



# Carteira Recomendada de Dividendos

## Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Julho 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](mailto: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

---

#### O Ibovespa está extremamente descontado

O Ibovespa sofreu uma grande correção em junho, caindo 11,5% em reais e 19,4% em dólares, desempenho fortemente abaixo do S&P500 (-8,4%) e assim chegando a um ótimo ponto de entrada, dado o seu valuation descontado. As ações locais (ex-Petro & Vale) estão sendo negociadas a 8,4x P/L projetado de 12 meses, ou 6,9x com Petro&Vale, e o prêmio para manter ações (~6%) é o mais alto em 12 anos.

#### 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.

#### 1 mudanças no mês: sai TRPL. Entra: SLC Agrícola

Preferimos entrar no mês de julho sem uma exposição dupla ao segmento de transmissão de energia. Tivemos mais um leilão de novas linhas de transmissão no dia 30/06 com alta concorrência. A TRPL foi vencedora de dois lotes (3 e 6) mas, devido a essa concorrência elevada, os retornos ficaram pressionados. Além disso, dentro de transmissão, preferimos a Alupar com uma TIR de 9,3% (TRPL com TIR de 8,1%) e um histórico de boa alocação de capital. Adicionamos SLC Agrícola, visto que a empresa oferece exposição a um dos setores mais resilientes e competitivos do Brasil sob a forma de uma companhia grande e bem administrada, com um modelo de negócios comprovado que busca ser um produtor de baixo custo de soja, algodão e milho via adoção de tecnologia nas áreas mais tradicionais da agricultura. Alupar, Bradesco, Itaú Unibanco, Cyrela, Energisa, Telefônica, Sabesp, Banco do Brasil e Vale mantiveram seus lugares.

**Tabela 1: Carteira Recomendada de Dividendos de Julho**

Empresa	Ticker	Setor	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	EV/EBITDA		P/L		Dividend Yield (%)	
					2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
<b>Bradesco</b>	BBDC4	Bancos	10%	168.272	-	-	6,8x	6,2x	7,4%	8,2%
<b>Alupar</b>	ALUP11	Serviços Básicos	10%	7.739	7,8x	7,6x	13,8x	11,0x	7,3%	9,1%
<b>Cyrela</b>	CYRE3	Imobiliário	10%	4.545	7,0x	6,2x	5,3x	4,5x	14,4%	19,9%
<b>SLC Agrícola</b>	SLCE3	Agronegócio	10%	9.175	5,2x	5,5x	7,3x	7,9x	6,2%	11,6%
<b>Sabesp</b>	SBSP3	Serviços Básicos	10%	28.824	6,2x	5,4x	10,5x	10,1x	2,4%	2,5%
<b>Itaú Unibanco</b>	ITUB4	Bancos	10%	206.608	-	-	7,2x	6,6x	4,7%	7,5%
<b>Energisa</b>	ENGI11	Serviços Básicos	10%	17.070	4,0x	4,1x	9,7x	8,8x	5,1%	5,7%
<b>Telefônica Brasil</b>	VIVT3	Telecom	10%	78.806	4,6x	4,2x	12,5x	9,4x	8,0%	5,5%
<b>Vale</b>	VALE3	Metais & Mineração	10%	362.922	2,3x	2,7x	3,2x	4,8x	13,2%	15,0%
<b>Banco do Brasil</b>	BBAS3	Bancos	10%	95.253	-	-	3,6x	3,6x	11,0%	12,5%

Fonte: BTG Pactual e Econômica

## As ações brasileiras estão extremamente baratas

O Ibovespa sofreu uma grande correção em junho, caindo 11,5% em reais e 19,4% em dólares, desempenho fortemente abaixo do S&P500 (-8,4%). Embora seja improvável que o Ibovespa (ou maioria dos índices de mercados emergentes) sejam negociados completamente dissociados do S&P500, o fato é que o índice brasileiro em dólares (o EWZ) está próximo de seu menor patamar em 5 anos, em forte contraste com o S&P500 (gráficos 1-2).

**Gráfico 1: Desempenho do S&P500**

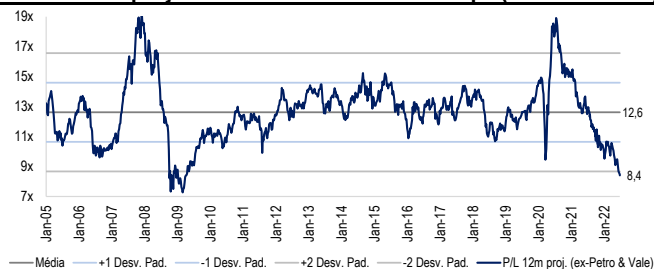

Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

**Gráfico 2: Desempenho EWZ**


Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Após a correção de junho, o Ibovespa está sendo negociado a um valuation muito atrativo. O Ibovespa (ex-Petrobras e Vale) está negociando a 8,4x P/L projetado de 12 meses, dois desvios padrão abaixo da média histórica (gráfico 3) e um dos níveis mais baixos dos últimos anos – o P/L projetado de 12 meses, incluindo Petrobras e Vale, é de apenas 6,9x.

**Gráfico 3: P/L projetado de 12 meses do Ibovespa (ex-Petr & Vale)**



Fonte: estimativas BTG Pactual

**Gráfico 4: P/L projetado de 12 meses do Ibovespa**

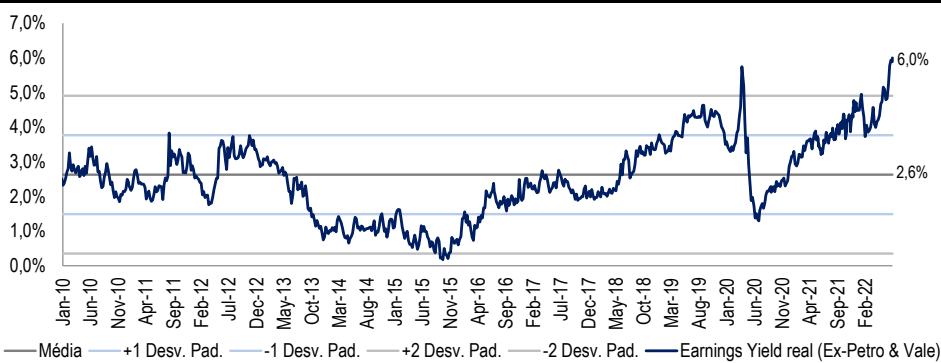


Fonte: do BTG Pactual

Enquanto os juros reais de longo prazo subiram em junho e encerraram o mês em alta de 5,9%, acima dos 5,7% de maio, os valuations parecem atraentes. O prêmio para manter ações, medido como o inverso do P/L menos as taxas de juros reais de 10 anos, é de 6,0%, o maior em 12 anos (gráfico 5).

As taxas de juros reais de longo prazo em 5,9% já implicam grandes riscos políticos e fiscais. Como temos argumentado desde o início do ano, vemos espaço para que as taxas reais de longo prazo caíam ainda este ano, principalmente se os principais candidatos presidenciais se comprometerem com políticas econômicas responsáveis.

**Gráfico 5: Earnings yield (L/P menos taxas de juros de 10 anos)**

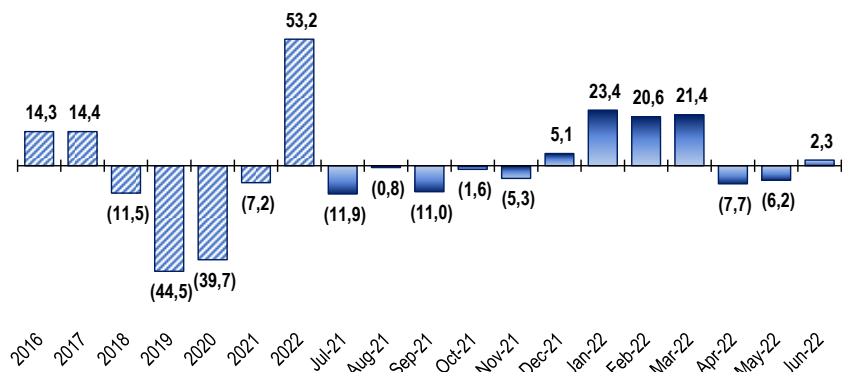


Fonte: Banco Central do Brasil, estimativas do BTG Pactual

### Investidores estrangeiros foram compradores líquidos de ações brasileiras em junho

Os estrangeiros retiraram R\$ 6,2 bilhões em maio, após um fluxo de resgates de R\$ 7,7 bilhões em abril, mas foram compradores líquidos em junho no valor de R\$ 2,3 bilhões.

**Gráfico 6: Fluxos de investidores estrangeiros (R\$ bi)**



Fonte: B3

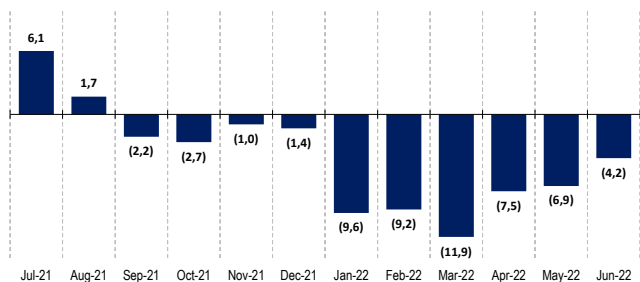
### Os recursos continuam saindo do mercado de ações local

Como a Selic continua subindo, os fundos de ações locais sofreram retiradas por mais um mês, o décimo consecutivo, com um fluxo de saída de fundos de ações locais agora em R\$ 49 bilhões no acumulado do ano.

Mas, pelo menos, esse fluxo de saída diminuíram recentemente. Após um fluxo de saída médio de R\$ 10,2 bilhões no 1T22, a média caiu para R\$ 7,3 bilhões em abril/maio e R\$ 4,2 bilhões em junho. Como o ciclo de subida da Selic parece estar perto do fim, vemos as saídas desacelerando ainda mais nos próximos meses.

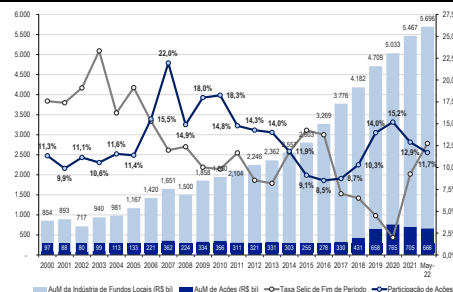
Com um fluxo de resgates total de R\$ 49 bilhões no acumulado do ano, a exposição a ações dos fundos de multimercados locais caiu para 11,7% em maio, abaixo dos 15,7% em maio de 2021.

**Gráfico 7: Fundos de ações - Captações líquidas mensais**



Fonte: Anbima, estimativas do BTG Pactual

**Gráfico 8: Alocação de fundos locais**

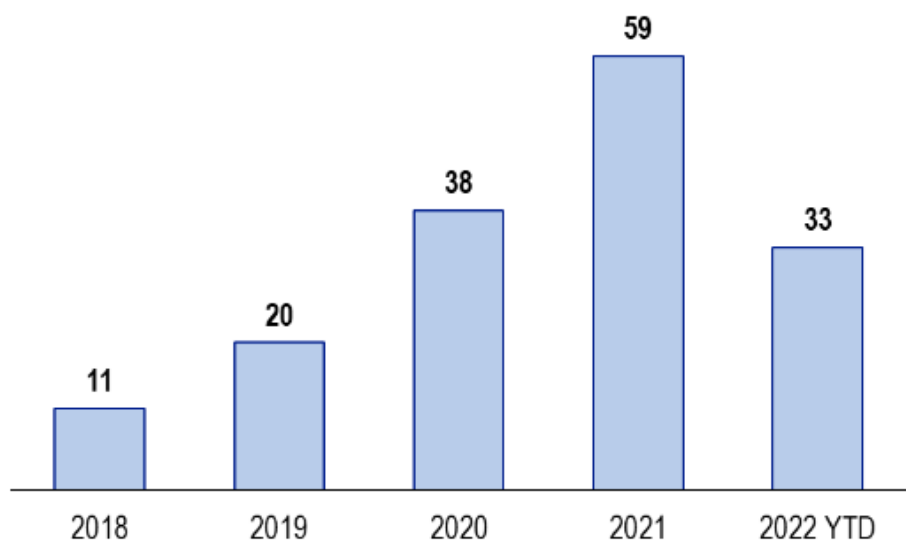


Fonte: Banco Central do Brasil, estimativas do BTG Pactual

### Raio-X de recompras de ações

Analizamos as recompras de ações no Brasil nos últimos 5 anos e neste relatório destacamos as empresas mais consistentes em anunciar e implementar os maiores programas. Analizamos 161 programas anunciados por 78 empresas nos últimos 5 anos – 107 já foram concluídos e 54 ainda estão em aberto.

As empresas brasileiras intensificaram as recompras nos últimos anos, com 59 programas anunciados em 2021 vs. 38 em 2020 e 20 em 2019. Em 2022, foram anunciados 33 programas até o momento.

**Gráfico 9: Programas de recompra por ano**

Fonte: estimativas do BTG Pactual

### O tamanho médio dos programas de recompra de ações é de 5% das ações em circulação

De acordo com a legislação brasileira do mercado de capitais, as companhias listadas podem anunciar programas de recompra de até 10% do total de suas ações em circulação. Uma vez executado o programa (ou encerrado pela empresa), um novo poderá ser aberto, novamente limitado a 10% das ações em circulação no momento do anúncio.

O tamanho médio dos 161 programas de recompra que analisamos foi de 5% do total de ações em circulação. Destas, 17 empresas anunciaram programas destinados a comprar, em média, 9-10% de suas ações em circulação, embora apenas algumas delas tenham comprado mais de 50% das ações incluídas no programa, enquanto outras abriram programas para recomprar apenas 1% de suas ações em circulação.

### As empresas com programas de recompra mais confiáveis

De todos os programas de recompra que analisamos e que já foram concluídos, apenas 44% das empresas recompraram efetivamente mais de 50% das ações do programa.

Algumas empresas têm executado consistentemente a maioria de suas recompras. Mais precisamente, 20 implementaram quase totalmente seus programas, recomprando mais de 90% das ações incluídas no programa, embora vários tenham anunciado pequenos programas ou não tenham sido consistentes na estratégia no passado – anunciando/executando 1 programa nos últimos 5 anos.

### Apenas algumas empresas anunciaram e executaram grandes programas de recompra

Os principais destaques são as empresas que anunciaram e efetivamente executaram grandes programas de recompra.

12 empresas divulgaram programas para recomprar mais de 6% de suas ações em circulação, e efetivamente recompraram no mínimo 50% desse valor: ABC, Anima, Cosan, CSN, Direcional, JBS, JSL, Lavvi, Ser Educacional, Sinqia, SYN e Vale (vide tabela abaixo).

**Tabela 2: Destaques do nosso banco de dados de recompra**

Empresa	# de programas de recompra	Programas ainda abertos	Programas já encerrados	Tamanho médio do programa (% de ações)	Porcentagem média comprada (programas fechados)
Abc Brasil	2	1	1	10%	93%
Anima	4	1	3	10%	62%
Cosan	4	1	3	6%	87%
CSN	3	1	2	6%	98%
Direcional	2	1	1	10%	52%
JBS	4	1	3	10%	64%
JSL	2	1	1	7%	54%
Lawi	3	1	2	10%	84%
Ser Educacional	4	1	3	9%	60%
Sinqia	3	1	2	10%	60%
SYN	2	0	2	10%	100%
Vale	3	1	2	6%	100%

Fonte: relatórios das empresas, BTG Pactual

A Vale anunciou programas para recomprar, em média, 6% de suas ações em circulação, e implementou integralmente esses programas. Também tem um programa de recompra em andamento para comprar até 10% de suas ações em circulação, e até agora recomprou 4% das ações.

Também destacamos a JBS, que nos últimos 5 anos anunciou 4 programas, todos para recomprar até 10% de suas ações em circulação – em média, recomprou 64% das ações incluídas nos 3 programas já fechados. Na última, concluída em 22 de maio, a JBS comprou 100% das ações. Também tem um programa recém-lançado (iniciado em 11 de maio) para comprar até 10% das ações em circulação.

A Cosan também anunciou quatro programas nos últimos anos para recomprar, em média, 6% de suas ações em circulação. Em média, executou 87% dos três programas já fechados. E nos dois últimos programas, recomprou ~100% das ações. A Cosan também possui um programa de recompra em andamento para comprar até 9,39% das ações em circulação, e já executou 70% do programa.

Veja abaixo uma tabela resumindo todas as recompras por empresa

**Tabela 3: Recompras por empresa**

Empresa	# de programas de recompra	Programas ainda abertos	Programas já encerrados	Tamanho médio do programa (% de ações)	Porcentagem média comprada (programas fechados)	Empresa	# de programas de	Programas ainda abertos	Programas já encerrados	Tamanho médio do programa (% de ações)	Porcentagem média comprada (programas fechados)
Abc Brasil	2	1	1	10%	93%	Lojas Renner	1	0	1	1%	25%
Ambev	1	1	0	0%	87%	M. Dias Branco	1	1	0	10%	47%
Ambipar	1	1	0	5%	0%	Magalu	3	0	3	3%	73%
Americanas	2	1	1	3%	100%	Marfrig	4	0	4	2%	99%
Anima	4	1	3	10%	62%	Meliuz	1	1	0	10%	4%
Arezzo	3	1	2	10%	8%	Melnick	2	0	2	8%	46%
Armac	1	1	0	8%	0%	Metalúrgica Gerdau	1	1	0	10%	0%
Aura Minerals	1	1	0	10%	11%	Minerva	2	0	2	7%	50%
Azul	2	1	1	1%	15%	MRV	2	0	2	5%	0%
Banco Inter	2	1	1	3%	10%	Multiplan	2	0	2	3%	83%
Bemobi	2	1	1	4%	100%	Natura	3	0	3	2%	76%
BK Brasil	1	0	1	1%	100%	Odontoprev	4	1	3	4%	98%
BR Properties	3	1	2	4%	100%	Porto Seguro	4	1	3	7%	0%
Bradesco	4	1	3	1%	29%	Positivo	3	1	2	4%	64%
BRF	2	1	1	1%	64%	Qualicorp	1	0	1	4%	63%
Brisanet	1	1	0	10%	12%	RaiaDrogasil	2	0	2	0%	50%
Cogna	1	1	0	5%	7%	Randon	2	1	1	5%	100%
Cosan	4	1	3	6%	87%	Rumo	1	0	1	1%	17%
CSN	3	1	2	6%	98%	Santander	3	1	2	1%	24%
CSN Mineração	3	1	2	1%	95%	Santos Brasil	1	1	0	10%	0%
CVC	1	0	1	5%	4%	Sao Carlos	4	1	3	4%	16%
Dexco	2	0	2	4%	100%	São Martinho	1	0	1	7%	44%
Direcional	2	1	1	10%	52%	Sequoia	1	1	0	5%	73%
Embraer	1	0	1	1%	22%	Ser Educacional	4	1	3	9%	60%
Energias do Brasil	3	1	2	6%	99%	Simpar	3	1	2	8%	46%
Eztec	4	1	3	6%	40%	Sinqia	3	1	2	10%	60%
Gerdau	2	1	1	3%	100%	SLC Agrícola	2	1	1	2%	100%
Gol	1	0	1	1%	100%	Sul America	2	0	2	4%	84%
Grupo Soma	1	1	0	6%	0%	Suzano	1	1	0	3%	2%
Hapvida	2	1	1	10%	15%	SYN	2	0	2	10%	100%
Hypera	3	1	2	2%	48%	Telefônica Brasil	2	1	1	10%	33%
Irani	1	1	0	8%	34%	Totvs	2	0	2	1%	78%
IRB Brasil	1	0	1	5%	19%	Tupy	1	1	0	6%	0%
Itaú Unibanco	1	0	1	3%	0%	Unifique	2	1	1	5%	100%
JBS	4	1	3	10%	64%	Vale	3	1	2	6%	100%
JSL	2	1	1	7%	54%	Via	1	0	1	1%	100%
Lawi	3	1	2	10%	84%	Vibra	1	1	0	10%	32%
Localiza	3	1	2	9%	5%	Wilson Sons	1	1	0	2%	0%
Locaweb	1	0	1	1%	100%	Yduqs	1	1	0	7%	25%

Fonte: relatórios das empresas, BTG Pactual



## Carteira Recomendada de Ações – Dividendos:

Preferimos entrar no mês de julho sem uma exposição dupla ao segmento de transmissão de energia. Tivemos mais um leilão de novas linhas de transmissão no dia 30/06 com alta concorrência. A TRPL foi vencedora de dois lotes (3 e 6) mas, devido a essa concorrência elevada, os retornos ficaram pressionados. Além disso, dentro de transmissão, preferimos a Alupar com uma TIR de 9,3% (TRPL com TIR de 8,1%) e um histórico de boa alocação de capital. Adicionamos SLC Agrícola, visto que a empresa oferece exposição a um dos setores mais resilientes e competitivos do Brasil sob a forma de uma companhia grande e bem administrada, com um modelo de negócios comprovado que busca ser um produtor de baixo custo de soja, algodão e milho via adoção de tecnologia nas áreas mais tradicionais da agricultura. Alupar, Bradesco, Itaú Unibanco, Cyrela, Energisa, Telefônica, Sabesp, Banco do Brasil e Vale mantiveram seus lugares.

Tabela 4: Alterações na Carteira para Julho

Junho				Julho			
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%
Cyrela	Imobiliário	CYRE3	10%	Cyrela	Imobiliário	CYRE3	10%
ISA Cteep	Serviços Básicos	TRPL4	10%	SLC Agrícola	Agronegócio	SLCE3	10%
Sabesp	Serviços Básicos	SBSP3	10%	Sabesp	Serviços Básicos	SBSP3	10%
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%
Energisa	Serviços Básicos	ENGI11	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 5: 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%	168.272	-	-	6,8x	6,2x	7,4%	8,2%
Alupar	ALUP11	Serviços Básicos	10%	7.739	7,8x	7,6x	13,8x	11,0x	7,3%	9,1%
Cyrela	CYRE3	Imobiliário	10%	4.545	7,0x	6,2x	5,3x	4,5x	14,4%	19,9%
SLC Agrícola	SLCE3	Agronegócio	10%	9.175	5,2x	5,5x	7,3x	7,9x	6,2%	11,6%
Sabesp	SBSP3	Serviços Básicos	10%	28.824	6,2x	5,4x	10,5x	10,1x	2,4%	2,5%
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%	206.608	-	-	7,2x	6,6x	4,7%	7,5%
Energisa	ENGI11	Serviços Básicos	10%	17.070	4,0x	4,1x	9,7x	8,8x	5,1%	5,7%
Telefônica Brasil	VIVT3	Telecom	10%	78.806	4,6x	4,2x	12,5x	9,4x	8,0%	5,5%
Vale	VALE3	Metais & Mineração	10%	362.922	2,3x	2,7x	3,2x	4,8x	13,2%	15,0%
Banco do Brasil	BBAS3	Bancos	10%	95.253	-	-	3,6x	3,6x	11,0%	12,5%

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 7,3% para 2022 e 9,1% em 2023 – com espaço para pagamentos mais elevados com a desalavancagem mencionada. Ela vem sendo negociada com uma TIR real de 9,3%, a maior entre os pares de transmissão.

## SLC Agrícola (SLCE3):

---

A SLC possui uma exposição indireta ao petróleo dado que com aumento do preço do petróleo as fibras sintéticas se tornam mais caras, e assim temos um preço de algodão mais caro (que representa cerca de 50% do EBITDA da companhia). Em relação aos resultados reportados, a companhia apresentou fortes números no 1T, com EBITDA recorde de R\$1.26bi, +176% a/a e 50% da nossa expectativa para 2022 em apenas um tri. Enquanto resultados trimestrais no agro muitas vezes não significam muito, já que em grande parte dependem das decisões comerciais de vender ou carregar estoques, isso é apenas parcialmente verdade para o 1T da SLC – com volumes de soja e algodão expandindo 36% a/a. O forte EBITDA foi puxado por um cenário favorável de preços (receita +96% a/a) e margem recorde de 52.3% (+15p.p. a/a), destacando quanto valor pode ser criado no ciclo atual. Companhia vendeu “apenas” 1% e 46% de sua produção esperada de milho e soja, o que a coloca no caminho para o limite superior do guidance de EBITDA de R\$ 2,5 – 3 bi.

## Sabesp (SBSP3):

---

Não é apenas uma história dependente de eventos corporativos, mas também está sendo negociada a um preço descontado para o NAV justo. Vemos a Sabesp negociando a um EV/RAB 2022 implícito de 0,65x, abaixo do nível de eficiência atualmente entregue como uma empresa estatal. Por ter um desempenho inferior em termos de EBITDA regulatório em quase 20%, poderíamos argumentar que a Sabesp deveria negociar mais próximo de 0,8x EV/RAB em um cenário “como está”. Então, por que adicionar a empresa ao nosso portfólio? Bem, apesar de já oferecer um potencial de valorização decente aos preços atuais, um cenário de privatização pode ser transformador para a empresa. Se a Sabesp acabar nas mãos de um operador privado, esperamos ver a companhia sendo negociado a pelo menos 1x EV/RAB - ou, considerando a concorrência que naturalmente surgiria para um ativo tão premium, nós podemos ver prêmios ainda mais elevados a serem pagos. Como estamos nos aproximando do início da corrida eleitoral – e com um claro candidato a favor da privatização ganhando terreno nas pesquisas recentes – nós gostamos das probabilidades neste momento. Em nossos números, a Sabesp negociando a 1x EV/RAB poderia valer R\$ 77/ação, enquanto em 1,3x, poderia valer R\$ 100/ação. Naturalmente, a privatização ainda não está concluída e, mesmo que estivesse, ainda não sabemos exatamente qual o modelo de privatização que o governo do estado seguiria. Mas o risco/retorno neste ponto é muito atraente.

## 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 12,6% contra uma média de 11% 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 5,1% para 2022, 5,7% 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 e entregues 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 anunciou recentemente um programa de recompra de até 4,74% de suas ações em circulação. Ela está sendo negociada a um PVP de 0,8x e um P/L de 4,6x 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 ação é um grande beneficiário da reabertura e reaceleração da economia chinesa nos próximos meses, na sequência dos lockdowns muito agressivos nas últimas semanas. Em última análise, estamos em um ponto de inflexão na China, embora haja riscos nos próximos meses, e esperamos que os balanços de oferta & demanda fiquem mais apertados. No curto prazo, os preços do minério de ferro devem continuar sustentados por níveis de produção de aço chinês elevados, refletindo estímulos e flexibilização das restrições à poluição, e a oferta marítima apertada (empresas principais do setor tendo dificuldades para estabilizar a produção). A tese de investimento na Vale pode se estender bem até 2022. A administração continua altamente disciplinada na alocação de capital (muito pouco capex de crescimento), o que implica que a maior parte da agenda deve ser feita via retornos de caixa aos acionistas – projetamos um dividend yield 15% para 2022, incluindo o recentemente anúncio de um programa de recompra de aproximadamente US\$ 8 bilhões. Também esperamos que os problemas de produção de minério de ferro em Carajás sejam atenuados, ajudando na produção e na diluição dos custos fixos. Nós também antecipamos resultados melhores em sua subvalorizada unidade de metais básicos em 2022 (EBITDA potencialmente maior do que US\$ 5 bilhões), com o níquel tendo bom desempenho devido à problemas de produção global.

## Banco do Brasil (BBAS3):

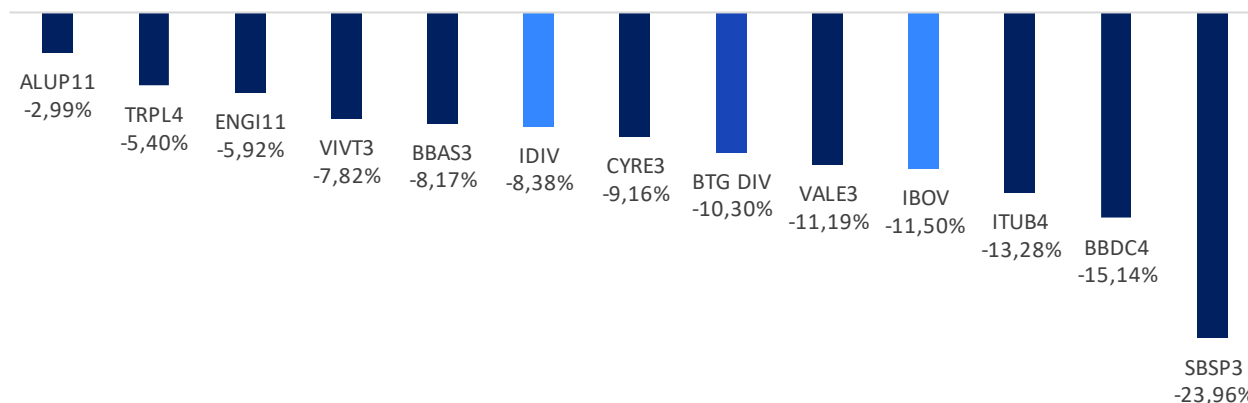
---

O BB está em uma posição muito melhor do que em 2015 (no governo Dilma). Ele estava negociando a 0,45x P/VP então vs. 0,62x 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 Selic não só estava mais alta do que está agora, mas com fortes indícios de que pode subir até mais, significando um CoE (custo de capital próprio) muito maior. Por causa do balanço ruim e riscos de provisões, a visibilidade dos resultados era ruim. O ROE caiu 50% nos 2 anos seguintes. E se não fosse pelo novo governo, a lucratividade provavelmente teria caído ainda mais. Avançando para os dias de hoje, 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 mais baixo, com mais agro e menos empréstimos ao consumidor sem garantias. A aprovação da nova lei sobre empresas estatais, durante o governo Temer, também aumentou a proteção às empresas públicas. 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 mantiver o lucro estável em termos nominais e mantiver o payout em 40%, em menos de 10 anos, você receberá de volta todo o valor de mercado em dividendos. Apesar do potencial ruído político das próximas eleições, depois de cair 9% no mês passado e negociando a 3,7x P/L em 2022 (11% de dividend yield), acreditamos que o BBAS é muito barato para ser ignorado.

## Performance Histórica:

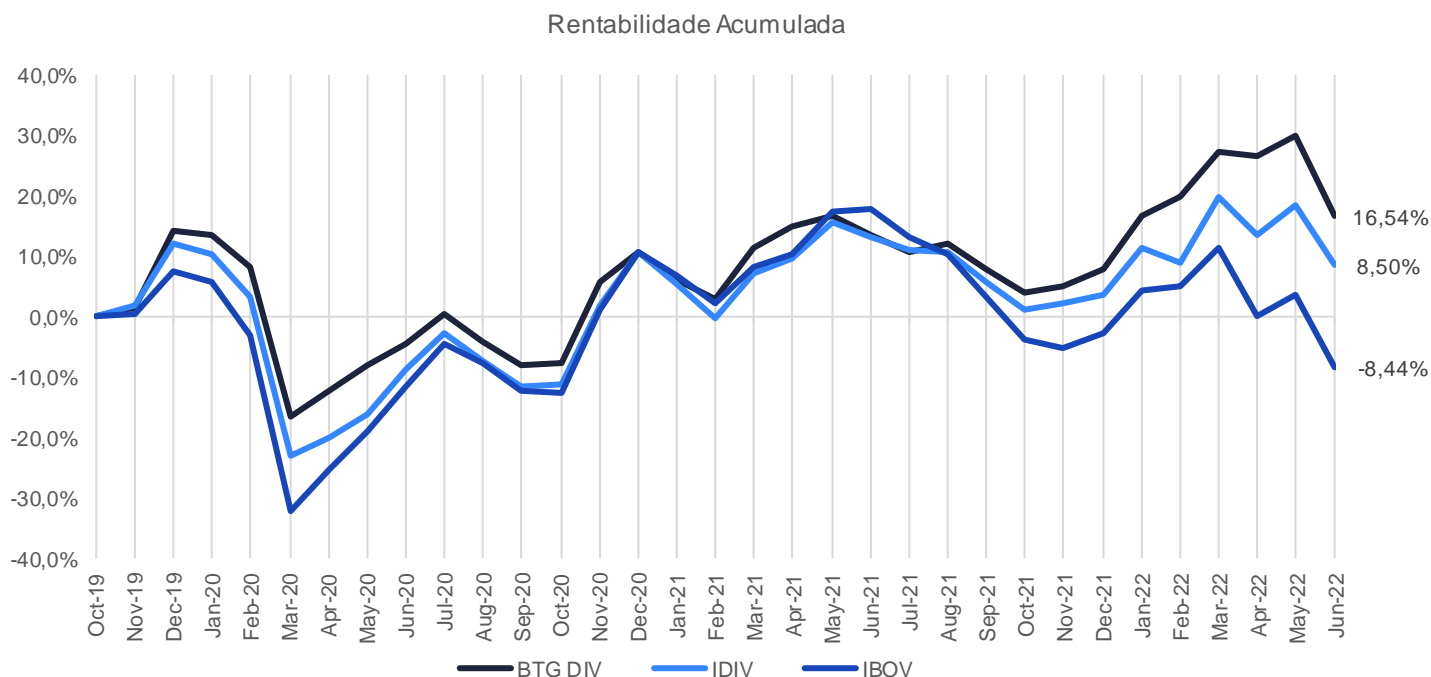
Em Junho, nossa Carteira Recomendada de Dividendos teve uma performance de -10,30%, contra -8,38% do IDIV e -11,50% do IBOV. Desde o dia 8 de novembro de 2019, a nossa Carteira Recomendada de Dividendos acumula uma rentabilidade de +16,55%, contra +8,50% do IDIV e -8,44% do IBOV.

Gráfico 10: Performance por ação em Junho de 2022 (%)



Fonte: BTG Pactual e Econômica

Gráfico 11: 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	R\$ 0,17	R\$ 0,02					
ITUB4	-	-	-	R\$ -	R\$ -	R\$ 0,015	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	R\$ 0,21						
<b>Total</b>	<b>R\$ 1,97</b>	<b>R\$ 7,60</b>	<b>R\$ 30,30</b>	<b>R\$ 0,16</b>	<b>R\$ 0,95</b>	<b>R\$ 0,81</b>	<b>R\$ 2,05</b>	<b>R\$ 1,08</b>	<b>R\$ 0,39</b>	<b>R\$ 0,02</b>	<b>R\$ 0,45</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>R\$ 0,33</b>	<b>-</b>

Fonte: RI das Companhias e BTG Pactual

## Rentabilidade por mês:

BTG DIV	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	BTG DIV no ano	IDIV no ano	BTG DIV Acum.	IDIV Acum.	
<b>2019</b>												1,4%	12,6%	14,22%	11,97%	14,22%	11,97%
<b>2020</b>	-0,7%	-4,6%	-22,8%	4,9%	5,0%	3,9%	4,9%	-4,4%	-4,2%	0,6%	14,6%	4,4%	-3,25%	-1,00%	10,51%	10,85%	
<b>2021</b>	-4,1%	-2,9%	8,4%	2,9%	1,7%	-2,6%	-2,7%	1,5%	-3,8%	-3,6%	1,0%	2,5%	-2,49%	-6,41%	7,75%	3,74%	
<b>2022</b>	8,4%	2,5%	6,3%	-0,7%	2,80%	-10,3%							8,16%	4,58%	16,55%	8,50%	

## 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 enquadrado 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 e 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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.asp)*