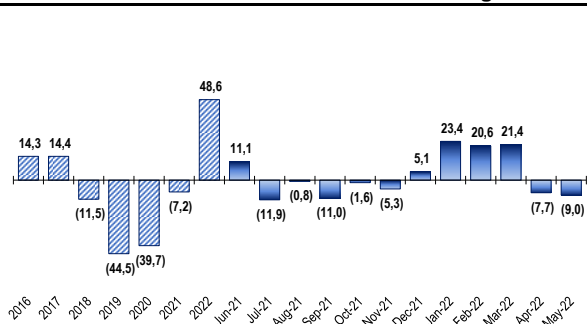
Por outro lado, o crescimento estruturalmente baixo do Brasil pode limitar o interesse dos investidores em ações brasileiras. Uma agenda de reformas mais agressiva, privatizações e leilões adicionais de infraestrutura podem ajudar a liberar parte desse valor.

Investidores estrangeiros compraram ações brasileiras nos últimos dias

Após fortes fluxos de entradas de capital estrangeiro nos primeiros 3 meses do ano (total de R\$ 65 bilhões), os fluxos de saídas foram relativamente fortes em abril (R\$ 7,7 bilhões) e maio (R\$ 9,0 bilhões no acumulado do mês). Dito isso, nos últimos 5 dias, os estrangeiros foram compradores líquidos de ações brasileiras no valor de R\$ 3,2 bilhões.

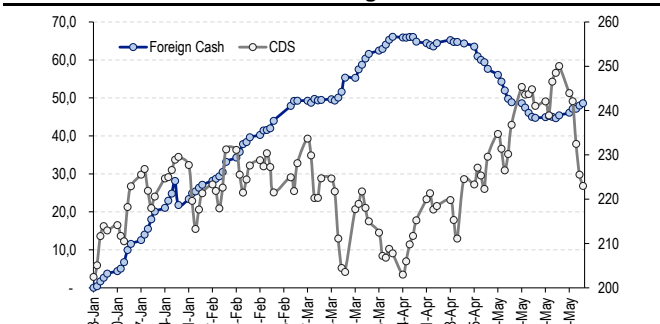
Acreditamos que a exposição geral dos investidores estrangeiros às ações brasileiras continua baixa, certamente muito abaixo dos níveis históricos. Atualmente, os fundos G.E.M (*Global Emerging Markets*) e LatAm possuem 6,3% e 58,6% de seus respectivos ativos em ações brasileiras.

Gráfico 4: Fluxos de entrada de investidores estrangeiros



Fonte: B3, estimativas do BTG Pactual

Gráfico 5: Fluxo de Investidor estrangeiro no acumulado do ano



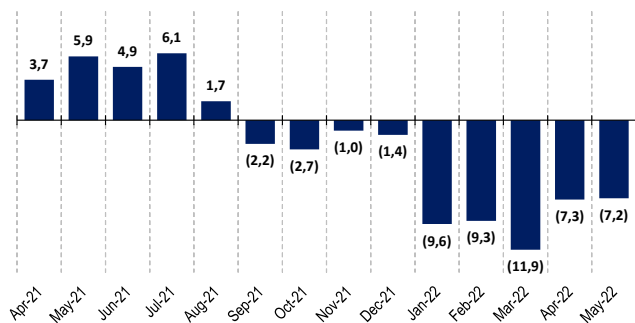
Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Os fundos de ações locais ainda registram resgates, mas menos

Como a taxa Selic continua subindo, os fundos de ações locais ainda enfrentam resgates. Nos primeiros 3 meses do ano, a média de resgates foi de R\$ 10,4 bilhões. No entanto, o ritmo desacelerou para R\$ 7,3 bilhões em abril e R\$ 7,2 bilhões em maio. À medida que o ciclo de alta da taxa de juros local se aproxima do fim, esperamos que os resgates diminuam ainda mais nos próximos meses.

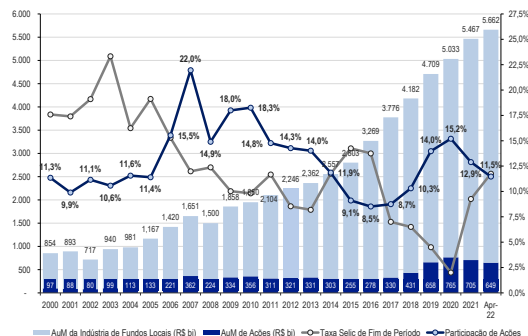
Com resgates totais no acumulado do ano se aproximando de R\$ 45 bilhões, as alocações de fundos mútuos locais para ações caíram para 11,5% em abril, abaixo dos 15,7% em maio de 2021.

Gráfico 6: Fluxo de entrada líquido mensal dos fundos de ações



Fonte: Economática, estimativas do BTG Pactual

Gráfico 7: Alocação de fundos locais



Fonte: Banco Central do Brasil, estimativas do BTG Pactual

Análise de empresas com grande geração de caixa

Compilamos abaixo uma lista de ações brasileiras que estão gerando muito caixa (e, em alguns casos, têm dividend yields atraentes) ou negociadas a um P/VP abaixo de 1. Para evitar ações excessivamente ilíquidas, limitamos nossa seleção a empresas com valor de mercado de pelo menos R\$ 2 bilhões (US\$ 400 milhões). Dentro desse universo, destacamos os ativos que nossos analistas mais gostam.

Nossa lista apresenta 18 empresas com valor de mercado acima de R\$ 2 bilhões que estão negociando com FCF yield acima de 10%. Algumas delas estão em nossos portfólios teóricos (10SIM, Small Caps, ESG) ou estão entre as Top Picks de nossos analistas em seus respectivos setores. Aqui, destacamos Petrobras, Gerdau, Vale, JBS, Arezzo, 3Tentos, CBA, TIM, Jalles Machado, Suzano, Iguatemi e SLC.

Tabela 2: Top Picks negociadas com FCF Yield acima de 10%

Company	Ticker	Market Cap (R\$ bn)	FCFE Yield	Rating
Petrobras	PETR4	451.99	28%	Neutral
Gerdau	GGBR4	48.08	20%	Buy
Vale	VALE3	409.18	16%	Buy
JBS	JBSS3	79.27	16%	Buy
Arezzo	ARZZ3	8.11	14%	Buy
3tentos	TTEN3	4.35	13%	Buy
CBA	CBAV3	8.88	13%	Buy
TIM Part	TIMS3	33.17	13%	Buy
Jalles Machado	JALL3	2.78	13%	Buy
Suzano	SUZB3	69.12	12%	Buy
Iguatemi	IGTI11	5.48	10%	Buy
SLC Agrícola	SLCE3	11.06	10%	Buy

Fonte: estimativas do BTG Pactual

Analisamos uma lista dos maiores pagadores de dividendos do Brasil. Aqui, destacamos Petrobras, Vale (que tem um plano agressivo de recompra em andamento), Cyrela, Banco do Brasil, BB Seguridade, B3, Telefonica Brasil e Odontoprev.

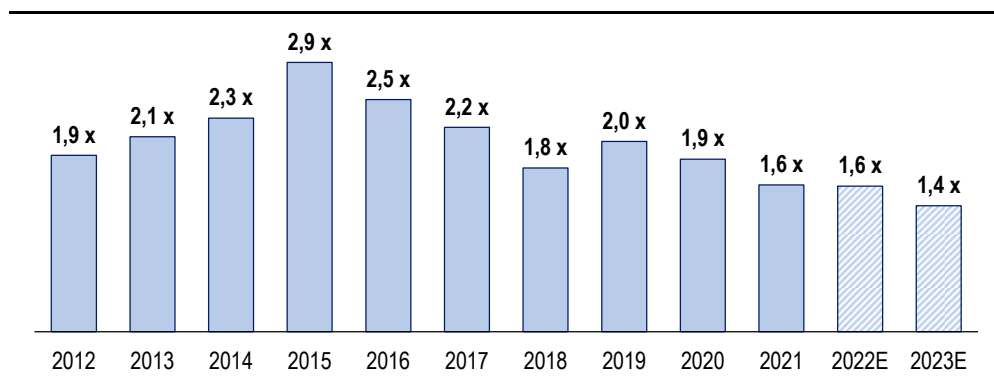
Também compilamos uma lista de ações com valor de mercado acima de R\$ 2 bilhões que estão sendo negociadas abaixo de seus valores contábeis. Alguns podem argumentar que o PVP não é a melhor maneira de analisar os níveis de valuation de algumas dessas empresas. Para resolver esse problema, pedimos aos nossos analistas que escolhessem seus nomes preferenciais entre as ações negociadas abaixo (ou pelo) do valor patrimonial. Segue a lista: Cielo, Anima, Banco do Brasil,

Embraer, Banco ABC, Cosan, Neoenergia, Cyrela, Gerdau e Locaweb. Algumas ações, como a Gerdau, por exemplo, são negociadas abaixo do valor contábil e têm um FCF yield acima de 10%.

Alavancagem das empresas brasileiras está diminuindo

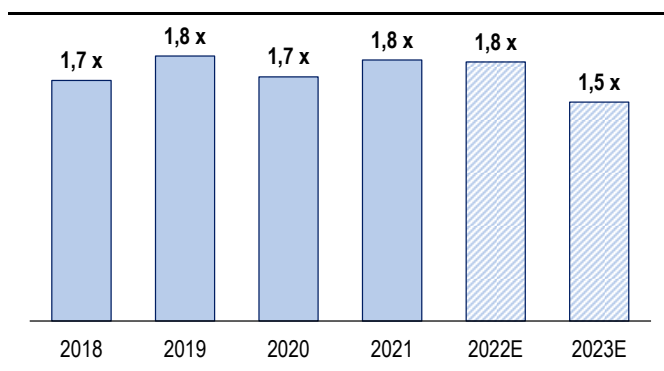
A alavancagem das companhias abertas brasileiras caiu nos últimos anos. Ex-Petrobras e Vale, atingiu níveis mínimos de 10 anos em 2021, após atingir o pico em 2015. A desalavancagem dos exportadores de commodities foi o principal fator do declínio geral. Incluindo Petrobras e Vale, a desalavancagem é ainda mais forte, pois ambas cresceram seu EBITDA e, no caso da Petrobras, reduziu a dívida também. Esperamos que a alavancagem permaneça estável em 2022 e diminua um pouco mais em 2023.

Gráfico 8: Alavancagem das empresas sob nossa cobertura ex-Petr&Vale (Dívida Líquida / EBITDA)



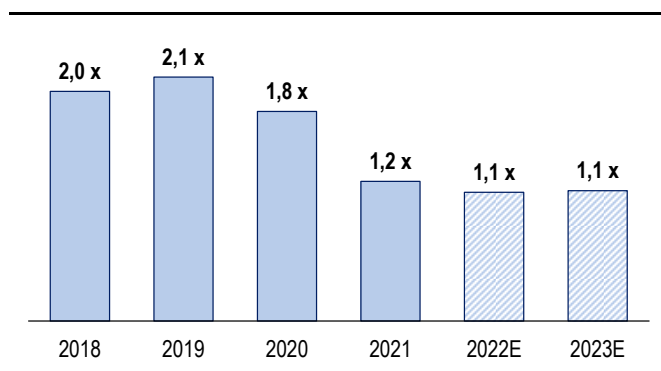
Fonte: estimativas BTG Pactual

Gráfico 9: Alavancagem das empresas domésticas sob nossa cobertura



Fonte: estimativas BTG Pactual

Gráfico 10: Alavancagem das empresas sob nossa cobertura



Fonte: estimativas BTG Pactual

Em 2021, a maior desalavancagem (ex-Petro e Vale) veio do forte crescimento do EBITDA consolidado (+44%), pois a dívida líquida também aumentou (+19%). Em 2022, esperamos que o EBITDA consolidado e a dívida líquida permaneçam estáveis, mantendo a alavancagem intacta em 1,6x – incluindo Petrobras e Vale, a alavancagem encerrou 2021 em 1,2x, e modelamos que caia para 1,1x em 2022. A lucratividade geral das empresas brasileiras listadas atingiu o pico recentemente, com a margem líquida do final de 2021 de 13,3%. Em 2022, projetamos rentabilidade menor devido a taxas de juros mais altas e o fraco crescimento econômico.

Com exceção das companhias aéreas, acreditamos que a maioria dos setores encerrou 2021 com alavancagem adequada. Alguns setores com vendas mais resilientes e previsíveis, como Propriedades (3,1x) e Infraestrutura (3,3x), podem lidar confortavelmente com uma alavancagem maior. Nenhum outro setor encerrou 2021 com alavancagem acima de 3x.

Diversas ações do setor de Propriedades figuram no topo da lista de empresas altamente alavancadas. No universo do varejo, a alavancagem é alta na Via Varejo e no Magazine Luiza. As companhias aéreas Gol e Azul também estão alavancadas, assim como a BRF.

Tabela 3: Alavancagem por setor

	2019	2020	2021	2022E	2023E
Cobertura BTGP	2,1 x	1,8 x	1,2 x	1,1 x	1,1 x
crescimento a/a	6,2%	-14,0%	-33,4%	-7,8%	1,2%
Cobertura BTGP (ex-Petr&Vale)	2,0 x	1,9 x	1,6 x	1,6 x	1,4 x
crescimento a/a	16,2%	-9,3%	-15,0%	-0,8%	-13,5%
Doméstico	1,8 x	1,7 x	1,8 x	1,8 x	1,5 x
crescimento a/a	10,1%	-7,8%	6,9%	-0,8%	-15,5%
Commodities	2,4 x	1,9 x	0,9 x	0,8 x	0,9 x
crescimento a/a	3,7%	-18,7%	-53,5%	-14,6%	16,1%
Agronegócio	2,4 x	2,3 x	2,3 x	1,7 x	1,5 x
Aéreas	3,3 x	9,9 x	10,3 x	4,7 x	n.a.
Bens de Capital	1,2 x	2,1 x	1,4 x	1,9 x	1,7 x
Aluguel de Carros & Logística	2,8 x	2,7 x	2,6 x	2,7 x	2,9 x
Educação	2,0 x	1,9 x	2,3 x	2,0 x	1,7 x
Financeiro (ex-Bancos)	0,1 x	0,0 x	n.a.	n.a.	n.a.
Alimentos & Bebidas	1,5 x	1,2 x	1,2 x	1,3 x	1,4 x
Saúde	1,6 x	1,6 x	2,2 x	2,3 x	1,7 x
Infraestrutura	2,7 x	3,2 x	3,3 x	2,5 x	2,2 x
Shoppings	2,4 x	2,2 x	2,8 x	1,6 x	1,2 x
Metais & Mineração	0,8 x	0,3 x	0,1 x	0,2 x	0,2 x
Petróleo & Gás	3,1 x	3,1 x	1,3 x	0,9 x	1,1 x
Propriedades	4,8 x	3,4 x	3,1 x	4,5 x	4,6 x
Papel & Celulose	4,6 x	4,0 x	2,5 x	2,0 x	2,0 x
Imobiliário	0,7 x	n.a.	0,6 x	1,3 x	0,9 x
Varejo	1,8 x	1,3 x	1,9 x	1,5 x	1,1 x
Tecnologia	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Telecom	0,7 x	0,5 x	0,5 x	1,1 x	0,9 x
Serviços Básicos	2,6 x	2,4 x	2,4 x	2,3 x	1,9 x

Fonte: estimativas BTG Pactual

Os impactos positivos da queda das taxas de longo prazo

As taxas reais de longo prazo do Brasil têm oscilado próximo a 5,7%, um nível relativamente alto que implica uma dose considerável de risco político/fiscal. Embora as preocupações dos investidores sejam compreensíveis, principalmente com as próximas eleições presidenciais (fortemente polarizadas), esperamos que as taxas reais de longo prazo caiam, especialmente se os principais candidatos se comprometerem com a disciplina fiscal. Uma agenda de reformas mais agressiva, privatizações e leilões adicionais de infraestrutura também podem reduzir as taxas de longo prazo.

Gráfico 11: Títulos governamentais de longo prazo (NTN-B 2035)


Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Ibovespa: queda limitada, potencial de valorização atraente

A queda das taxas de juros de longo prazo pode desencadear uma importante reavaliação do Ibovespa. Como fizemos no passado, realizamos um exercício simples para estimar o valor justo do Ibovespa em vários cenários, onde usamos diferentes premissas para inflação de longo prazo, taxas de juros reais de longo prazo e crescimento real do PIB. Para simplificar, mantemos o ROE em 15%, embora calculemos que o ROE consolidado foi de 26% em 2021 e estimado em 20% em 2022. Também mantemos o prêmio de risco de ações em 3%.

Resumo de todos os cenários

Racional por trás de nossos cenários/suposições:

Os cenários 1-2 são mais conservadores, com inflação, taxas de longo prazo e premissas de crescimento do PIB em linha com os números reais dessas variáveis. Mesmo nesses cenários, a queda do Ibovespa parece limitada, novamente sugerindo que os valuations estão adequadamente ajustados ao ambiente econômico/político mais difícil.

Os cenários 5-6 são otimistas. Assumimos uma inflação sob controle (3,0%-3,5%), taxas de longo prazo de volta a níveis historicamente baixos (3,5%-3,0%) e crescimento real do PIB de 2,0%-2,5%. Sob essas premissas, o potencial de valorização do Ibovespa é significativo.

Os cenários 3-4 estão alinhados com uma melhora moderada nas condições macroeconômicas gerais e, em nossa opinião, eles refletem de forma mais realista cenários tangíveis, onde assumimos a inflação e taxas reais de longo prazo variando de 4,0% a 4,5%, e crescimento real do PIB de 1,0%-1,5%.

Esses cenários apontam para múltiplos P/L justos em uma faixa de 9,7x a 11,5x versus o Ibovespa em um P/L projetado de 12 meses de 7,8x. O potencial de valorização varia de 25% a 48% nos cenários 3 e 4.

Tabela 4: Sensibilidade do preço alvo do Ibovespa em diferentes cenários

	Cenário 1	Cenário 2	Cenário 3	Cenário 4	Cenário 5	Cenário 6
ROE	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Ke	14,0%	13,0%	12,0%	11,0%	10,0%	9,0%
Inflação	5,5%	5,0%	4,5%	4,0%	3,5%	3,0%
Taxa real	5,5%	5,0%	4,5%	4,0%	3,5%	3,0%
Taxa de juros	11,0%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%	6,0%
Prêmio	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Crescimento	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Inflação	5,5%	5,0%	4,5%	4,0%	3,5%	3,0%
Crescimento real	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
P/L alvo	7,5x	8,5x	9,7x	11,5x	14,1x	18,1x
P/L atual 2022	7,8x	7,8x	7,8x	7,8x	7,8x	7,8x
IBOV	111.890	111.890	111.890	111.890	111.890	111.890
IBOV alvo	107.546	121.885	140.394	165.920	202.791	260.732
Potencial de valorização	-3,9%	8,9%	25,5%	48,3%	81,2%	133,0%

Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Análise *bottom-up*: o poder de um custo de capital próprio mais baixo

No exercício acima, mostramos como nosso valuation justo do Ibovespa muda em diferentes cenários para taxas de juros reais de longo prazo, inflação e crescimento do PIB.

Decidimos aprofundar os diferentes setores e estimar como os valuations de setor/ações mudam para cada redução de 100bps no custo de capital próprio. Dados os diferentes níveis de Beta, duração do fluxo de caixa e prêmios de risco associados a cada setor/ação, o impacto varia enormemente de setor para setor e de ação para ação.

Os resultados mostrados na tabela abaixo foram obtidos após nossos analistas executarem seus modelos para ~180 empresas, assumindo uma redução de 100bps no custo de capital próprio. O aumento médio do preço-alvo para as empresas analisadas foi de 15%, mas a faixa vai de 2% até 82%.

As empresas de Metais e Mineração (mediana de 8,6%) e Infraestrutura (9,5%) têm os menores aumentos de preço-alvo. Empresas de infraestrutura tendem a ter fluxos de caixa de longa duração, porém nossa equipe modela fluxos de caixa de rodovias (CCR e ECOR) de acordo com a duração dos contratos existentes (ou seja, sem perpetuidade) o que limita o potencial de valorização quando Ke (custo de capital próprio) cai.

Do outro lado do espectro, as empresas de Bens de Capital (22%), Aluguel de Carros (19%) e Tecnologia (18%) desfrutam de um aumento acima da média em seus preços-alvo.

Tabela 5: Aumento de preço alvo por setor

Setor	Potencial de Valoriz. %
Metais e Mineração	8,6%
Infraestrutura	9,5%
Imobiliário	10,0%
Propriedades Comerciais	10,6%
Saúde e Educação	10,6%
Serviços Básicos	11,5%
Petróleo	12,1%
Bancos	12,8%
Agornegócio	13,8%
Telecom	13,8%
Varejo	15,4%
Papel e Celulose	15,7%
Alimentos e Bebidas	17,7%
Tecnologia	17,9%
Aluguel de Carros & Logística	19,4%
Financeiro (ex-Bancos)	20,0%
Bens de Capital	21,9%

Fonte: Estimativas do BTG Pactual

Carteira Recomendada de Ações – Dividendos:

Apesar de uma TIR ainda atraente, optamos por retirar Energisa devido aos recentes ruídos regulatórios envolvendo o setor. Já no caso de BrasilAgro, nossa decisão foi pautada por desempenho relativo (ativo valorizou 21,89% desde que colocamos na carteira vs. 6,22% do IDIV). Em relação a Sabesp, acreditamos que mesmo sem considerar qualquer cenário de privatização em nossos números, entendemos que o nome está sendo negociado a uma TIR real barata de 10% e a 0,67x EV/RAB. Além disso, estamos começando a nos tornar mais construtivos nas eleições estaduais, à medida que vemos gradualmente mais candidatos pró-privatização ganhando força nas pesquisas. Com isso, acreditamos que o nome oferece um risco/retorno atraente, pois uma Sabesp privatizada – assumindo um EV/RAB conservador de 1,3x – poderia valer R\$ 95/ação. No caso de Cyrela, ativo encontra-se sendo negociado a 0,61x P/NAV e 5,6x P/L para 2022, o que vemos como extremamente descontado, além de uma expectativa de gerar 12% de dividend yield esse ano. Acreditamos que a relação de risco/retorno aqui também faz sentido devido ao fato de seu preço de tela estar apenas 9,25% acima do pior momento da pandemia, em maio de 2020. Vemos a Cyrela muito bem posicionada no setor e com balanço bastante resiliente, o que também contribui com essa escolha para nossa carteira. Alupar, Bradesco, Itaú Unibanco, BrasilAgro, Engie, Telefônica e ISA CTEEP mantiveram seus lugares.

Tabela 6: Alterações na Carteira para Junho

Maio				Junho			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Bradesco	Bancos	BBDC4	10%	Bradesco	Bancos	BBDC4	10%
Alupar	Serviços Básicos	ALUP11	10%	Alupar	Serviços Básicos	ALUP11	10%
Energisa	Serviços Básicos	ENGI11	10%	Cyrela	Imobiliário	CYRE3	10%
ISA Cteep	Serviços Básicos	TRPL4	10%	ISA Cteep	Serviços Básicos	TRPL4	10%
BrasilAgro	Agronegócio	AGRO3	10%	Sabesp	Serviços Básicos	SBSP3	10%
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%
Engie	Serviços Básicos	EGIE3	10%	Energisa	Serviços Básicos	ENGI11	10%
Telefônica Brasil	Telecom	VIVT3	10%	Telefônica Brasil	Telecom	VIVT3	10%
Vale	Metais & Mineração	VALE3	10%	Vale	Metais & Mineração	VALE3	10%
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%

Fonte: BTG Pactual

Tabela 7: Carteira Recomendada de Dividendos

Empresa	Ticker	Setor	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	EV/EBITDA		P/L		Dividend Yield (%)	
					2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
Bradesco	BBDC4	Bancos	10%	199.174	-	-	7,9x	7,2x	6,4%	7,1%
Alupar	ALUP11	Serviços Básicos	10%	7.856	7,8x	7,6x	13,9x	11,1x	7,2%	9,0%
Cyrela	CYRE3	Imobiliário	10%	5.248	7,9x	7,1x	6,2x	5,3x	12,2%	16,9%
ISA Cteep	TRPL4	Serviços Básicos	10%	17.966	8,4x	6,4x	17,9x	9,4x	5,5%	10,7%
Sabesp	SBSP3	Serviços Básicos	10%	31.291	6,6x	5,7x	11,6x	11,2x	2,0%	2,7%
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%	237.738	-	-	8,3x	7,6x	4,1%	6,6%
Energisa	ENGI11	Serviços Básicos	10%	18.874	4,3x	4,3x	10,6x	9,6x	5,5%	5,8%
Telefônica Brasil	VIVT3	Telecom	10%	85.487	5,2x	4,7x	14,1x	10,6x	7,1%	4,9%
Vale	VALE3	Metais & Mineração	10%	408.667	4,1x	4,0x	6,5x	6,4x	9,7%	9,7%
Banco do Brasil	BBAS3	Bancos	10%	104.498	-	-	4,0x	3,9x	10,1%	11,5%

Fonte: BTG Pactual e Econômica

Bradesco (BBDC4):

Vimos crescer o interesse por ações do setor financeiro, principalmente os grandes Bancos do nosso universo de cobertura, uma vez que muitos investidores esperam que o setor seja mais defensivo no atual cenário de inflação/juros mais elevados. No geral, vemos um cenário construtivo para o setor. Para a tese de investimento do Bradesco, acreditamos que o Valuation atual é muito pouco exigente. O Bradesco passou a ser negociado com desconto em relação a sua média histórica, tanto em relação ao P/L quanto PVP.

Alupar (ALUP11):

A Alupar vem desenvolvendo cada vez mais o seu operacional nos últimos resultados trimestrais e já possui um portfólio de transmissão com uma RAP de R\$ 2,89 bilhões e extensão de quase 8 mil km. Apesar da Alupar ser a mais alavancada entre as empresas quase puras de transmissão (3,1x Dívida líquida/Ebitda no 1T22), o aumento do endividamento é resultado do histórico da empresa de boa alocação de capital em projetos de transmissão geradores de valor. Para 2022 esperamos também investimentos em projetos de geração de energia eólica e solar, os quais devem entrar em operação ainda esse ano. Portanto, com a maioria desses projetos em operação, esperamos que a alavancagem caia para níveis muito mais confortáveis até o final de 2022, o que deve abrir espaço para melhores dividendos. Atualmente temos um dividend yield de 9,1% para 2022 e 9,5% em 2023 – com espaço para pagamentos mais elevados com a desalavancagem mencionada. Ela vem sendo negociada com uma TIR real de 9,2%, a maior entre os pares de transmissão.

ISA CTEEP (TRPL4):

A Isa CTEEP é a maior empresa privada de transmissão do setor elétrico brasileiro e é responsável por aproximadamente 33% de toda a energia elétrica transmitida pelo Sistema Interligado Nacional (SIN). Ela possui um portfólio de transmissão de 19 mil km com uma RAP de R\$ 2,9 bilhões. A companhia possui 9 linhas de transmissão em construção, totalizando R\$ 500 milhões em RAP e 1.700 km. Destes, 6 projetos (R\$ 380 milhões de RAP) estão em estágio avançado de conclusão e provavelmente serão energizados nos próximos meses. 2022 será um ano de importantes leilões de novas linhas de transmissão e esperamos que a companhia também participe, os quais deverão ser bastante concorridos. Consideramos este um bom investimento para estratégia de dividendos, o qual proporciona também segurança na carteira. Ela é negociada com uma TIR de 7,7% e um dividend yield de 9% para 2022 e 11,8% para 2023 com alavancagem mais baixa de 3,0x Dívida líquida/Ebitda.

Sabesp (SBSP3):

Vemos a Sabesp como uma tese que vem se destacando em termos de risco/retorno nos últimos meses. Esse ano já foi concedido à empresa um aumento tarifário de 12,8%, o que vemos como uma redução de risco importante para as ações, especialmente em ano eleitoral. No 1T22 seu Ebitda ajustado foi de R\$ 1,72 bilhão, 11% acima de nossa projeção, com destaque para o aperto nas despesas PMSO que cresceram 9,4% a/a contra um IPCA +11,3% nos últimos 12 meses. Outros dois aspectos relevantes que embasam a adição de Sabesp na carteira são o valuation e a tese de privatização que envolve a companhia. Ela está sendo negociada com uma TIR real de 9,6% (~400 bps acima dos juros de 10 anos) e EV/RAB de 0,80x. Além disso, com o caminhar da corrida eleitoral para o Governo do estado de São Paulo, acreditamos que a Sabesp poderá se beneficiar se mais candidatos pró-privatização começarem a ganhar força nas pesquisas. Uma Sabesp privatizada – assumindo um EV/RAB de 1,3x – poderia valer quase R\$ 100/ação (potencial de valorização de mais de 100% em comparação aos preços atuais da companhia).

Energisa (ENGI11):

Energisa é uma das operadoras mais premium do setor e é negociada com um desconto relevante perante os pares, com uma TIR real de 11,7% contra uma média de 10% de seus pares. As concessões da empresa mostraram muita resiliência durante esse período de atividade econômica mais fraca em 2021. A Energisa também foi uma das principais beneficiárias do descasamento IGPM/IPCA, uma vez que 6 de suas 11 principais concessões estão vinculadas ao IGPM, o que contribuiu para o aumento do EBITDA regulatório dessas distribuidoras. Essa forte geração de caixa também ajudou a reduzir a alavancagem para 2,4x dívida líquida/EBITDA no 1T22. A empresa anunciou seu plano de negócios de 5 anos, continuando a buscar oportunidades em transmissão, energias renováveis, biogás e eventualmente distribuição de gás. Gostamos da disciplina de capital da empresa e continuamos a vendo como uma boa opção no setor. Ela possui um dvd yield de 5,5% para 2022, 5,8% para 2023.

Cyrela (CYRE3):

A Cyrela Combina um valuation atrativo, uma gestão excelente e um balanço robusto. E em um cenário volátil, a forte liquidez das ações merece um prêmio, razão pela qual a Cyrela é nossa Top Pick no setor imobiliário. A ação também oferece algumas opções que não estão precificadas, como CashMe (sua fintech, que atua em crédito imobiliário e home equity) e a participação da Cyrela via JV em outras empresas listadas (Cury, Lavvi e Plano&Plano) que também estão com valuation descontado. Apesar do cenário macro mais difícil para o setor, a Cyrela ainda deve apresentar bons resultados, já que as vendas foram muito fortes em 2020-21, acumulando uma carteira de projetos que serão construídos em 2022-23 – um indicativo de forte geração de caixa pela frente. Além disso, o fechamento da curva de juros deverá beneficiar a precificação das ações do setor como um todo. Esperamos também para 2022 bons pagamentos de dividendos, gerando um dividend yield de 12% para o ano. Ela está sendo negociada a um PVP de 0,8x e um P/L de 5,7x para 2022.

Itaú Unibanco (ITUB4):

Como estamos sinalizando há mais de seis meses, as ações dos bancos incumbentes devem se provar defensivas no atual ambiente de subida das taxas de juros. O Itaú reportou forte ROE de 20% no 1T22, com as principais contribuições provenientes do Brasil (21% ROE) e do negócio de atacado (24%). O braço de varejo apresentou ROE de 18% (estável a/a), enquanto as operações ex-Brasil registraram ROE de 16%, embora uma grande melhora em relação a trimestres anteriores. Seguros foi provavelmente o principal ponto positivo, compensando em partes o NII mais fraco. Uma taxa de imposto mais baixa também ajudou. Sim, os NPLs (inadimplências) aumentaram, mas a qualidade da carteira de crédito superou os pares. O trimestre não muda nossa visão para o ano e Itaú e BB continuam sendo nossas Top Picks no universo dos grandes bancos brasileiros.

Telefônica Brasil (VIVT3):

A Vivo possui um modelo de negócios resiliente, balanço sólido e forte geração de caixa. Entendemos também que as grandes empresas de telecomunicações do Brasil se beneficiarão da consolidação do setor, especialmente após a consolidação da Oi Móvel. A Vivo precisará realizar importantes desembolsos de caixa em 22, devido ao leilão do 5G e aquisição da Oi Móvel. Mas apesar das obrigações vultosas, a Vivo é bem capitalizada, com forte geração de FCF Operacional (EBITDA – CAPEX) e baixa alavancagem, logo não esperamos mudanças em sua política de distribuição de proventos.

Vale (VALE3):

Acreditamos que a companhia será uma grande beneficiária da reabertura e reaceleração da economia chinesa em junho/julho após os lockdowns realizados nas últimas semanas. Em última análise, estamos vendo um ponto de inflexão na China (embora haja riscos daqui a alguns meses), e esperamos que a balança de oferta e demanda fiquem mais apertada daqui para frente. No curto prazo, os preços do minério de ferro devem continuar sendo sustentados pela recuperação da China e a recuperação da produção de aço, refletindo estímulos, flexibilização das restrições à poluição e oferta (principais companhias do setor lutando para estabilizar a produção). A administração da Vale continua altamente disciplinada em sua alocação de capital (modelo de negócios asset-light), o que implica que a maior parte da agenda deve focar em retornos de caixa aos acionistas – projetamos um dividend yield de 15% para 2022, incluindo o recente anúncio do programa de recompra de ações de aproximadamente US\$ 8 bilhões. Também esperamos que os problemas na produção de minério de ferro em Carajás se dissipem, auxiliando no aumento da produção e na diluição do custo fixo. Esperamos melhores resultados em sua unidade de metais básicos, que em nossa visão está subvalorizada em 2022 (EBITDA potencial maior que US\$ 5 bilhões), com o níquel apresentando bom desempenho devido aos problemas de produção global. Nós reiteramos nossa recomendação de Compra.

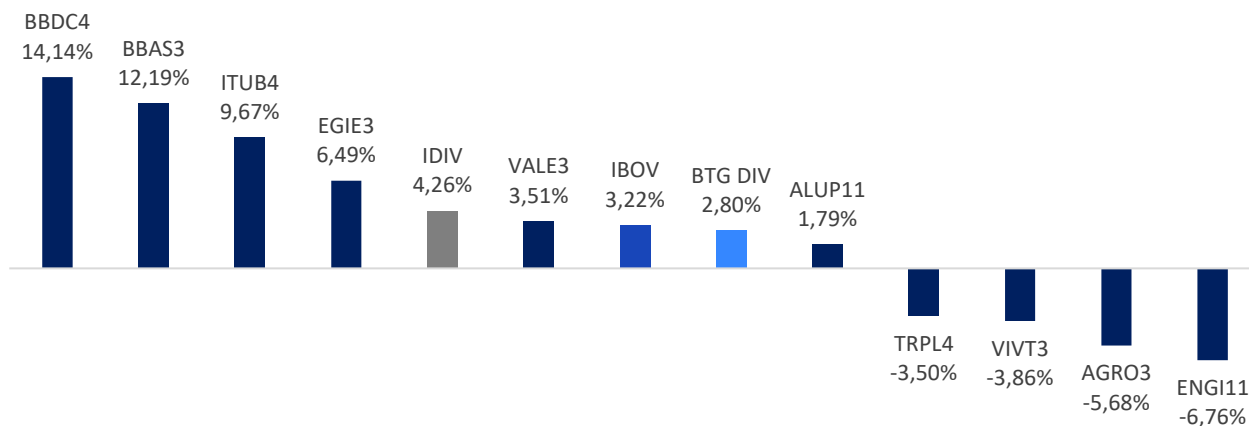
Banco do Brasil (BBAS3):

Vemos o BB em uma posição muito melhor do que em 2015 (governo Dilma). Ele era negociado a 0,45x P/VP vs. 0,7x hoje. Mas, naquela época, o BB tinha crescido muito mais do que seus pares privados nos 5 anos anteriores, apesar de uma economia em deterioração. O capital principal era muito inferior ao dos pares privados, e a taxa Selic não só estava mais alta do que está agora, mas com fortes indícios de que poderia aumentar ainda mais, o que significa um custo de capital próprio muito mais alto também. Por causa do balanço patrimonial mais fraco e provisões, a visibilidade dos resultados foi fraca. O ROE caiu 50% nos 2 anos seguintes. E se não fosse pelo novo governo, a lucratividade provavelmente teria caído ainda mais. Atualmente, o BB cresceu menos que seus pares nos últimos 5 anos, seu capital principal é maior e sua carteira de crédito tem um perfil de risco menor, com empréstimos aos setores agrícolas e menor concentração de empréstimos sem garantia. A aprovação da nova lei das estatais, durante o governo Temer, também aumentou a proteção para a companhia. Enquanto o P/VP é maior do que em 2015, o P/L (que combina ROE e P/VP na mesma métrica) é mais barato. Se o BB conseguir manter o lucro estável em termos nominais e mantiver o payout em 40%, em 10 anos você receberá de volta todo o valor de mercado em dividendos. Após um primeiro trimestre melhor que o esperado, agora vemos o BB entregando o topo de seu guidance para o lucro líquido (R\$ 26 bilhões) em 2022. Se isso acontecer, seria negociado a um preço muito barato de 4x P/L 22, com um dividend yield de 10%, que é muito barato para ser ignorado.

Performance Histórica:

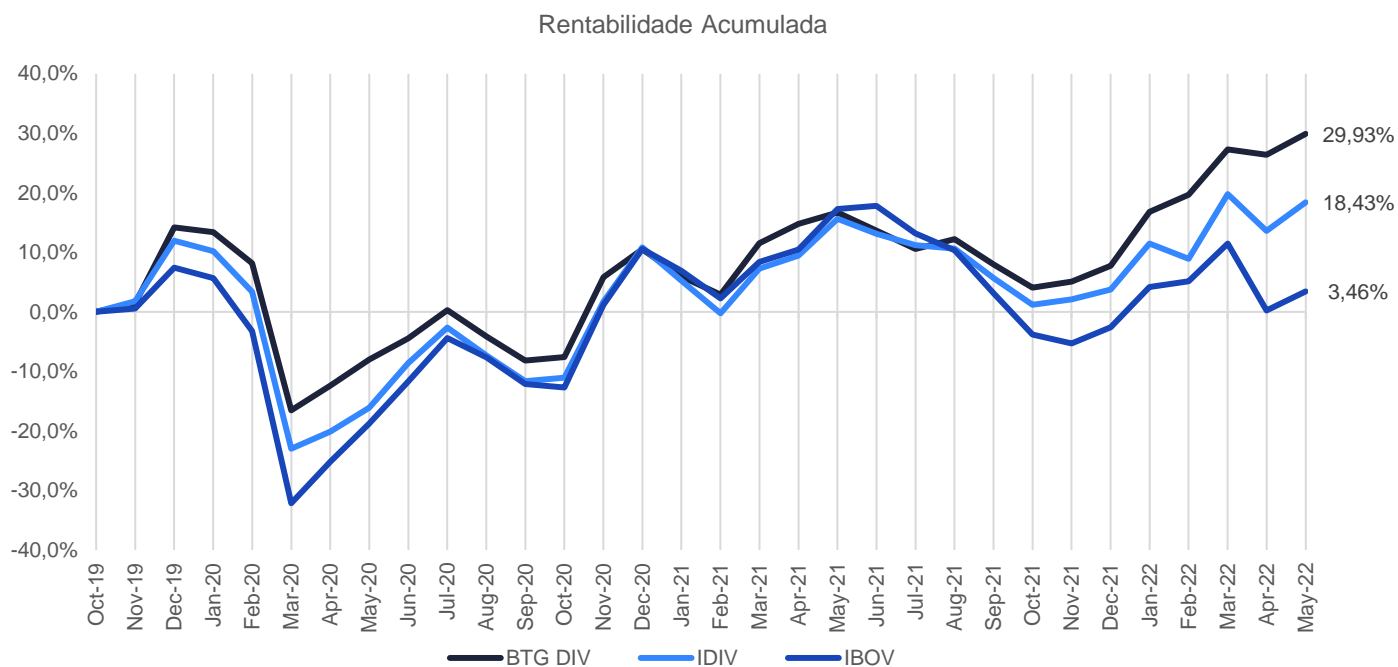
Em Maio, nossa Carteira Recomendada de Dividendos teve uma performance de +2,80%, contra +4,26% do IDIV e +3,22% do IBOV. Desde o dia 8 de novembro de 2019, a nossa Carteira Recomendada de Dividendos acumula uma rentabilidade de +29,93%, contra +18,43% do IDIV e +3,46% do IBOV.

Gráfico 12: Performance por ação em Maio de 2022 (%)



Fonte: BTG Pactual e Econômica

Gráfico 13: Rentabilidade Acumulada desde o início (%)



Fonte: BTG Pactual e Econômica

Mapa de Proventos (R\$/Ação):

Empresa	2019	2020	2021	Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dec-22
ITSA4	-	R\$ 0,46	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -							
TAE11	R\$ 0,67	R\$ 3,11	R\$ 5,41	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -							
CYRE3	R\$ 1,04	-	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -							
TIET11	R\$ 0,27	R\$ 0,51	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -							
TRPL4	-	R\$ 0,52	R\$ 4,04	R\$ 0,15	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -							
BBSE3	-	R\$ 0,88	R\$ 0,48	R\$ -	R\$ 0,93	R\$ -	R\$ -	R\$ -							
VMT3	-	R\$ 2,13	R\$ 2,07	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -							
EGIE3	-	-	R\$ 2,44	R\$ -	R\$ -	R\$ 0,78	R\$ -	R\$ -							
CPLE6	-	-	R\$ 0,53	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -							
BBDC4	-	-	R\$ 0,25	R\$ 0,02	R\$ 0,016	R\$ 0,016	R\$ 0,016	R\$ 0,02							
ITUB4	-	-	-	R\$ -	R\$ -	R\$ 0,015	R\$ 0,015	R\$ 0,015							
VALE3	-	-	R\$ 15,09	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -							
AGRO3	-	-	-	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ 2,016	R\$ -							
ALUP11	-	-	-	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ 0,45			R\$ 0,45			R\$ 0,33	
BBAS3	-	-	-	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ 0,60							
Total	R\$ 1,97	R\$ 7,60	R\$ 30,30	R\$ 0,16	R\$ 0,95	R\$ 0,81	R\$ 2,05	R\$ 1,08	-	-	R\$ 0,45	-	-	R\$ 0,33	-

Fonte: RI das Companhias e BTG Pactual

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente em quadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: *Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao 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 aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.*

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório é certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

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.asp