



# Carteira Recomendada de Dividendos

## Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Outubro 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

---

#### Diferença menor entre Lula e Bolsonaro é uma notícia positiva; 2º turno chegando

Como esperado, o ex-presidente Luiz Inácio Lula da Silva e o presidente Jair Bolsonaro ficaram em 1º e 2º no primeiro turno da eleição presidencial brasileira e se enfrentarão no segundo turno em 30 de outubro. Enquanto Lula saiu à frente no 1º turno, a distância com Bolsonaro acabou sendo bem mais estreita do que o sugerido por praticamente todas as pesquisas (5p.p.; 48,4% vs. 43,2%). Lula continua sendo o favorito, mas uma margem mais apertada pode forçá-lo a ir mais para o centro e esclarecer sua agenda econômica. Os partidos considerados de direita ou centro-direita agora controlam 51 cadeiras no Senado (63%) e 300 cadeiras na Câmara (58,5%).

#### Redução do risco político pode impulsionar ações brasileiras

Com as ações brasileiras sendo negociadas no que acreditamos serem valuations muito atraentes (9,2x P/L 12 meses projetados, e 1,5x desvios-padrão abaixo da média), o risco político/eleitoral mais baixo pode impulsionar as ações brasileiras nos próximos meses. Além disso, o fato de o Brasil estar no fim do ciclo de aperto monetário, a inflação estar desacelerando e o país não ter grandes problemas de energia também pode ajudar.

#### 3 mudanças no mês: saem Tim, Cosan e SLC Agrícola. Entram: B3, Cury e Vale

Em relação a Vale, respondendo por quase 15% do índice Ibovespa e com o mercado agressivamente vendido/com posições abaixo do índice, acreditamos que a tese está positivamente assimétrica, e esperamos que as incertezas recentes se dissipem daqui para frente. No caso de B3, o ativo precifica um valuation atraente em relação a pares globais e a seus múltiplos médios históricos, além de já vermos com maior clareza a trajetória da taxa de juros, podendo ser um gatilho positivo de curto prazo para o papel. Por fim, a Cury está muito bem posicionada para se beneficiar das recentes mudanças no programa CVA, já que a empresa está entregando altas margens e tem um forte *pipeline* de projetos a serem lançados no 2S23.

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

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%	192.620	-	-	7,7x	7,1x	5,8%	6,4%
<b>Alupar</b>	ALUP11	Serviços Básicos	10%	7.967	7,8x	7,5x	15,8x	10,6x	6,3%	9,4%
<b>Eletrobras</b>	ELET3	Serviços Básicos	10%	99.494	10,5x	5,7x	19,9x	9,2x	12,0%	18,0%
<b>Vale</b>	VALE3	Metais & Mineração	10%	330.755	3,7x	4,1x	3,7x	5,9x	11,8%	10,5%
<b>Sabesp</b>	SBSP3	Serviços Básicos	10%	33.902	7,1x	5,9x	12,7x	11,6x	2,0%	2,2%
<b>Itaú Unibanco</b>	ITUB4	Bancos	10%	252.502	-	-	8,7x	7,7x	3,9%	5,2%
<b>Cury</b>	CURY3	Construção Civil	10%	3.447	7,0x	6,0x	9,4x	7,2x	8,6%	9,1%
<b>B3</b>	B3SA3	Financeiro (ex-Bancos)	10%	77.138	11,7x	11,9x	16,7x	17,1x	4,2%	5,3%
<b>Minerva</b>	BEEF3	Alimentos & Bebidas	10%	7.326	4,5x	4,1x	5,5x	7,6x	7,2%	6,2%
<b>Banco do Brasil</b>	BBAS3	Bancos	10%	109.922	-	-	3,9x	3,8x	10,2%	11,8%

Fonte: BTG Pactual e Econômica

## Diferença menor entre Lula e Bolsonaro é uma notícia positiva; 2º turno chegando

Como esperado, o ex-presidente Luiz Inácio Lula da Silva e o presidente Jair Bolsonaro, ficaram em 1º e 2º no primeiro turno da eleição presidencial do Brasil e se enfrentarão em um segundo turno em 30 de outubro (daqui a quatro semanas). Embora o ex-presidente Lula tenha saído à frente no 1º turno, como esperado, a diferença com Bolsonaro acabou sendo muito menor do que o sugerido por praticamente todas as pesquisas (5p.p.; 48,4% vs. 43,2%).

Lula continua sendo o favorito (Lula recebeu 6,2 milhões de votos a mais que Bolsonaro no 1º turno), mas a margem mais apertada do que o esperado deixa a porta aberta para Bolsonaro dar a volta por cima e, talvez mais importante, pode forçar Lula a avançar ainda mais ao centro e esclarecer sua agenda econômica.

**Tabela 2: Resultados do primeiro turno das eleições presidenciais do Brasil**

Candidatos	Partido	Nº de votos (mi)	% de votos válidos
Lula	PT	57,3	48,4%
Jair Bolsonaro	PL	51,1	43,2%
Simone Tebet	MDB	4,9	4,2%
Ciro Gomes	PDT	3,6	3,0%

Fonte: TSE

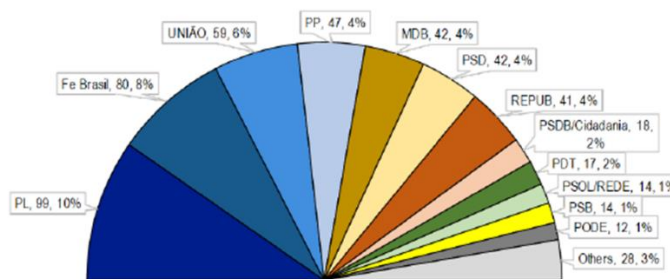
## Congresso ainda mais de centro-direita do que antes; Notícias positivas

A votação na Câmara e no Senado reforçou a moderação no Congresso e o moveu um pouco mais para a direita — o número de deputados da Câmara dos partidos que apoiam formalmente Lula caiu para 126 (~25%); para o Senado, o número de cadeiras de apoio a Lula ficou em 14 (17%).

O partido do presidente Bolsonaro (PL) mostrou força, elegendo 8 novos senadores e se tornando o maior partido do Senado (com 13 deputados). Os partidos considerados de direita ou centro-direita (PL, União, PSD, PP, Republicanos e Podemos) têm agora 51 cadeiras no Senado (de 81), uma maioria decisiva de cerca de 63%.

Esses mesmos partidos elegeram 300 deputados da Câmara, ou 58,5% das cadeiras. Um Congresso de centro-direita reforça a necessidade de o ex-presidente Lula negociar mais amplamente novas leis, se eleito, possivelmente limitando o espaço para propostas radicais.

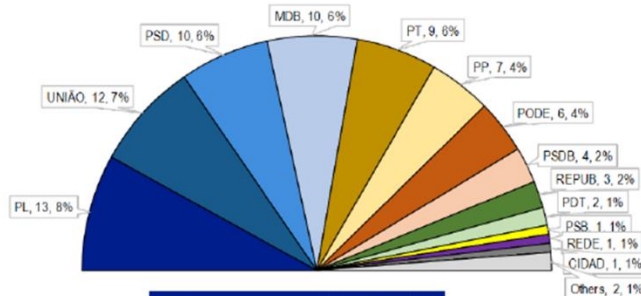
**Gráfico 1: Resultados da Câmara dos Deputados**



Câmara dos Deputados	Assentos	% do total
PL	99	19.3%
Fe Brasil	80	15.6%
UNIÃO	59	11.5%
PP	47	9.2%
MDB	42	8.2%
PSD	42	8.2%
REPUBLICA	41	8.0%
PSDB/Cidadania	18	3.5%
PDT	17	3.3%
PSOL/REDE	14	2.7%
PSB	14	2.7%
PODE	12	2.3%
Outros	28	5.5%
<b>Total</b>	<b>513</b>	<b>100.0%</b>

Fonte: TSE, BTG Pactual

**Gráfico 2: Resultados do Senado**



Senado	Assentos	% do total
PL	13	16.0%
UNIÃO	12	14.8%
PSD	10	12.3%
MDB	10	12.3%
PT	9	11.1%
PP	7	8.6%
PODE	6	7.4%
PSDB	4	4.9%
REPUBLICA	3	3.7%
PDT	2	2.5%
PSB	1	1.2%
REDE	1	1.2%
CIDADANIA	1	1.2%
Outros	2	2.5%
<b>Total</b>	<b>81</b>	<b>100.0%</b>

Fonte: TSE, BTG Pactual

## Redução do risco político pode impulsionar as ações brasileiras

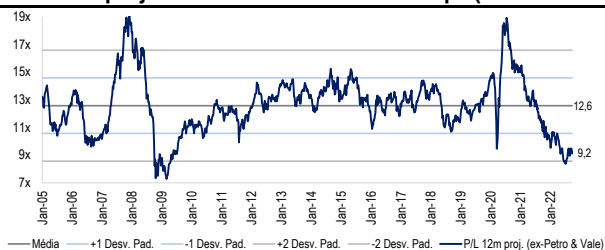
Como temos afirmado há algum tempo, acreditamos que as taxas de longo prazo do Brasil implicam em grande risco eleitoral/político. As taxas de longo prazo têm oscilado em torno de 6% há algum tempo (encerraram setembro em 5,73%, contra 5,8% no final de agosto e 6,2% no final de julho).

Assumimos que, uma vez terminada a eleição e o novo presidente anunciar suas principais políticas econômicas, que esperamos que sejam responsáveis, não importa quem vença, o risco político pode diminuir, abrindo espaço para que as taxas de longo prazo caiam.

Com as ações brasileiras sendo negociadas no que acreditamos serem valuations muito atraentes, um risco menor pode levar a uma alta das ações nos próximos meses. Além disso, o fato de o Brasil estar no fim do ciclo de aperto monetário, a inflação estar desacelerando, o país não ter grandes problemas de energia e estar geopoliticamente isolado dos conflitos na Europa também poderiam ajudar.

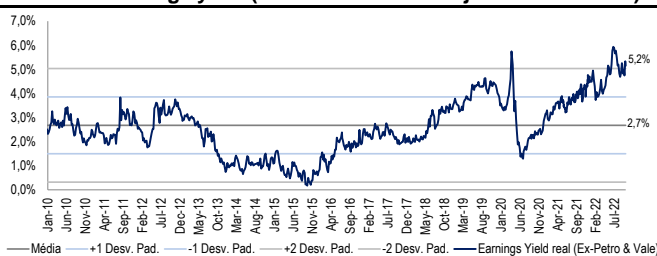
O Ibovespa está negociando em 9,2x P/L de 12 meses projetados (ex-Petrobras & Vale), entre um e dois desvios padrão abaixo de sua média histórica, e o prêmio para manter ações está em 5,2%, quase dois desvios padrão acima da média, embora as taxas de longo prazo ainda estejam em patamares muito altos.

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



Fonte: Estimativas do BTG Pactual

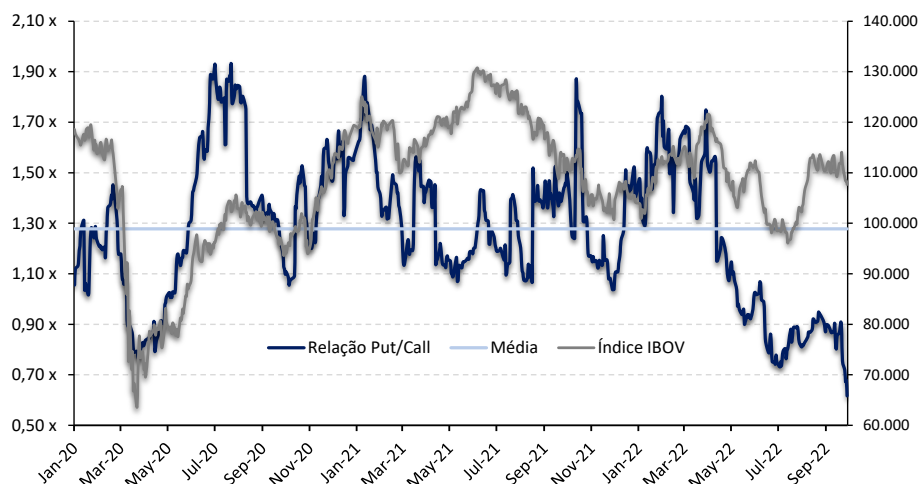
**Gráfico 4: Earnings yield (L/P menos taxas de juros de 10 anos)**



Fonte: Banco Central do Brasil, estimativas do BTG Pactual

O posicionamento de mercado parece muito leve, com os investidores aparentemente prontos para um rali pós-eleitoral. Na verdade, nosso acompanhamento do *spread* de Put/Call está em um mínimo histórico (0,62x), sugerindo que os investidores estão apostando em uma alta do mercado.

**Gráfico 5: Relação Put/Call do Ibovespa**



Fonte: B3, BTG Pactual

## O risco de queda pode vir dos mercados globais

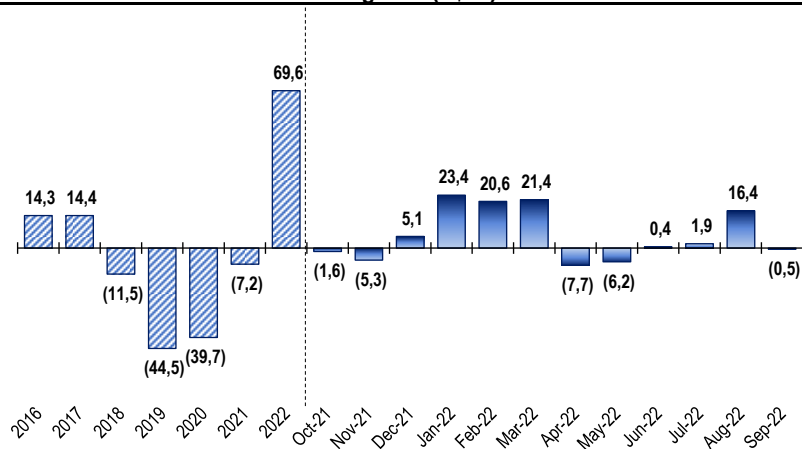
A maior parte da volatilidade recente nos mercados de ações do Brasil veio de grandes oscilações dos mercados de países desenvolvidos. O Ibovespa foi fortemente impactado em abril/maio e novamente em setembro, após grandes correções no S&P500.

Uma correção continuada e pronunciada de ações globais provavelmente prejudicará o desempenho de ações de mercados emergentes, incluindo ações brasileiras. Dito isso, pelas razões discutidas acima, acreditamos que as ações brasileiras devem superar as ações de mercados desenvolvidos no curto prazo.

## Fluxo estrangeiro estável em setembro é sinal positivo

Após fortes fluxos de entradas em agosto (R\$ 16,4 bilhões), o fluxo de investidores estrangeiros ficou relativamente estável em setembro (resgate de R\$ 0,5 bilhão). Em nossa opinião, fluxos estáveis de estrangeiros em setembro é uma notícia positiva porque os investidores globais estavam tirando o risco da mesa durante o mês, com o S&P500 caindo 9,3%. Além disso, seria natural que investidores estrangeiros ficassem à margem algumas semanas antes da eleição presidencial do Brasil.

A combinação de fluxos fortes em agosto e a estabilidade no desafiador mês de setembro pode indicar um aumento do interesse por ações brasileiras por parte de investidores estrangeiros.

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


Fonte: B3

De fato, as alocações em ações brasileiras por fundos globais, G.E.M (*Global Emerging Markets*) e de América Latina aumentaram em agosto e começam a mostrar uma tendência positiva. Nossas conversas recentes com investidores globais indicam, de fato, maior interesse no mercado brasileiro, especialmente daqueles que desejam reduzir sua exposição à China.

Com o Ibovespa sendo negociado em um valuation atraente e investidores globais buscando outros mercados emergentes para alocar seu capital, esperamos que as alocações para o Brasil cresçam nos próximos meses, especialmente após as eleições.

**Tabela 3: Alocações de fundos em Brasil**

Alocações de fundos em Brasil				
Data	G.E.M.	Global	Global (ex-EUA)	LatAm
Dec-15	5,59%	0,58%	0,50%	43,09%
Dec-16	8,15%	0,68%	1,18%	56,03%
Dec-17	6,73%	0,52%	0,69%	56,42%
Dec-18	7,69%	0,54%	0,70%	59,85%
Dec-19	8,18%	0,45%	0,55%	65,86%
Dec-20	5,29%	0,25%	0,36%	62,71%
Dec-21	4,34%	0,26%	0,42%	55,09%
Oct-21	4,32%	0,23%	0,41%	55,32%
Nov-21	4,34%	0,25%	0,40%	56,37%
Dec-21	4,34%	0,26%	0,42%	55,09%
Jan-22	4,98%	0,32%	0,46%	58,88%
Feb-22	5,51%	0,33%	0,51%	58,30%
Mar-22	6,74%	0,40%	0,69%	58,61%
Apr-22	6,33%	0,34%	0,65%	58,56%
May-22	6,55%	0,48%	0,66%	58,91%
Jun-22	5,67%	0,44%	0,61%	57,41%
Jul-22	6,05%	0,44%	0,70%	60,14%
Aug-22	6,47%	0,53%	0,80%	60,16%

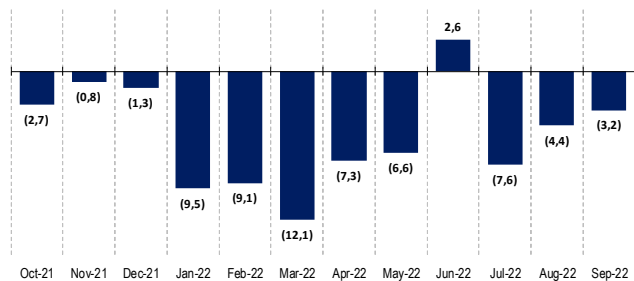
Fonte: EPFR

## Fluxo de saída de fundos de ações locais continuaram, mas em ritmo mais lento

Houve resgates em fundos de ações locais em 12 dos últimos 13 meses, refletindo diretamente o aumento das taxas de juros, com esses resgates já totalizando R\$ 57 bilhões no acumulado do ano.

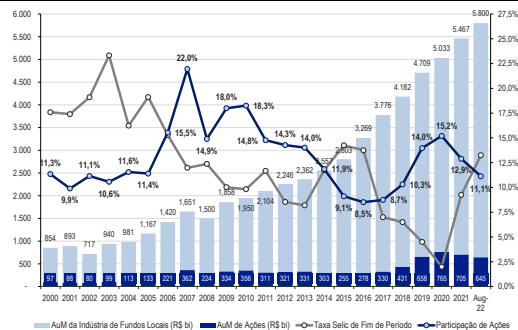
R\$ 3,2 bilhões saíram de fundos de ações locais em setembro. No entanto, os resgates estão desacelerando (R\$ 4,4 bilhões em agosto e R\$ 7,6 bilhões em julho), e com o fim do ciclo de aperto monetário (as taxas permaneceram em 13,75% na última reunião do Banco Central), acreditamos que os fluxos de saída devem desacelerar mais nos próximos meses.

**Gráfico 7: Fundos de ações - fluxo líquido mensal**



Fonte: Anbima, estimativas do BTG Pactual

**Gráfico 8: Fundos locais - Alocações**



Fonte: Anbima, estimativas do BTG Pactual



## Carteira Recomendada de Ações – Dividendos:

Em relação a Vale, respondendo por quase 15% do índice Ibovespa e com o mercado agressivamente vendido/com posições abaixo do índice, acreditamos que a tese está positivamente assimétrica, e esperamos que as incertezas recentes se dissipem daqui para frente. No caso de B3, o ativo precifica um valuation atraente em relação a pares globais e a seus múltiplos médios históricos, além de já vermos com maior clareza a trajetória da taxa de juros, podendo ser um gatilho positivo de curto prazo para o papel. Por fim, a Cury está muito bem posicionada para se beneficiar das recentes mudanças no programa CVA, já que a empresa está entregando altas margens e tem um forte pipeline de projetos a serem lançados no 2S23.

Tabela 4: Alterações na Carteira para Outubro

Setembro				Outubro			
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%
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%	Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%
SLC Agrícola	Agronegócio	SLCE3	10%	Vale	Metais & Mineração	VALE3	10%
Sabesp	Serviços Básicos	SBSP3	10%	Sabesp	Serviços Básicos	SBSP3	10%
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%
Cosan	Petróleo & Gás	CSAN3	10%	Cury	Construção Civil	CURY3	10%
Tim	Telecom	TIMS3	10%	B3	Financeiro (ex-Bancos)	B3SA3	10%
Minerva	Alimentos & Bebidas	BEEF3	10%	Minerva	Alimentos & Bebidas	BEEF3	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%	192.620	-	-	7,7x	7,1x	5,8%	6,4%
Alupar	ALUP11	Serviços Básicos	10%	7.967	7,8x	7,5x	15,8x	10,6x	6,3%	9,4%
Eletrobras	ELET3	Serviços Básicos	10%	99.494	10,5x	5,7x	19,9x	9,2x	12,0%	18,0%
Vale	VALE3	Metais & Mineração	10%	330.755	3,7x	4,1x	3,7x	5,9x	11,8%	10,5%
Sabesp	SBSP3	Serviços Básicos	10%	33.902	7,1x	5,9x	12,7x	11,6x	2,0%	2,2%
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%	252.502	-	-	8,7x	7,7x	3,9%	5,2%
Cury	CURY3	Construção Civil	10%	3.447	7,0x	6,0x	9,4x	7,2x	8,6%	9,1%
B3	B3SA3	Financeiro (ex-Bancos)	10%	77.138	11,7x	11,9x	16,7x	17,1x	4,2%	5,3%
Minerva	BEEF3	Alimentos & Bebidas	10%	7.326	4,5x	4,1x	5,5x	7,6x	7,2%	6,2%
Banco do Brasil	BBAS3	Bancos	10%	109.922	-	-	3,9x	3,8x	10,2%	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 P/P.



## 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\$ 3,12 bilhões no ciclo 2022-2023 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 6,3% para 2022 e 9,4% em 2023 – com espaço para pagamentos mais elevados com a desalavancagem mencionada.

## Vale (VALE3):

---

Um ponto importante é que a Vale realmente não possui um “call eleitoral”, então realmente achamos que as próximas eleições no Brasil não importam muito para a tese. Com a Vale respondendo por quase 15% do índice Ibovespa e com o mercado agressivamente vendido/posições abaixo do índice, acreditamos que a tese está parecendo mais assimétrica aqui, e esperamos que as incertezas recentes se dissipem daqui para frente. Acreditamos que estamos no momento mais deprimido e esperamos que a economia da China melhore gradualmente em 2023, à medida que o governo relaxe as restrições da Covid e o mercado imobiliário se acomode. Vemos a administração da Vale se mantendo como altamente disciplinada em sua estratégia de alocação de capital (muito pouco capex de crescimento) e esperamos que a maior parte da agenda dependa dos retornos de caixa para os acionistas. Reiteramos nossa Compra, com as ações negociadas a 4x EV/EBITDA 23.

## Sabesp (SBSP3):

---

Uma história ‘dependente de eventos’, também vemos a ação negociando com um desconto decente para o seu NAV justo. Vemos a Sabesp negociando a um EV/RAB22 implícito de 0,73x, abaixo do nível de eficiência entregue pela empresa como estatal. Como seu EBITDA está 20% abaixo do regulatório, poderíamos argumentar que a Sabesp deveria negociar mais perto de 0,8x EV/RAB em no cenário atual. Apesar de já oferecer um cenário decente, um cenário de privatização pode ser transformador. 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 por um ativo tão premium, poderíamos ver prêmios ainda maiores. Como estamos nos aproximando do início das eleições – e com um claro candidato pró-privatização ganhando terreno nas últimas pesquisas – gostamos das probabilidades neste momento. A Sabesp a 1x EV/RAB poderia valer R\$ 77/ação, enquanto a 1,3x, poderia valer R\$ 100/ação. A privatização não é certeza e, mesmo que fosse, ainda não sabemos exatamente qual seria o modelo de privatização que o governo estadual seguiria. Mas o risco/retorno é muito atraente.

## Eletrobras (ELET3):

---

A Eletrobras é a maior companhia de energia elétrica do Brasil, atuante nos segmentos de geração e transmissão. Acreditamos que a relação de risco/retorno pós privatização é bastante positiva para o investidor – temos um preço-alvo de R\$ 62,00 da companhia privatizada. Após a privatização, existem alguns pontos que deverão gerar ganhos de eficiência para a Eletrobras e, conseqüentemente, gerar valor para o acionista. Os principais pontos são (i) a otimização na estrutura de despesas de PMSO e organização corporativa (esperamos uma redução na casa de 60% nas despesas nos próximos anos); (ii) redução do risco de interferência política (todos os acionistas – incluindo o governo federal – terão poder de voto limitado a 10%); também (iii) o fim do regime de cotas (o que abre espaço para que a Eletrobras possa comercializar

energia a preço de mercado); e (iv) a possibilidade de negociação individual dos empréstimos compulsórios. Acreditamos que os riscos de judicialização, ou até de reestatização, são bem baixos – principalmente devido ao modelo de Corporation pós privatização (limitando o poder de voto de todos os acionistas) e o poison pill (protegendo os investidores de potenciais aquisições hostis). Agora privatizada ela deverá ganhar ainda mais relevância em termos de liquidez, se destacar como uma empresa integrada a aspectos ESG e se transformar em uma potencial pagadora de bons dividendos (temos uma projeção de dividend yield de 11,9% para 2023 e 17,6% para 2024).

### Cury (CURY3):

---

A Cury está muito bem posicionada para se beneficiar das recentes mudanças no programa CVA (o governo anunciou recentemente alguns aumentos nos subsídios que devem aumentar o preço de venda de novas casas e aumentar a velocidade de vendas), já que a empresa está entregando altas margens e tem um forte pipeline de projetos a serem lançados no 2S23. Algumas adições benéficas ao programa CVA já foram aprovados e estão em uso, assim como o aumento das faixas salariais para as famílias dentro do programa, assim como subsídios para o comprador. Já outros benefícios ainda estão pendentes de aprovação que podem também impactar as empresas de forma muito positiva, assim como a possibilidade do uso da parcela de FGTS do salário do comprador para aquisição do imóvel (ainda sem muita clareza de como de fato será essa dinâmica). A ação também é nossa Top Pick no segmento imobiliário de baixa renda, devido: (i) à sua execução impecável; (ii) as recentes revisões positivas do programa CVA são positivas para suas operações; (iii) forte crescimento operacional, com o melhor ROE da categoria; e (iv) valuation atrativo (7x P/L 2023E), portanto, estamos adicionando Cury ao nosso portfólio de dividendos. Temos uma projeção de dividend yield de 8,6% para 2022 e 9,1% para 2023.

### Itaú Unibanco (ITUB4):

---

O Itaú continua sendo nossa primeira escolha entre os bancos do brasileiros, apresentando forte crescimento comercial nos últimos 18 meses, impulsionado por uma transformação cultural. O negócio de atacado teve um desempenho muito bom no 1S22, com alta rentabilidade (28% ROE) e relação cost-to-income abaixo de 25%. Para 2023, projetamos que o lucro líquido do Itaú cresça 15% a/a, após crescer ~20% em 2022 (segundo nossas estimativas). Assumindo isso, ainda vemos o banco negociando abaixo de 8x P/L 23. Em nossas recentes reuniões com a administração, eles disseram que estão preparando as bases para ter um desempenho superior claro nos próximos 5 a 10 anos. A nosso ver, o “modo de ataque” que o Itaú tem conseguido manter, aliado ao seu maior apetite de crescimento, pode justificar o banco negociando em um múltiplo superior à sua média histórica. Além disso, um cenário de capital mais escasso forçaria as fintechs a serem mais focadas em rentabilidade (assim como o Itaú), o que também ajuda a nivelar o campo de atuação do player incumbente, que há muito é visto como o banco premium do Brasil. Reiteramos o ITUB4 como Compra e uma de nossas principais opções no segmento.

### B3 (B3SA3):

---

Os últimos números operacionais mostraram um aumento m/m nos volumes de ações, elevando as expectativas do terceiro trimestre para acima de nossas estimativas. Como tal, acreditamos que nossos números já estão se mostrando conservadores. Apesar de estar em alta de ~20% no acumulado do ano, ainda vemos as ações negociadas em atraentes 17x P/L 23. Em nossa opinião, a B3 é uma maneira de surfar um melhor sentimento com o Brasil, pois tem peso relevante no IBOV, mas sem riscos de inadimplência (o que significa que é uma boa maneira de diversificar o risco dos grandes bancos brasileiros). A B3 vem diversificando suas fontes de receita nos últimos anos por meio de aquisições inorgânicas, tornando-se uma tese menos dependente de ações, o que em nossa visão é positivo, dado o cenário desafiador atual do mercado de capitais no Brasil. Além disso, se as taxas de juros começarem a cair mais rápido do que o esperado, vemos potenciais positivos adicionais (com potenciais revisões de lucros e expansão de múltiplos). Continuamos com uma recomendação de Compra.

## Minerva (BEEF3):

---

Vemos uma história de valor brilhante para a BEEF3. 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. Por fim, aproveitamos para atualizar nossos números após o resultado do 2T22. Estamos elevando nossa estimativa de EBITDA para 2022 e 2023 em 12% e 14%, respectivamente, assumindo uma margem de 9,3% e 9,9% que, conservadoramente, permanece no mesmo nível da média histórica, apesar do ciclo favorável do gado no Brasil. Temos uma recomendação de Compra.

## Banco do Brasil (BBAS3):

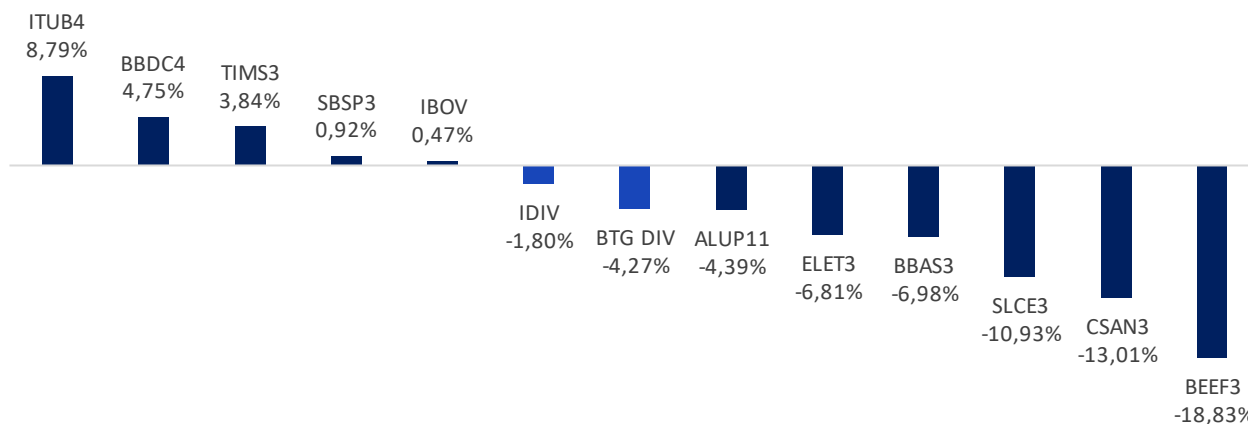
---

Fizemos a mudança da nossa recomendação em BB para compra após a divulgação dos números do 4T21 em fevereiro, e desde então temos reiterado que a recomendação não é de forma alguma política. Na época, vimos o BB como uma combinação de forte momento operacional + valuation muito barato. O BB tem uma carteira de crédito mais defensiva do que seus pares privados (com menos exposição a crédito não garantido a pessoas físicas) e agora tem um índice de capital principal mais forte de 12,5% (queda de 22bps t/t e mais em linha com os outros grandes bancos brasileiros). A ação já subiu +40% no acumulado do ano e seu P/L 22 permanece praticamente inalterado (em ~4,0x). No início do ano, o consenso esperava algo próximo a R\$ 23 bilhões de lucro para 2022 (em linha com o piso do guidance inicial do BB), enquanto o teto agora aponta para ~R\$ 30 bilhões. Apesar da proximidade das eleições presidenciais e da maior volatilidade que isso pode trazer, reiteramos nossa recomendação de Compra no BB.

## Performance Histórica:

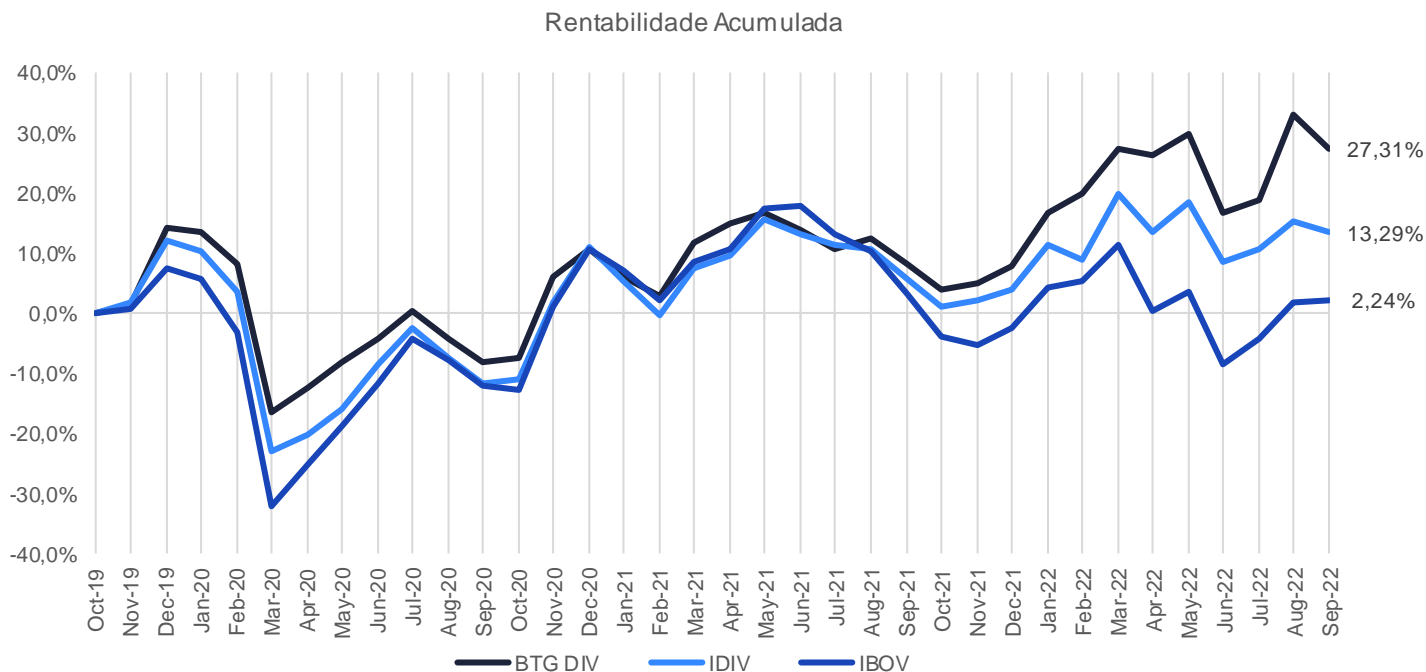
Em Setembro, nossa Carteira Recomendada de Dividendos teve uma performance de -4,27%, contra -1,80% do IDIV e +0,47% do IBOV. Desde o dia 8 de novembro de 2019, a nossa Carteira Recomendada de Dividendos acumula uma rentabilidade de +27,31%, contra +13,29% do IDIV e +2,24% do IBOV.

Gráfico 9: Performance por ação em Setembro 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\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -		
TAE11	R\$ 0,67	R\$ 3,11	R\$ 5,41	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -			
CYRE3	R\$ 1,04	-	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -			
TIET11	R\$ 0,27	R\$ 0,51	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -			
TRPL4	-	R\$ 0,52	R\$ 4,04	R\$ 0,15	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -			
BBSE3	-	R\$ 0,88	R\$ 0,48	R\$ -	R\$ 0,93	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -			
VMT3	-	R\$ 2,13	R\$ 2,07	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -			
EGIE3	-	-	R\$ 2,44	R\$ -	R\$ -	R\$ 0,78	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -			
CPLE6	-	-	R\$ 0,53	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	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	R\$ 0,02	R\$ 0,02		
ITUB4	-	-	-	R\$ -	R\$ -	R\$ 0,015	R\$ 0,015	R\$ 0,015	R\$ 0,015	R\$ -	R\$ 0,276	R\$ 0,015	R\$ 0,015	R\$ 0,015	
VALE3	-	-	R\$ 15,09	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -			
AGRO3	-	-	-	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ 2,016	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -			
ALUP11	-	-	-	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ 0,45	R\$ -	R\$ -	R\$ 0,45	R\$ -		R\$ 0,33	
BBAS3	-	-	-	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ 0,60	R\$ 0,21	R\$ -	R\$ 0,69	R\$ 0,27			
BEEF3	-	-	-	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ 0,22	R\$ -			
PETR4	-	-	-	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ 3,37	R\$ 3,37		R\$ 0,16	
TIMS3	-	-	-	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ 0,08		
<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\$ 5,02</b>	<b>R\$ 3,67</b>	<b>R\$ 0,12</b>	<b>R\$ 0,50</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%	-9,44%	2,68%	10,08%	-4,3%				18,16%	9,21%	27,31%	13,29%	

Fonte: Economática 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 e 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)*