



# Carteira Recomendada de Dividendos

## Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Agosto 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 mensal da carteira.

### Pontos Principais

---

#### As ações brasileiras estão sendo negociadas a preços atrativos

Embora o Ibovespa tenha se saído bem em julho (+4,7% em BRL; +4,8% em USD), ainda teve um desempenho muito abaixo do S&P500 (+9,1%), e isso depois de uma queda de 19% em USD em junho (vs. -8,4% para S&P). O fraco desempenho do Ibovespa nos últimos dois meses acentuou a diferença de valuation entre as ações brasileiras e outros mercados de melhor desempenho, deixando o índice brasileiro (em dólares) próximo ao seu nível mais baixo em 5 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.

#### 3 mudanças no mês: saem Vale, Cyrela e Energisa. Entram: Petrobras, Cosan e Minerva

Optamos por retirar Vale devido a receios com retomada da atividade na China (mercado imobiliário segue fraco). A entrada de Petrobras é justificada pela nossa visão mais benéfica para Petróleo e momento positivo de dividendos da cia. Cosan entra no lugar de Cyrela dado valuation atrativo, expectativa de resultado forte e dividend yield > 12%. A saída de Energisa ocorre devido a sua boa performance relativa no mês. No seu lugar optamos por colocar Minerva dado valuation atrativo (cia está negociando com desconto de 11% para EV/EBITDA histórico) e expectativa de fortes resultados à frente (ciclo de gado mais benéfico no Brasil e demanda por bovino ainda resiliente).

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

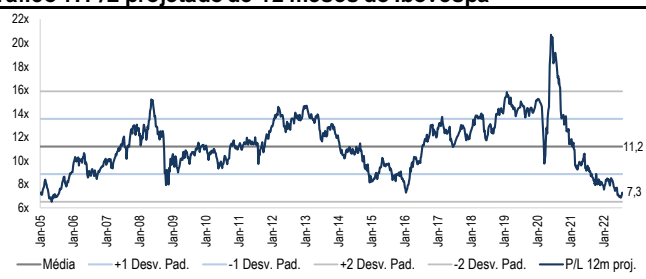
Empresa	Ticker	Setor	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	EV/EBITDA		P/L		Dividend Yield (%)	
					2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
Bradesco	BBDC4	Bancos	10%	169.976	-	-	6,7x	6,1x	8,3%	9,0%
Alupar	ALUP11	Serviços Básicos	10%	7.839	7,6x	7,3x	16,7x	10,3x	6,0%	9,7%
Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	10%	466.372	2,6x	3,1x	4,4x	4,8x	15,9%	11,9%
SLC Agrícola	SLCE3	Agronegócio	10%	9.169	5,2x	5,5x	7,3x	7,9x	6,2%	11,6%
Sabesp	SBSP3	Serviços Básicos	10%	30.532	6,3x	5,5x	10,8x	10,5x	2,3%	2,4%
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%	214.927	-	-	7,6x	6,9x	7,2%	8,0%
Cosan	CSAN3	Petróleo & Gás	10%	34.887	4,4x	3,9x	7,1x	6,4x	13,2%	18,8%
Telefônica Brasil	VIVT3	Telecom	10%	74.511	4,5x	4,1x	21,4x	14,4x	7,4%	5,8%
Minerva	BEEF3	Alimentos & Bebidas	10%	7.653	4,8x	4,5x	12,9x	8,1x	5,9%	5,2%
Banco do Brasil	BBAS3	Bancos	10%	102.644	-	-	4,0x	3,9x	11,5%	11,8%

Fonte: BTG Pactual e Econômica

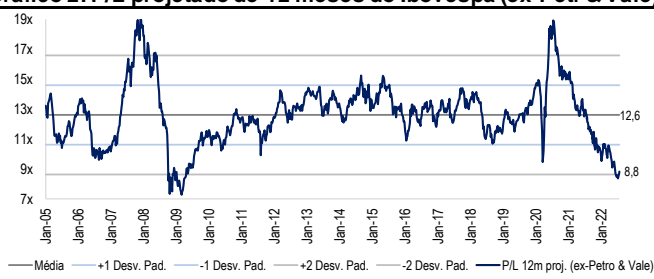
## As ações brasileiras estão atraentes

Embora o Ibovespa tenha apresentado um bom desempenho em julho (+4,7% em reais; +4,8% em dólares), ele ainda teve um desempenho muito inferior ao S&P500 (+9,1%). E isso depois do Ibovespa ter caído 19% em USD em junho (vs. -8,4% para S&P). O fraco desempenho do Ibovespa nos últimos dois meses acentuou a diferença de valuation entre as ações brasileiras e outros mercados com melhor desempenho. Atualmente, o Ibovespa em dólares (o EWZ) está próximo dos níveis mais baixos dos últimos 5 anos.

Como os lucros das empresas brasileiras listadas têm sido bastante resilientes ultimamente, os níveis de valuation que estamos vendo agora estão bastante descontados. O Ibovespa está sendo negociado a 7,3x P/L projetado de 12 meses, dois desvios padrão abaixo dos níveis históricos (gráfico 1). A última vez que negociou com tal valuation foi em 2005. Mesmo removendo Petrobras e Vale, os preços permanecem baixos, com o índice em 8,8x P/L projetado de 12 meses, dois desvios padrão abaixo da média. A última vez que o índice (ex-Petro e Vale) foi negociado nesse patamar foi em 2008-09, durante a crise financeira global.

**Gráfico 1: P/L projetado de 12 meses do Ibovespa**


Fonte: Estimativas do BTG Pactual

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


Fonte: Estimativas do BTG Pactual

O baixo desempenho reflete em parte os crescentes riscos eleitorais e fiscais, fazendo com que as taxas de juros reais de longo prazo continuem subindo mês após mês, para níveis vistos apenas em tempos de crise política intensa. Os juros reais de longo prazo subiram um pouco mais em julho e fecharam o mês em 6,2% (vs. 5,9% em junho, 5,7% em maio e 4,3% um ano atrás; gráfico 3).

Embora as taxas reais estejam muito altas, os valuations estão tão baixos que o prêmio para manter ações, medido como o inverso do P/L menos as taxas de juros reais de 10 anos, é um dos mais altos dos últimos 12 anos, em 5,1% (gráfico 4).

Como mencionado anteriormente, as taxas atuais implicam em grande risco político. A clareza sobre o cenário eleitoral (que acontecerá em algum momento de outubro) seguido do anúncio pelo presidente eleito de suas principais políticas

econômicas, que esperamos ser responsáveis, não importa quem vença, pode fazer com que o risco político diminua e as taxas de longo prazo se reduzam (ao menos um pouco). Com os valuations nos níveis atuais, esse cenário pode levar a uma alta das ações.

**Gráfico 3: Títulos governamentais de longo prazo (NTN-B 2035)**



Fonte: Banco Central do Brasil, BTG Pactual

**Gráfico 4: Earnings yield (L/P menos taxas de juros de 10 anos)**



Fonte: Banco Central do Brasil, BTG Pactual

### Os resultados das empresas brasileiras listadas estão se mostrando resilientes

Nós estimamos que as empresas brasileiras reportarão uma queda de 2,4% a/a nos lucros consolidados de 2022. Ex-Petrobras e Vale, projetamos que o lucro cresça apenas 0,9% a/a. Ainda mais interessante, nossas projeções de lucro foram revisadas para cima nos últimos 6 meses, com o lucro consolidado de 2022 aumentado em 3,3% e em 0,6% ex-Petrobras e Vale.

Embora ainda estejamos estimando empresas domésticas reportando um crescimento de lucro s em 2022 (+4,7% a/a), reduzimos nossas estimativas para essas empresas em 5,3% nos últimos 6 meses e ainda achamos que os lucros de exportadores de commodities em 2022 cairão (modelamos uma queda a/a de 7,6%), mas menos do que esperávamos 6 meses atrás (aumentamos nossos lucros estimados dos exportadores de commodities em 11,6%).

Para 2023, esperamos que o lucro ex-Petrobras e Vale cresça 9,7% a/a, impulsionado por empresas que vendem, principalmente, no mercado interno (crescimento de 19,5% a/a em 2023). Com a economia prevista para desacelerar em 2023, nossas projeções podem estar mais do lado otimista.

**Tabela 2: Crescimento dos lucros**

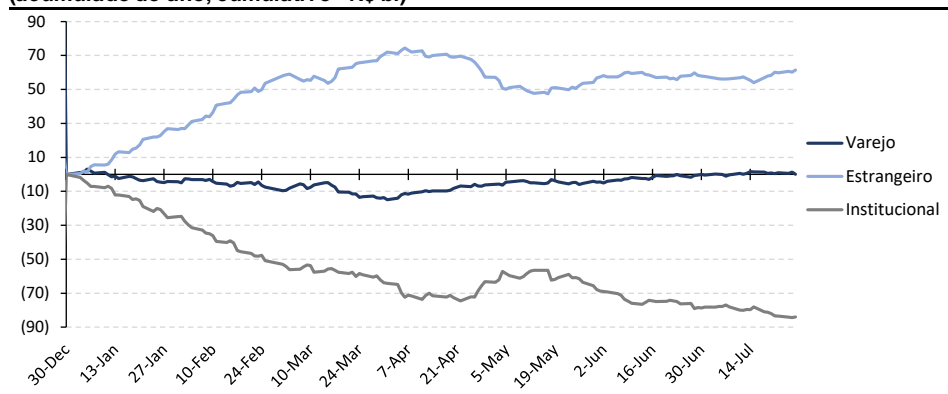
	2020	2021	2022E	2023E	12m proj.	2022 vs 2021	2023 vs 2022	2022 vs 2020
<b>Cobertura BTGP</b>	170.751	526.613	514.125	503.300	507.897	-2,4%	-2,1%	201,1%
<b>Cobertura BTGP (ex-Petr&amp;Vale)</b>	157.467	309.951	312.718	342.749	329.996	0,9%	9,6%	98,6%
<b>Doméstico</b>	156.524	223.437	233.876	279.461	260.103	4,7%	19,5%	49,4%
<b>Commodities</b>	14.226	303.175	280.249	223.838	247.793	-7,6%	-20,1%	1869,9%
Agronegócio	4.863	8.066	12.681	14.438	13.692	57,2%	13,9%	160,8%
Aéreas	-17.085	-1.727	192	192	192	n.a.	n.a.	n.a.
Bancos	65.240	89.144	105.057	113.737	110.051	17,9%	8,3%	61,0%
Bens de Capital	-296	4.890	5.588	7.282	6.562	14,3%	30,3%	n.a.
Aluguel de Carros & Logíst.	2.702	5.216	5.386	6.847	6.226	3,3%	27,1%	99,4%
Educação	-654	6	-70	591	310	n.a.	n.a.	n.a.
Financeiro (ex-Bancos)	11.553	12.537	14.669	17.423	16.253	17,0%	18,8%	27,0%
Alimentos & Bebidas	31.421	39.201	30.254	24.031	26.674	-22,8%	-20,6%	-3,7%
Saúde	4.005	3.736	5.427	9.072	7.524	45,2%	67,2%	35,5%
Infraestrutura	661	2.764	3.568	4.328	4.005	29,1%	21,3%	439,7%
Metais & Mineração	29.851	166.086	136.120	95.118	112.530	-18,0%	-30,1%	356,0%
Petróleo & Gás	-8.000	115.358	105.276	100.197	102.354	-8,7%	-4,8%	n.a.
Papel & Celulose	-12.487	13.665	26.172	14.085	19.218	91,5%	-46,2%	n.a.
Imobiliário	5.317	7.183	7.997	9.693	8.973	11,3%	21,2%	50,4%
Varejo	7.586	10.889	12.081	19.324	16.248	10,9%	59,9%	59,3%
Software	926	1.076	1.566	2.109	1.878	45,5%	34,7%	69,0%
Telecom	6.679	7.568	5.537	7.670	6.764	-26,8%	38,5%	-17,1%
Serviços Básicos	38.469	40.953	36.624	57.162	48.441	-10,6%	56,1%	-4,8%

Fonte: Estimativas do BTG Pactual

## Sem fluxo de recursos para ações brasileiras

Do ponto de vista técnico, é fácil explicar o desempenho ruim do Ibovespa ultimamente. Investidores estrangeiros, que investiram +R\$ 60 bilhões em ações brasileiras nos primeiros 3 meses do ano, retiraram os recursos nos últimos 4 meses (R\$ 15 bilhões) e não mostram sinais de retorno enquanto nos aproximamos das eleições presidenciais.

Os investidores institucionais locais também não estão comprando ações. De fato, os fluxos de saída têm sido grandes. Os únicos compradores marginais são os pequenos investidores, que passaram a comprar mais agressivamente em maio e continuaram desde então (gráfico 5).

**Gráfico 5: Negociação Líquida por Tipo de Investidor considerando Contratos Futuros (acumulado do ano, cumulativo - R\$ bi)**


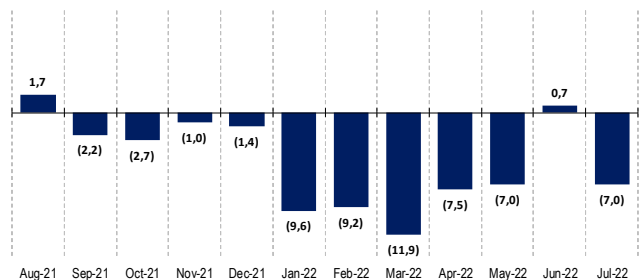
Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Após alguns meses de vendas mais agressivas, os estrangeiros ficaram fora do mercado em junho e julho, com um *net new money* próximo de zero nos últimos dois meses.

Os fundos de ações locais enfrentaram resgates novamente em julho (~R\$ 7 bilhões), pelo 11º mês consecutivo. A retirada de capital no acumulado do ano é de R\$ 52 bilhões, consequência direta do aumento das taxas de juros, com a Selic em 13,25% em julho e com expectativa de subir na próxima Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom).

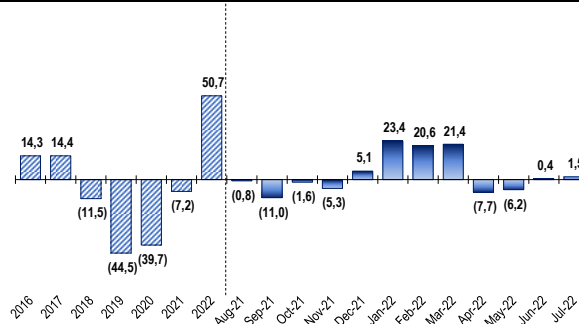
Alguns podem ver o copo meio cheio e argumentar que pelo menos os resgates diminuíram nos últimos meses. Mas com as taxas de juros ainda subindo, é difícil projetar quando esse fluxo de saída deve parar. Esperamos que os resgates desacelerem ainda mais nos próximos meses, à medida que as elevações de taxas de juros terminem.

**Gráfico 6: Fundos de ações - fluxo líquido mensal**



Fonte: Estimativas do BTG Pactual

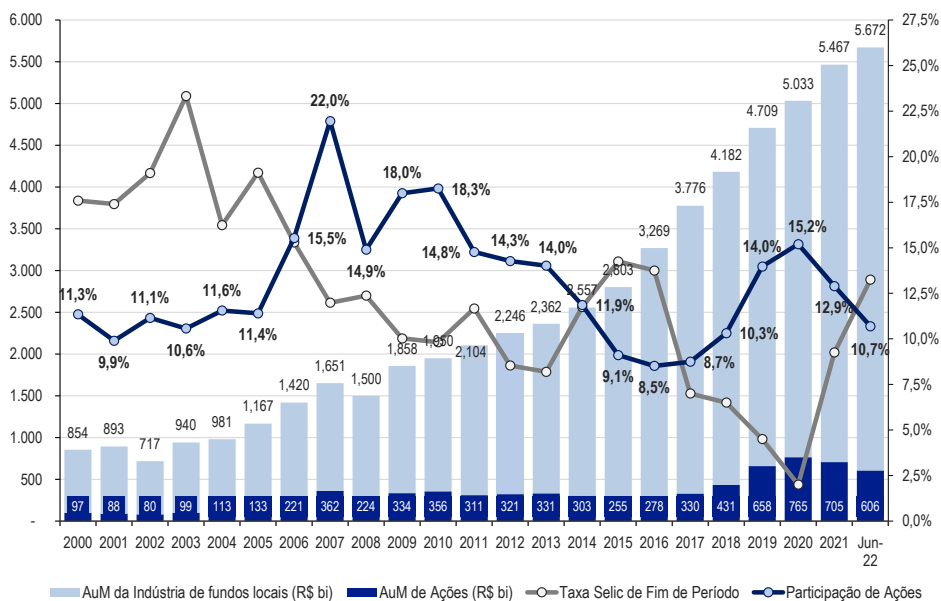
**Gráfico 7: Fluxos de investidores estrangeiros (R\$ bi)**



Fonte: Estimativas do BTG Pactual

Com resgates no acumulado do ano se aproximando de R\$ 52 bilhões, as alocações em ações de fundos multimercados locais caíram para 10,7% em junho, abaixo dos 15,7% em maio de 2021.

**Gráfico 8: Fundos locais - alocações**



Fonte: Estimativas do BTG Pactual

## Carteira Recomendada de Ações – Dividendos:

Optamos por retirar Vale devido a receios com retomada da atividade na China (mercado imobiliário segue fraco). A entrada de Petrobras é justificada pela nossa visão mais benéfica para Petróleo e momento positivo de dividendos da cia. Cosan entra no lugar de Cyrela dado valuation atrativo, expectativa de resultado forte e dividend yield > 12%. A saída de Energisa ocorre devido a sua boa performance relativa no mês. No seu lugar optamos por colocar Minerva dado valuation atrativo (cia está negociando com desconto de 11% para EV/EBITDA histórico) e expectativa de fortes resultados à frente (ciclo de gado mais benéfico no Brasil e demanda por bovino ainda resiliente).

Tabela 3: Alterações na Carteira para Agosto

Julho				Agosto			
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%	Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	10%
SLC Agrícola	Agronegócio	SLCE3	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%	Cosan	Petróleo & Gás	CSAN3	10%
Telefônica Brasil	Telecom	VVT3	10%	Telefônica Brasil	Telecom	VVT3	10%
Vale	Metals & Mineração	VALE3	10%	Minerva	Alimentos & Bebidas	BEEF3	10%
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%

Fonte: BTG Pactual

Tabela 4: 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%	169.976	-	-	6,7x	6,1x	8,3%	9,0%
Alupar	ALUP11	Serviços Básicos	10%	7.839	7,6x	7,3x	16,7x	10,3x	6,0%	9,7%
Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	10%	466.372	2,6x	3,1x	4,4x	4,8x	15,9%	11,9%
SLC Agrícola	SLCE3	Agronegócio	10%	9.169	5,2x	5,5x	7,3x	7,9x	6,2%	11,6%
Sabesp	SBSP3	Serviços Básicos	10%	30.532	6,3x	5,5x	10,8x	10,5x	2,3%	2,4%
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%	214.927	-	-	7,6x	6,9x	7,2%	8,0%
Cosan	CSAN3	Petróleo & Gás	10%	34.887	4,4x	3,9x	7,1x	6,4x	13,2%	18,8%
Telefônica Brasil	VVT3	Telecom	10%	74.511	4,5x	4,1x	21,4x	14,4x	7,4%	5,8%
Minerva	BEEF3	Alimentos & Bebidas	10%	7.653	4,8x	4,5x	12,9x	8,1x	5,9%	5,2%
Banco do Brasil	BBAS3	Bancos	10%	102.644	-	-	4,0x	3,9x	11,5%	11,8%

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. No final de junho tivemos mais um grande leilão de transmissão (5,4 km de linhas e R\$ 15,3 bilhões de capex estimado) bastante competitivo, e o fato da Alupar não ter levado nenhuma linha mostra sua qualidade na alocação de seu capital, já que as rentabilidades ficaram pressionadas devido à concorrência elevada. Atualmente temos um dividend yield de 7,0% para 2022 e 8,7% em 2023 – com espaço para pagamentos mais elevados com a desalavancagem mencionada. Ela vem sendo negociada com uma TIR real de 8,8%, 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):

---

É uma história ‘dependente de um evento’, e vemos as ações sendo negociadas com um desconto decente em relação ao seu NAV justo. Vemos a Sabesp negociando a um EV/RAB 2022E implícito de 0,67x, abaixo do nível de eficiência entregue pela empresa como uma estatal. Como o EBITDA está 20% abaixo do mínimo regulatório, poderíamos argumentar que a Sabesp deveria negociar mais perto de 0,8x EV/RAB em um cenário “com está”. Apesar de já oferecer um potencial decente nas ações, um cenário de privatização poderia ser transformador para a empresa. Se a Sabesp acabar nas mãos de uma operadora privada, esperaríamos ver o nome sendo negociado a pelo menos 1x EV/RAB, ou dada a concorrência que naturalmente surgiria para um ativo tão premium, poderíamos ver prêmios ainda maiores. Como estamos nos aproximando do início das eleições – e com um candidato favorável a privatização ganhando terreno nas pesquisas recentes – gostamos das probabilidades neste momento. A Sabesp negociando a um 1x EV/RAB poderia valer R\$ 77/ação, enquanto a 1,3x, poderia valer R\$ 100/ação. A privatização não é um negócio certo e, mesmo que fosse, ainda não sabemos exatamente qual seria o modelo de privatização que o governo estadual seguiria. Mas a relação risco/retorno está muito atraente.

## Petrobras (PETR4):

---

Após uma longa lista de trocas de CEOs e os cortes de impostos do governo sobre os combustíveis, a pressão política sobre a Petrobras pode diminuir, já que os fatos macros recentes (preços de combustível menores, BRL mais forte) e micro (dividendos) estão melhorando a percepção de risco da Petrobras. E enquanto durar, a performance das ações permanecerá forte, suportando uma visão mais otimista na tese de investimento em relação a todo o mercado. O anúncio de R\$ 135 bilhões em dividendos (acumulado do ano) relacionados aos resultados de 2022 é uma prova da capacidade



de criação de valor da Petrobras, bem como um plano de reestruturação bem executado que começou em 2016. Os fundamentos podem superar o ruído político. O principal risco para o nosso movimento tático é um cenário em que os preços do petróleo voltem a subir e/ou uma nova depreciação do real, o que pode desencadear um fluxo de notícias negativas sobre a política de preços de combustível da Petrobras.

### Cosan (CSAN3):

---

O tamanho da carteira cresceu 10x em dez anos para um EBITDA 2022E de R\$ 22 bilhões e tornou a Cosan uma empresa mais complexa de gerenciar. Mas ficamos felizes em ver como ela está aproveitando essa complexidade para cultivar oportunidades, construir opções e desenvolver novas maneiras de promover, reter e incentivar o pessoal-chave por meio de um novo programa de incentivos. A Cosan também parece mais aberta a oportunidades para (se necessário) reorganizar o portfólio em tempos de aumento do custo de capital e inflação. Mais uma vez, um forte histórico de alocação de capital será posto à prova. O valuation não é apenas atraente a 7x P/L 2022E, pois achamos que a proposta de valor de uma das mais notáveis histórias de transformação e criação de valor que conhecemos merece um prêmio em relação a sua soma das partes (SOTP). Estamos impressionados com a capacidade contínua da CSAN de se reinventar e seu portfólio contém características que lhe permite navegar em um ambiente difícil. Reiteramos a Compra!

### Itaú Unibanco (ITUB4):

---

Como estamos sinalizando há algum tempo, 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. 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):

---

Além de seu modelo de negócios resiliente, o forte balanço patrimonial e a sólida geração de fluxo de caixa, a Vivo também está negociando com um valuation atraente de 4,7x EV/EBITDA 2022E (vs. 6,5x para pares globais), e pagando um yield esperado de 7% em 2022, embora o capex de 2022 deva ser anormalmente alto devido à aquisição da Oi e seus compromissos de leilão do 5G.

### Minerva (BEEF3):

---

Vemos uma história de valor brilhante e mantemos a BEEF3 na 10SIM. Em primeiro lugar, há o componente do ciclo, com o Brasil à beira de uma virada no ciclo do gado. Contudo, mais do que as melhorias do ciclo anterior, o gado disponível para abate deve aumentar, o que significa que esperamos um ciclo positivo ainda mais forte. Em segundo lugar, há o componente de preço da carne bovina, com a demanda por carne bovina brasileira e sul-americana ainda forte e apoiando a alta de preços do ano passado. Isso é um bom presságio para as margens e também deve significar receitas mais fortes, beneficiando os resultados. Em terceiro lugar, os números são resilientes, com a produção e a experiência comercial da Minerva mais fortes do que nunca, além de apresentar um de seus balanços mais fortes de todos os tempos. E, finalmente, o valuation, com as ações negociando com um desconto de 11% em relação aos níveis históricos com base no EV/EBITDA de 2022, apesar da melhor disciplina de alocação de capital. Temos uma recomendação de Compra.

## Banco do Brasil (BBAS3):

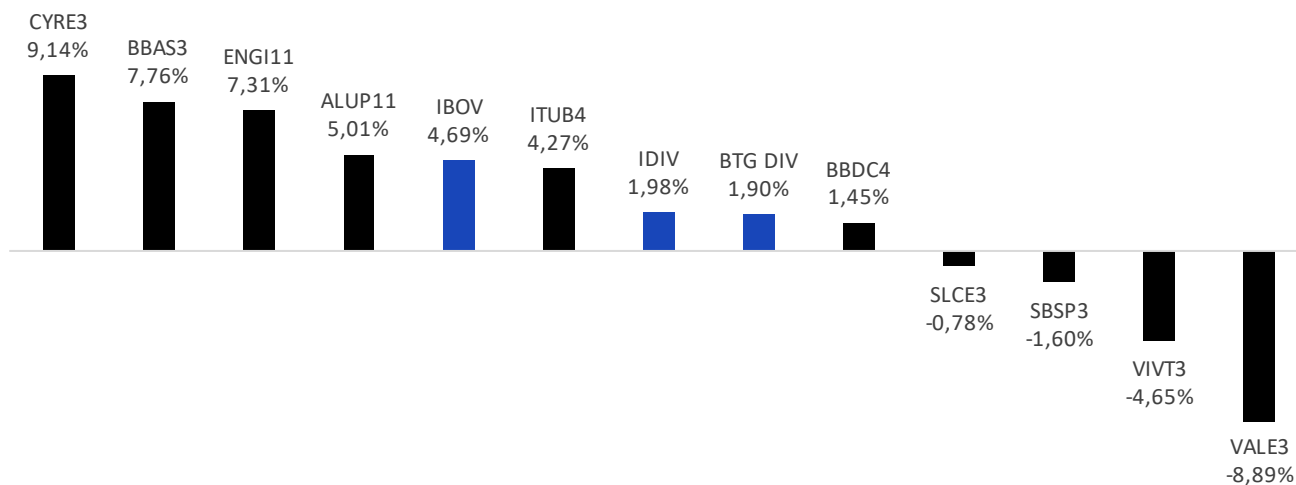
---

Continuamos construtivos com o BB. Sim, reconhecemos os riscos de ser um banco estatal. Mas apesar de enfrentar constantemente desafios de governança devido à possível interferência do governo em sua estratégia de alocação de capital, acreditamos que a nossa recomendação de Compra (somente agora, depois de anos cobrindo as ações) se adequa a qualquer cenário político. O balanço patrimonial é robusto, com um sólido momentum de resultados à frente. O BB não está imune à intervenção política, mas parece ter várias formas de se manter protegido. Na nossa experiência de cobertura do setor bancário desde 2008, um período em que a política de expansão dos bancos públicos realmente começou, mostra que pode levar muito tempo para um banco com um balanço sólido e bons resultados começarem a se deteriorar. No valuation atual, se o BB mantiver o lucro estável em termos nominais (premissa conservadora) e manter o payout em 40%, em menos de 10 anos os investidores terão de volta todo o valor de mercado em dividendos.

## Performance Histórica:

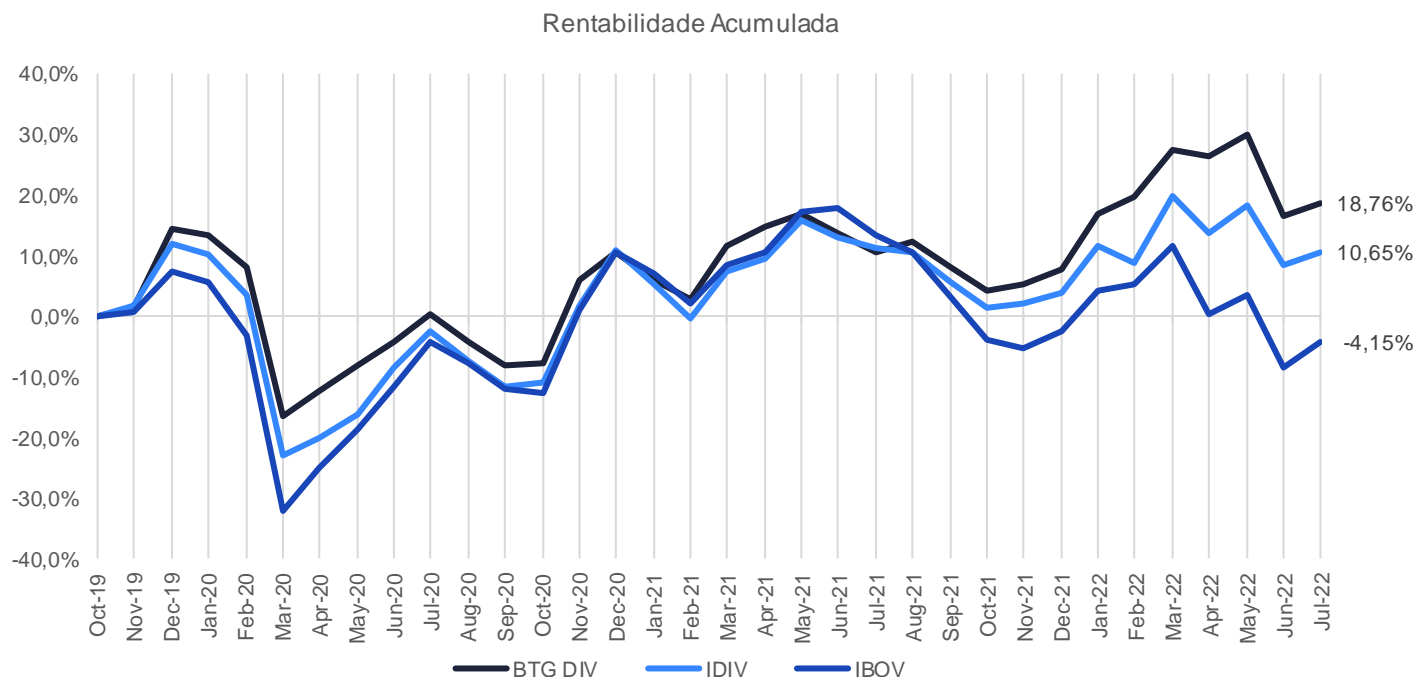
Em Julho, nossa Carteira Recomendada de Dividendos teve uma performance de +1,90%, contra +1,98% do IDIV e +4,7% do IBOV. Desde o dia 8 de novembro de 2019, a nossa Carteira Recomendada de Dividendos acumula uma rentabilidade de +18,76%, contra +10,65% do IDIV e -4,15% do IBOV.

Gráfico 9: Performance por ação em Julho de 2022 (%)



Fonte: BTG Pactual e Econômica

Gráfico 10: 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	R\$ 0,02				
ITUB4	-	-	-	R\$ -	R\$ -	R\$ 0,015	R\$ 0,015	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\$ 0,48</b>	<b>R\$ 0,02</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>													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%	1,9%						10,22%	6,66%	18,76%	10,65%

Fonte: Economatica 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 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.aspx](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)*