



Carteira Recomendada de Dividendos

Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Fevereiro 2023

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, CFA

São Paulo – Banco BTG Pactual

Analise.acoes@btgpactual.com

Objetivo da Carteira

A carteira tem como objetivo encontrar as melhores empresas sob a ótica de distribuição de dividendos, ou seja, companhias que remuneraram 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

O Brasil está barato e o mundo está ajudando

Embora haja muitos desafios quando olhamos para as perspectivas econômicas do Brasil, um cenário econômico global mais benigno levou as ações locais a um desempenho relativamente bom em janeiro (+3,4% em Real; +7,4% em USD). Esperamos que o debate econômico aqui avance para um terreno mais positivo nos próximos meses, e que melhores perspectivas para a economia global, incluindo a reabertura da China, possam continuar a ter implicações positivas para os países emergentes, especialmente exportadores de commodities como o Brasil.

Três mudanças no mês. Auren, Porto Seguro e Gerdau entram; Energisa, Engie e Vibra Energia saem

Estamos adicionando a Porto ao portfólio. Conforme visto nos últimos trimestres, a sinistralidade do seguro de automóveis está pressionada, pois a menor oferta de veículos elevou os preços dos carros, o que continuou impactando os resultados de 2022. No entanto, agora esperamos que seus resultados melhorem significativamente nos próximos trimestres (e especialmente em 2023), uma vez que a repactuação de suas apólices de seguro de automóveis começa a impactar os resultados e melhorar a sinistralidade de forma mais significativa. Em relação a Auren, a vemos como uma operadora de alto nível com uma boa equipe de gestão com muita disciplina de alocação de capital. A Gerdau é nossa principal escolha em siderurgia e vem atraindo o interesse dos investidores, com um sólido momento de resultados, modelo de negócios resiliente, diversificação geográfica, qualidade de ativos e flexibilidade na operação.

Tabela 1: Carteira Recomendada de Dividendos de Fevereiro

Empresa	Ticker	Setor	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	EV/EBITDA		P/L		Dividend Yield (%)	
					2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
BB Seguridade	BBSE3	Financeiro ex-Bancos	10%	75.436	-	-	10,8x	10,0x	7,4%	8,0%
Alupar	ALUP11	Serviços Básicos	10%	8.408	8,0x	7,3x	11,1x	9,3x	9,5%	10,9%
Eletrobras	ELET3	Serviços Básicos	10%	94.058	6,7x	4,7x	12,8x	4,1x	7,9%	15,0%
Vale	VALE3	Metais & Mineração	10%	429.320	4,3x	5,2x	7,0x	8,3x	8,2%	7,7%
Gerdau	GGBR4	Metais & Mineração	10%	51.346	3,3x	3,8x	5,7x	7,3x	13,5%	9,6%
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%	229.514	-	-	7,2x	6,4x	4,8%	7,8%
Cury	CURY3	Construção Civil	10%	3.908	6,7x	5,4x	7,8x	6,5x	8,3%	10,8%
Auren	AURE3	Serviços Básicos	10%	15.410	9,0x	8,6x	21,2x	20,8x	1,2%	1,2%
PetroRio	PRIO3	Petróleo & Gás	10%	35.725	3,8x	2,6x	6,4x	5,1x	4,9%	7,8%
Porto Seguro	PSSA3	Financeiro ex-Bancos	10%	16.525	-	-	10,9x	11,3x	6,4%	6,2%

Fonte: BTG Pactual e Econômica

O Brasil está barato e o mundo está ajudando

Embora haja muitos desafios quando olhamos para as perspectivas econômicas do Brasil, um cenário econômico global mais benigno levou as ações locais a um desempenho relativamente bom em janeiro (+3,4% em Real; +7,4% em USD).

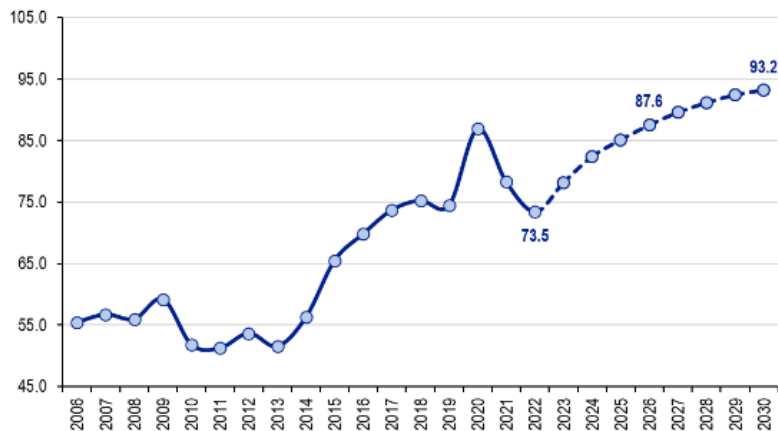
A queda da inflação global pode desencadear o fim dos ciclos de aperto monetário – alguns acham que o FED pode começar a cortar as taxas ainda este ano – e embora a atividade econômica mais lenta ainda seja provável na Europa e nos EUA, uma recessão econômica nessas regiões em 2023 pode ser menos aguda do que inicialmente esperado.

Na China, a reabertura econômica após um longo período de medidas altamente restritivas para impedir a propagação da Covid e uma desalavancagem ordenada do importante setor imobiliário do país podem impulsionar o crescimento do PIB em 2023 para 4,5-5% (vs. 3,3% esperado em 2022). Um maior crescimento chinês deve sustentar os preços de commodities, beneficiando exportadores de commodities como Brasil e Chile.

O PIB chinês mais forte, a queda nas taxas de juros dos EUA e o enfraquecimento do dólar beneficiaram as moedas dos mercados emergentes e sustentaram os preços dos ativos.

No Brasil, as preocupações fiscais e a autonomia do Banco Central estão no centro do debate

Os ativos brasileiros se beneficiaram dos últimos desenvolvimentos econômicos globais, mas menos do que poderiam se não fossem as preocupações com sua situação fiscal. O pacote de expansão fiscal de R\$ 170 bilhões/ano aprovado no final do ano passado colocou a dívida bruta do país em uma trajetória ascendente – nossa equipe macroeconômica espera que a dívida bruta sobre o PIB cresça de 74% em 2022 para 78% em 2023, 88% em 2026 e 93% em 2030.

Gráfico 1: Dívida Bruta do Setor Público (% do PIB)


Fonte: Banco Central do Brasil, BTG Pactual

O governo anunciou um conjunto de medidas fiscais de R\$ 242,7 bilhões para reduzir o *déficit* primário previsto para os próximos anos. O movimento é uma primeira tentativa de compensar maiores gastos gerados pelo pacote de expansão aprovado no ano passado. Mas as medidas parecem insuficientes, seja pela falta de apoio político de alguns itens, ou devido à incerteza sobre o potencial impacto fiscal de outras medidas. Nossa equipe macroeconômica estima que apenas R\$ 49 bilhões dos R\$ 243 bilhões propostos devem se concretizar.

Tabela 2: Pacote fiscal altamente dependente de receitas extraordinárias e incertas

Medidas Fiscais	Impacto - Estim. Oficial		Impacto - Estim. BTG		Observação
	R\$ bi	% PIB	R\$ bi	% PIB	
Reestimativa de receita	36,40	0,3%	0,0	0,0%	Já em nossa projeção
Medidas permanentes	108,28	1,0%	24,0	0,2%	-
Redução da dedução fiscal relativa ao ICMS (IVA estadual)	30,00	0,3%	30,0	0,3%	provável (dúvidas sobre o impacto)
Reintegração do PIS/COFINS sobre o combustível	28,88	0,3%	-6,0	-0,1%	a partir de Maio
Revisão de gastos	25,00	0,2%	0,0	0,0%	improvável
Contencioso Fiscal (Conselho Administrativo de Recursos Fiscais) - efeito permanente	15,00	0,1%	0,0	0,0%	altamente incerto
Regularização fiscal voluntária - efeito permanente	5,00	0,0%	0,0	0,0%	altamente incerto
Reintegração do PIS/COFINS sobre a receita financeira	4,40	0,0%	0,0	0,0%	Já em nossa projeção
Medidas Extraordinárias	98,00	0,9%	25,0	0,2%	-
Contencioso Fiscal (Conselho Administrativo de Recursos Fiscais) - efeito extraordinário	35,00	0,3%	0,0	0,0%	altamente incerto
Menor execução de investimento	25,00	0,2%	25,0	0,2%	provável
Fundos não reclamados do PIS/Pasep	23,00	0,2%	0,0	0,0%	Já em nossa projeção
Regularização fiscal voluntária - efeito extraordinário	15,00	0,1%	0,0	0,0%	altamente incerto
Impacto Total	242,68	0,0	49,0	0,0	-

Fonte: Ministério da Fazenda, estimativas do BTG Pactual

As expectativas de inflação estão mais altas, conforme pesquisa Focus

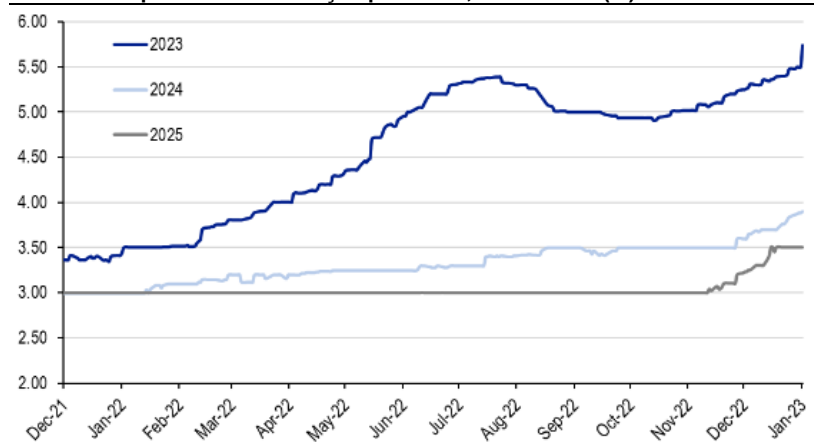
As expectativas de inflação se deterioraram continuamente nas últimas semanas. Segundo a pesquisa Focus do Banco Central, as expectativas para 2023 e 2024 (horizonte atual da política monetária) subiram de 5,31% e 3,65% há quatro semanas para 5,74% e 3,90%, e mesmo as expectativas além do horizonte da política monetária pioraram nas últimas semanas.

Apesar do anúncio de medidas para aumentar as receitas fiscais, a ausência de um quadro fiscal crível e a falta de sinais de uma trajetória sustentável da dívida/PIB têm cobrado o seu preço.

Talvez mais importante, o recente debate sobre as metas de inflação (Lula disse que elas deveriam subir) e as críticas à autonomia do Banco Central estão prejudicando a desancoragem das expectativas de inflação de longo prazo.

Mudar as metas de inflação agora, independentemente dos méritos do nível ótimo, é um recado muito ruim para os mercados e pode acabar tendo efeitos contrários sobre as taxas de juros – metas de inflação mais altas podem fazer com que as expectativas de inflação subam e forçar o Banco Central a aumentar ainda mais as taxas.

Gráfico 2: Expectativas de inflação para 2023, 2024 e 2025 (%)

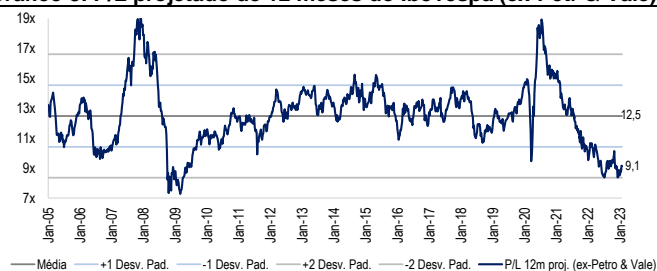


Fonte: Focus Banco Central do Brasil, BTG Pactual

As ações brasileiras estão baratas mesmo em um ambiente de alta taxa de juros

As ações brasileiras estão sendo negociadas a 9,1x P/L de 12 meses projetados (ex-Petrobras e Vale), entre um e dois desvios padrão abaixo de sua média histórica de 12,5x e perto das mínimas de 2009. Incluindo a Petrobras e a Vale, as ações estão negociando em 7,2x, perto dos níveis vistos em 2005.

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



Fonte: Estimativas do BTG Pactual

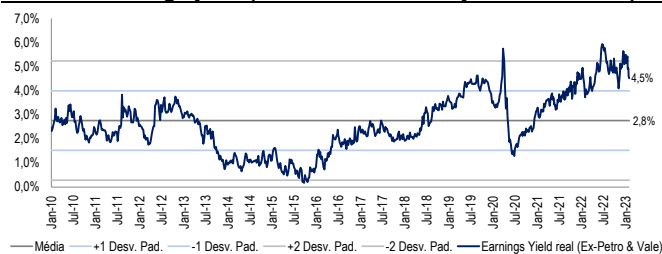
Gráfico 4: P/L projetado de 12 meses do Ibovespa



Fonte: Estimativas do BTG Pactual

Talvez mais interessante, o prêmio para manter ações, medido como o inverso do P/L menos as taxas de juros reais de 10 anos, é de 4,5%, entre um e dois desvios-padrão acima da média, apesar das altas taxas de longo prazo (NTN-Bs 2035 estarem pagando inflação +6,4%).

Mas se a situação fiscal do Brasil não for resolvida nos próximos meses, o risco é que as taxas de câmbio subam ainda mais, fazendo com que as ações tenham um desempenho inferior.

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


Fonte: Estimativas do BTG Pactual

Gráfico 6: Títulos públicos de longo prazo (NTN-B 2035)


Fonte: Estimativas do BTG Pactual

Revisões de lucros para baixo podem sinalizar valuations mais caros

As projeções de lucros das empresas listadas brasileiras estão sendo revisadas para baixo para levar em consideração o crescimento econômico marginalmente mais baixo em 2023 (0,8% de acordo com a pesquisa Focus) e taxas de juros potencialmente altas por mais tempo.

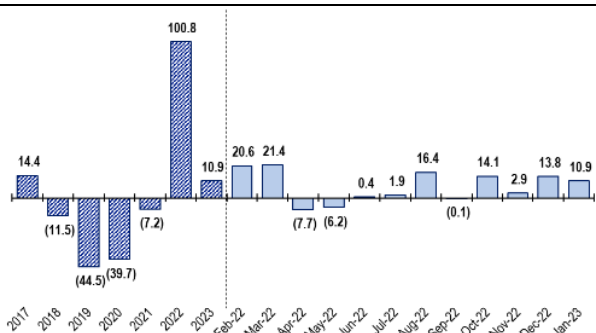
Nossa equipe de Equity Research agora projeta que os lucros consolidados crescerão 4,8% (reais nominais) em 2023, abaixo dos 7,7% de alguns meses atrás. A maior parte da revisão para baixo envolveu empresas basicamente expostas ao mercado doméstico, que agora devem crescer 10,3% contra 13,6% há alguns meses – nossas equipes dos setores financeiro e varejo recentemente cortaram suas estimativas para algumas empresas que cobrimos.

Vemos fortes chances de outras equipes cortarem suas projeções de lucros.

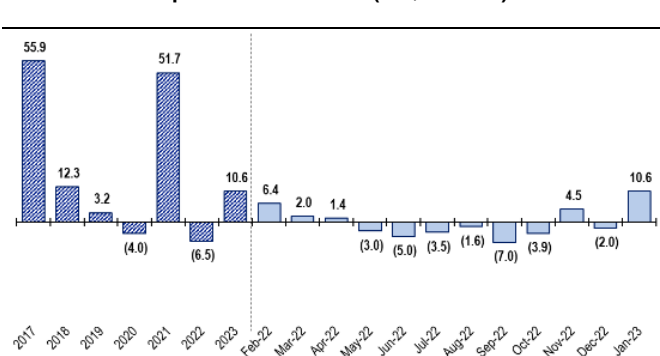
Estrangeiros entrando; Recursos ainda saindo de fundos de ações locais

O fluxo de entrada de investidores estrangeiros continua forte no início do ano. Depois de R\$ 100 bilhões em 2022 e R\$ 31 bilhões apenas no 4T22, os estrangeiros alocaram outros R\$ 11 bilhões em ações brasileiras em janeiro.

A percepção de que as ações brasileiras estão baratas, aliada à reabertura da China, seus impactos positivos para a economia brasileira e uma melhor visão geral do estado da economia global, colocaram os mercados emergentes de volta no radar dos investidores. O fluxo de entrada em Fundos de Mercados Emergentes foi de US\$ 10,6 bilhões em janeiro.

Gráfico 7: Fluxo de entrada de estrangeiros em ações brasileiras (R\$ bi)


Fonte: B3, BTG Pactual

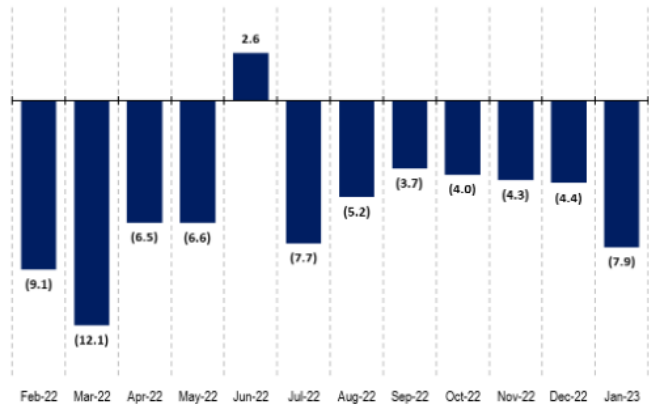
Gráfico 8: Fluxos para Fundos G.E.M (US\$ bilhões)


Fonte: EPFR, BTG Pactual

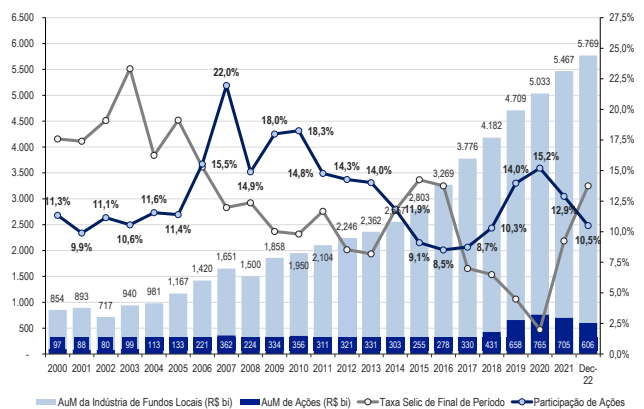
Os fundos de ações locais sofreram resgates em 13 dos últimos 14 meses devido ao aumento das taxas de juros, com um fluxo de saída de R\$ 71 bilhões em 2022.

Os resgates desaceleraram e somaram R\$ 3,7 bilhões em setembro, mas voltaram a subir em outubro devido às preocupações com as contas fiscais do governo e, portanto, às expectativas de que os juros possam permanecer altos por mais tempo, levando os investidores a aumentar ainda mais sua alocação em instrumentos de renda fixa.

Em janeiro, os resgates de fundos de ações locais foram de R\$ 7,9 bilhões, a maior desde março de 2022. Em 2022, as alocações de ações por fundos multimercados locais foram de 10,5%, abaixo dos 15,2% em 2020.

Gráfico 9: Captação Líquida Mensal de Fundo de Ações (R\$ bi)


Fonte: Anbima, Estimativa BTG Pactual

Gráfico 10: Alocações de Fundos Locais


Fonte: Anbima, Estimativa BTG Pactual

As alocações em ações brasileiras por fundos globais e de Mercados Emergentes aumentaram consistentemente de meados de 2022 a outubro e depois caíram em novembro-dezembro devido a novas preocupações com a política fiscal.

A exposição ao Brasil de fundos Latam caiu de 62,15% em outubro para 58,61% em novembro, mas recuperou um pouco em dezembro para 59,12%. Grande parte dessas alocações foi para México, Chile e Peru. Com a entrada em ações brasileiras novamente forte em janeiro, as alocações relativas ao Brasil podem aumentar no mês.

Tabela 3: Alocação de Fundos para o Brasil

Data	Alocações de fundos em Brasil			
	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%
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%
Sep-22	6,99%	0,46%	0,85%	61,31%
Oct-22	7,93%	0,53%	0,90%	62,15%
Nov-22	6,45%	0,42%	0,74%	58,61%
Dec-22	6,31%	0,42%	0,68%	59,12%

Fonte: Anbima, Estimativa BTG Pactual

Tabela 4: Alocação de fundos de América Latina

Data	Alocação de fundos de América Latina					
	Argentina	Brasil	Chile	Colômbia	México	Peru
Dec-15	1,11%	43,09%	9,76%	2,25%	35,93%	3,48%
Dec-16	1,48%	56,03%	8,01%	2,03%	23,95%	4,07%
Dec-17	3,49%	56,42%	8,80%	1,82%	22,02%	3,43%
Dec-18	2,36%	59,85%	6,45%	1,52%	21,46%	3,74%
Dec-19	1,61%	65,86%	5,21%	1,67%	18,73%	3,08%
Dec-20	2,81%	62,71%	5,50%	1,13%	20,85%	2,49%
Dec-21	3,24%	55,09%	5,76%	1,08%	27,87%	2,27%
Dec-21	3,24%	55,09%	5,76%	1,08%	27,87%	2,27%
Mar-22	2,59%	58,61%	5,38%	0,96%	24,51%	2,34%
Apr-22	2,49%	58,56%	5,55%	1,21%	24,43%	2,03%
May-22	2,22%	58,91%	5,85%	1,19%	23,81%	1,97%
Jun-22	2,27%	57,41%	5,69%	1,11%	25,68%	2,10%
Jul-22	2,85%	60,14%	5,18%	0,96%	24,71%	2,28%
Aug-22	2,71%	60,16%	5,30%	0,81%	23,38%	2,07%
Sep-22	2,58%	61,31%	4,76%	0,79%	24,46%	2,35%
Oct-22	2,50%	62,15%	4,40%	0,75%	24,73%	2,60%
Nov-22	2,51%	58,61%	4,94%	0,89%	26,89%	3,10%
Dec-22	2,35%	59,12%	5,04%	0,88%	25,73%	3,09%

Fonte: Anbima, Estimativa BTG Pactual

Carteira Recomendada de Ações – Dividendos:

Estamos adicionando a Porto ao portfólio. Conforme visto nos últimos trimestres, a sinistralidade do seguro de automóveis está pressionada, pois a menor oferta de veículos elevou os preços dos carros, o que continuou impactando os resultados de 2022. No entanto, agora esperamos que seus resultados melhorem significativamente nos próximos trimestres (e especialmente em 2023), uma vez que a repactuação de suas apólices de seguro de automóveis começa a impactar os resultados e melhorar a sinistralidade de forma mais significativa. Em relação a Auren, a vemos como uma operadora de alto nível com uma boa equipe de gestão com muita disciplina de alocação de capital. A Gerdau é nossa principal escolha em siderurgia e vem atraindo o interesse dos investidores, com um sólido momento de resultados, modelo de negócios resiliente, diversificação geográfica, qualidade de ativos e flexibilidade na operação.

Tabela 5: Alterações na Carteira para Fevereiro

Janeiro				Fevereiro			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
BB Seguridade	Financeiro ex-Bancos	BBSE3	10%	BB Seguridade	Financeiro ex-Bancos	BBSE3	10%
Alupar	Serviços Básicos	ALUP11	10%	Alupar	Serviços Básicos	ALUP11	10%
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%	Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%
Vale	Metals & Mineração	VALE3	10%	Vale	Metals & Mineração	VALE3	10%
Energisa	Serviços Básicos	ENGI11	10%	Gerdau	Metals & Mineração	GGBR4	10%
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%
Cury	Construção Civil	CURY3	10%	Cury	Construção Civil	CURY3	10%
Engie	Serviços Básicos	EGIE3	10%	Auren	Serviços Básicos	AURE3	10%
PetroRio	Petróleo & Gás	PRI03	10%	PetroRio	Petróleo & Gás	PRI03	10%
Vibra Energia	Petróleo & Gás	VBBR3	10%	Porto Seguro	Financeiro ex-Bancos	PSSA3	10%

Fonte: BTG Pactual

Tabela 6: Carteira Recomendada de Dividendos

Empresa	Ticker	Setor	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	EV/EBITDA		P/L		Dividend Yield (%)	
					2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
BB Seguridade	BBSE3	Financeiro ex-Bancos	10%	75.436	-	-	10,8x	10,0x	7,4%	8,0%
Alupar	ALUP11	Serviços Básicos	10%	8.408	8,0x	7,3x	11,1x	9,3x	9,5%	10,9%
Eletrobras	ELET3	Serviços Básicos	10%	94.058	6,7x	4,7x	12,8x	4,1x	7,9%	15,0%
Vale	VALE3	Metals & Mineração	10%	429.320	4,3x	5,2x	7,0x	8,3x	8,2%	7,7%
Gerdau	GGBR4	Metals & Mineração	10%	51.346	3,3x	3,8x	5,7x	7,3x	13,5%	9,6%
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%	229.514	-	-	7,2x	6,4x	4,8%	7,8%
Cury	CURY3	Construção Civil	10%	3.908	6,7x	5,4x	7,8x	6,5x	8,3%	10,8%
Auren	AURE3	Serviços Básicos	10%	15.410	9,0x	8,6x	21,2x	20,8x	1,2%	1,2%
PetroRio	PRI03	Petróleo & Gás	10%	35.725	3,8x	2,6x	6,4x	5,1x	4,9%	7,8%
Porto Seguro	PSSA3	Financeiro ex-Bancos	10%	16.525	-	-	10,9x	11,3x	6,4%	6,2%

Fonte: BTG Pactual e Econômica

BB Seguridade (BBSE3):

No geral, vemos uma perspectiva de resultados muito construtiva para 2023. Dada a natureza do negócio, com 75% dos resultados operacionais anuais provenientes do que foi construído nos anos anteriores, a visibilidade dos números é muito boa para o próximo ano após um ótimo 2022 (esperamos que os prêmios subscritos cresçam 28% a/a). Enquanto isso, a taxa média Selic maior e uma inflação menor no próximo ano devem impulsionar o resultado financeiro. Esperamos que a BBSE entregue um lucro líquido de R\$ 7,0 bilhões em 2023 (+20% a/a). A BBSE já tem caixa para potencialmente fazer um payout de 100% no segundo semestre, e vemos espaço para pagar mais de 80% em 2023 (8% de *yield*), que é o que modelamos.

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 alavancagem da Alupar (3,4x Dívida Líquida/Ebitda no 3T22 – ligeiramente abaixo do 2T22), o endividamento é resultado do histórico da empresa de boa alocação de capital em projetos de transmissão geradores de valor. Esperamos também investimentos em projetos de geração de energia eólica e solar, os quais entram em operação ainda esse ano. Portanto, com a maioria desses projetos em operação, esperamos que a alavancagem continue caindo para níveis muito mais confortáveis, o que deve abrir espaço para melhores dividendos. No final de junho do ano passado 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 (teremos mais um grande leilão em 2023). A Alupar é nossa principal escolha no segmento de transmissão com uma TIR real de 8,0%.

Vale (VALE3):

A empresa continua sendo um dos nossos nomes preferidos para exposição à reabertura da economia chinesa. À medida que avançamos para 2023, esperamos que a atividade econômica se recupere gradualmente à medida que o governo diminui as restrições e a ajudar a moderar a correção do mercado imobiliário. De uma perspectiva bottom-up, seu momento operacional deve continuar a se recuperar à medida que a produção e os custos (tanto para suas divisões de minério de ferro e metais básicos) devem melhorar nos próximos trimestres. Gostamos da entrada de um acionista de referência (Cosan) no conselho da Vale e vemos uma potencial monetização da divisão de metais básicos como um potencial gerador de valor para os investidores de longo prazo. Em nossa opinião, a administração permanece altamente disciplinada em sua estratégia de alocação de capital (pouco capex de crescimento), e esperamos que a maior parte da agenda estratégica de médio prazo seja voltada aos retornos de caixa dos acionistas – projetamos um *yield* de 10-11% para 2023, incluindo recompras de ações. Reiteramos nossa recomendação de Compra, com a ação negociando a 4,2x EV/EBITDA 23E.

Gerdau (GGBR4):

A Gerdau é nossa principal escolha em siderurgia e vem atraindo o interesse dos investidores, com um sólido momento de resultados, modelo de negócios resiliente, diversificação geográfica, qualidade de ativos e flexibilidade na operação. A exposição da Gerdau ao próspero setor de aços longos na América do Norte tem sido vista como um “porto seguro”, com margens EBITDA acima de 30% e com expectativa de sustentação no curto prazo. O mercado vem ganhando mais clareza sobre a alocação de capital da empresa (uma preocupação importante anteriormente) com uma meta de dívida bruta fixada em R\$ 12 bilhões (já atingida), vemos potencial para a empresa se tornar mais agressiva na remuneração aos acionistas, com *yields* anualizados de fluxo de caixa podendo chegar a 20% em 2022 em nossa opinião. Temos recomendação de Compra

Eletrbras (ELET3):

A ação ainda combina um dos potenciais mais claros (17,5% de TIR real) no setor de serviços básicos e alta liquidez, junto com vários catalisadores nos próximos meses com a implementação da reestruturação. Wilson Ferreira Jr. assumiu o cargo de CEO em 19 de setembro e a empresa anunciou um programa de desligamento voluntário envolvendo 2,3 mil funcionários elegíveis em outubro, com um custo de R\$ 1 bilhão e um payback de 11,2 meses, representando o início da agenda de reestruturação definidos pela gestão e aguardados com ansiedade pelo mercado. A empresa adiou recentemente sua migração para o Novo Mercado, mas a nossa visão é que a migração acabará acontecendo. Além disso, vemos um risco de reestatização muito baixo, considerando que os termos da privatização limitaram o poder de voto de qualquer acionista individual a 10% (incluindo todas as entidades relacionadas ao governo) e estabeleceram uma poison pill de 200% caso o governo (ou qualquer outro acionista) decida adquirir o controle acionário da empresa (50+1%). Além disso, existem outros benefícios a serem capturados pela companhia: (i) a otimização na estrutura de despesas de PMSO e reorganização corporativa (esperamos uma redução de 60% nas despesas em 3 anos a partir de 2023); (ii) o fim do regime de cotas; e (iii) a possibilidade de negociação individual dos empréstimos compulsórios. 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.

Cury (CURY3):

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. Algumas adições benéficas ao programa CVA já foram aprovadas e estão em uso, assim como o aumento das faixas salariais para as famílias dentro do programa e subsídios para o comprador. Já outros benefícios foram aprovados mais recentemente e deverão aparecer nos resultados nos trimestres seguintes, assim como a possibilidade do uso da parcela de FGTS do salário do comprador para aquisição do imóvel. 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 do setor. Sua prévia operacional do 4T22 foi muito forte, com vendas líquidas +23% a/a; uma impressionante velocidade de vendas de 40% no período e uma geração de caixa de R\$ 136 milhões (com um *yield* anualizado do fluxo de caixa de 15%).

Itaú Unibanco (ITUB4):

Continua a ser a nossa escolha entre os bancos brasileiro, apresentando forte crescimento comercial nos últimos 18 meses, impulsionado por uma transformação cultural. Para 2023, projetamos lucro líquido do Itaú crescendo 10% a/a, após crescer ~18% em 2022 (de acordo com as nossas estimativas). Assumindo isso, ainda vemos o banco negociando abaixo de 7x P/L em 23. Em nossas reuniões recentes com a administração, eles disseram que estão preparando o terreno para ter um desempenho claramente superior 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, poderia justificar o banco negociando em um múltiplo maior do que a sua média histórica. Além disso, um cenário de capital mais fraco forçaria as fintechs a serem mais focadas em rentabilidade (assim como o Itaú), o que também ajuda a nivelar o cenário competitivo para o banco incumbente, que há muito é visto como o banco premium do Brasil. Assim, com o status de banco premium, valuation atraente e exposição a uma carteira mais defensiva para NPLs (inadimplência) crescentes (mais concentrados em pessoas físicas de alta renda e empresas maiores), reiteramos o ITUB4 como uma recomendação de Compra.

PetroRio (PRIO3):

Há muito tempo argumentamos que o perfil de crescimento inorgânico da PRIO, apoiado por um histórico inteligente de M&As e uma estratégia comprovada pelo tempo, geraria mais valor à frente. E mesmo depois de um desempenho muito forte ao longo do ano, acreditamos que há espaço para mais. A PRIO está agora em uma posição única no setor brasileiro de Óleo e Gás: forte curva de crescimento da produção, espaço para reduzir ainda mais os custos (*breakeven*) e bem capitalizada, o que deve permitir aproveitar oportunidades que ninguém mais pode no setor. E estamos confiantes de que haverá revisões de reservas mais positivas no curto prazo. Enquanto isso, o espaço para surpresas operacionais negativas é limitado principalmente a pequenos atrasos em alguns de seus projetos, algo que preservará uma relação de risco-retorno atraente para a tese, em nossa visão. Por fim, com a percepção de risco em Petrobras crescendo, a PRIO é um dos melhores veículos para quem busca exposição no setor de Óleo e Gás no Brasil. Com nossa visão ainda otimista sobre os preços do petróleo, mantemos a ação em nosso portfólio de Dividendos.

Auren (AURE3):

Temos uma recomendação de Compra na Auren, pois atualmente a vemos sendo negociada a uma TIR real de 13,5%, com um spread de ~730bps para a NTN20 2035 (cerca de 1 desvio padrão acima da média histórica). Em nossa visão, a transação entre CESP e seus acionistas controladores (BV e CPPIB) beneficiou a companhia devido à injeção de capital de R\$ 1,5 bilhão feita pelo CPPIB (contribuindo para sua baixa alavancagem de 1,7x dívida líquida/EBITDA), que contribui com o plano de expansão de portfólio que a Auren busca atualmente. Ao expandir o seu operacional para as outras fontes renováveis, ela adiciona uma diversificação bem-vinda ao seu portfólio hidrelétrico, reduzindo o risco hidrológico. A Auren é uma operadora de alto nível com uma boa equipe de gestão com muita disciplina de alocação de capital (ela vem sendo muito vocal sobre não crescer a qualquer custo, ou seja, não deverá adquirir novos ativos com retornos pouco atraentes). A companhia pode distribuir dividendos relevante caso não encontre bons investimentos a serem feitos em novos ativos. E além disso, com a homologação da indenização que a Auren receberá de R\$ 4,1 bilhões do Contrato de Três irmãos, essa possibilidade de um pagamento de dividendos extraordinários fica mais próxima – com um *dividend yield* que pode chegar até a ~16%.

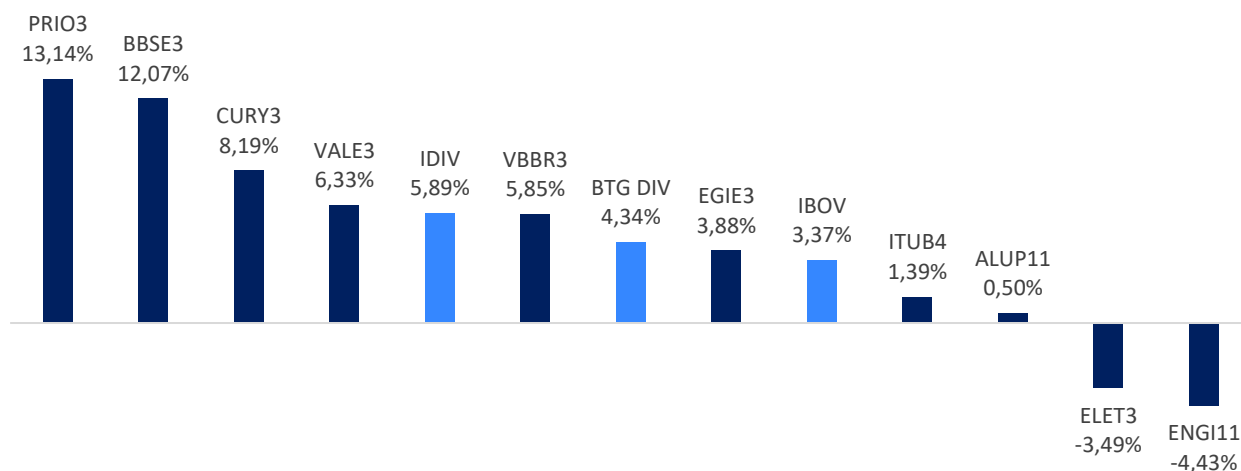
Porto Seguro (PSSA3):

Estamos adicionando a Porto ao portfólio. Conforme visto nos últimos trimestres, a sinistralidade do seguro de automóveis está pressionada, pois a menor oferta de veículos elevou os preços dos carros, o que continuou impactando os resultados de 2022. No entanto, agora esperamos que seus resultados melhorem significativamente nos próximos trimestres (e especialmente em 2023), uma vez que a repactuação de suas apólices de seguro de automóveis começa a impactar os resultados e melhorar a sinistralidade de forma mais significativa. A empresa também tem baixa exposição a riscos políticos e mudanças regulatórias. Assim, um valuation atraente (~10x P/L 23) e um forte momento operacional devem ser uma boa combinação para que a ação tenha um bom desempenho nos próximos meses.

Performance Histórica:

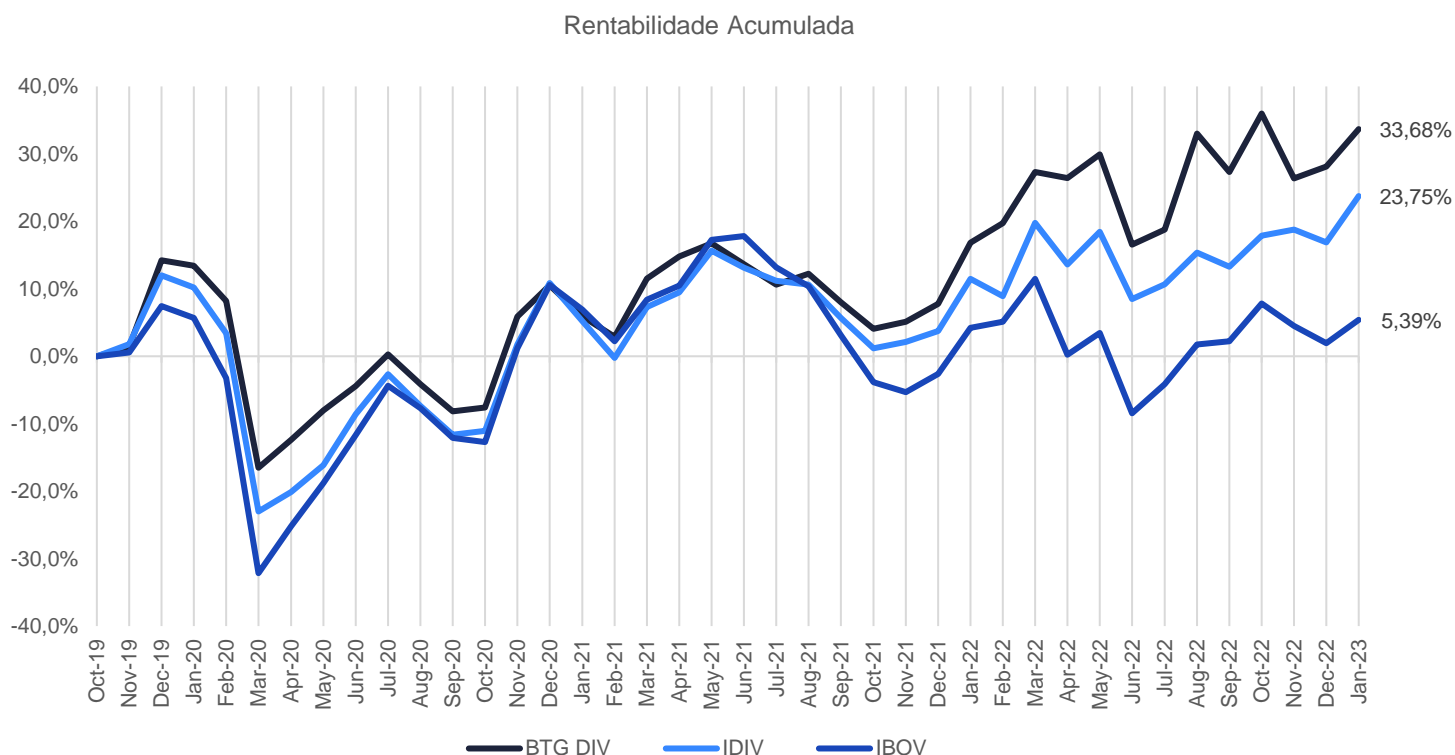
Em Janeiro, nossa Carteira Recomendada de Dividendos teve uma performance de +4,3%, contra +5,9% do IDIV e +3,4% do IBOV. Desde o dia 8 de novembro de 2019, a nossa Carteira Recomendada de Dividendos acumula uma rentabilidade de +33,7%, contra +23,8% do IDIV e +5,4% do IBOV.

Gráfico 11: Performance por ação em Janeiro de 2022 (%)



Fonte: BTG Pactual e Econômica

Gráfico 12: Rentabilidade Acumulada desde o início (%)



Fonte: BTG Pactual e Econômica

Mapa de Proventos (R\$/Ação):

Empresa	2019	2020	2021	2022	Jan-23	Feb-23	Mar-23	Apr-23	May-23	Jun-23	Jul-23	Aug-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23	Dec-23
ITSA4	-	R\$ 0,46	R\$ -	R\$ -	-											
TAE11	R\$ 0,67	R\$ 3,11	R\$ 5,41	R\$ -	-											
CYRE3	R\$ 1,04	-	R\$ -	R\$ -	-											
TIET11	R\$ 0,27	R\$ 0,51	R\$ -	R\$ -	-											
TRPL4	-	R\$ 0,52	R\$ 4,04	R\$ 0,15	-											
BBSE3	-	R\$ 0,88	R\$ 0,48	R\$ 0,93	-											
VMT3	-	R\$ 2,13	R\$ 2,07	R\$ -	-											
EGIE3	-	-	R\$ 2,44	R\$ 0,78	-											
CPL6	-	-	R\$ 0,53	R\$ -	-											
BBDC4	-	-	R\$ 0,25	R\$ 0,35	-											
ITUB4	-	-	-	R\$ 0,38	-	R\$ 0,015	R\$ 0,015	R\$ 0,413								
VALE3	-	-	R\$ 15,09	R\$ -	-											
AGRO3	-	-	-	R\$ 2,02	-											
ALUP11	-	-	-	R\$ 1,23	-											
BBAS3	-	-	-	R\$ 1,78	-											
BEEF3	-	-	-	R\$ 0,22	-											
PETR4	-	-	-	R\$ 6,89	-											
CURY3	-	-	-	R\$ -	-	R\$ 0,21										
VBBR3	-	-	-	R\$ -	-	R\$ 0,33										
Fonte: BTG Pactual e RI das companhias			-	R\$ 0,08	-											
Total	R\$ 1,97	R\$ 7,60	R\$ 30,30	R\$ 14,81	-	R\$ 0,55	R\$ 0,02	R\$ 0,41	-	-	-	-	-	-	-	-

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.
2019											1,4%	12,6%	14,22%	11,97%	14,22%	11,97%
2020	-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%
2021	-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%
2022	8,4%	2,5%	6,3%	-0,7%	2,80%	-9,44%	2,68%	10,08%	-4,3%	6,8%	-7,1%	1,4%	18,90%	12,65%	28,11%	16,86%
2023	4,34%												4,34%	5,89%	33,68%	23,75%

Fonte: BTG Pactual e Econômica

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.

- 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

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição somente no Brasil, sob circunstâncias permitidas pela regulamentação vigente. BTG Pactual S.A. é o responsável pela distribuição desse relatório no Brasil. Nada nesse relatório constitui indicação de que a estratégia de investimento ou recomendações aqui citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Este relatório possui caráter informativo, não constitui material promocional e não foi produzido como uma solicitação de compra ou venda de qualquer ativo ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição. Os dados que aparecem nos gráficos referem-se ao passado, a rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Os preços e demais informações contidas neste relatório são críveis e dignas de confiança na data de publicação do mesmo e foram obtidas de uma ou mais das fontes que seguem: (i) fontes expressas ao lado da informação; (ii) preço de cotação no principal mercado regulado do valor mobiliário em questão; (iii) fontes públicas confiáveis; ou (iv) base de dados do BTG Pactual S.A.

Nenhuma garantia ou declaração, tanto expressa quanto implícita, é provida em relação à exatidão, abrangência ou confiabilidade das informações aqui contidas, com exceção das informações referentes ao BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas. Também não tem o intuito de ser uma declaração completa ou um resumo sobre os ativos, mercados ou estratégias abordados no documento. Em todos os casos, investidores devem conduzir suas próprias investigações e análises antes de proceder ou deixar de proceder qualquer ação relacionada aos valores mobiliários analisados neste relatório. BTG Pactual S.A. não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. BTG Pactual S.A. 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. BTG Pactual S.A. não tem obrigações fiduciárias com os destinatários deste relatório e, ao divulgá-lo, não apresenta capacidade fiduciária.

O presente relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício do seu próprio julgamento. Opiniões, estimativas e projeções expressas aqui constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data na qual foi preparada e por isso, está sujeito a mudanças sem aviso e pode diferir ou ser contrário a opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual, BTG Pactual S.A. e suas afiliadas ou subsidiárias como resultado do uso de diferentes hipóteses e critérios.

Preços e disponibilidade de instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a mudanças sem aviso.

A análise contida aqui é baseada em diversas hipóteses. Diferentes hipóteses podem ter resultados substancialmente diferentes.

Os analistas responsáveis pela preparação deste relatório podem interagir com a mesa de operações, mesa de vendas e outros departamentos, com o intuito de reunir, sintetizar e interpretar informações de mercado. BTG Pactual S.A. não está sob a obrigação de atualizar ou manter atualizada a informação contida neste relatório.

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 BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do 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 BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

Os ativos mencionados neste relatório podem não estar disponíveis para venda em todas as jurisdições ou para certas categorias de investidores. Opções, derivativos e futuros não são adequados a todos os investidores e a negociação desses tipos de instrumentos é considerada arriscada. Hipotecas e ativos lastreados em títulos de crédito podem envolver alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta às taxas de juros ou outras variáveis de mercado. Performance passada não é indicação de resultado futuro. Se um instrumento financeiro é cotado em uma moeda que não a do investidor, mudanças nas taxas de câmbio podem afetar de forma adversa o valor, o preço ou o retorno proveniente de qualquer ativo mencionado nesse documento e o leitor deve considerar o risco relacionado ao descasamento de moedas.

Este relatório não leva em consideração objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades especiais de nenhum investidor em particular. Investidores devem buscar orientação financeira baseada em suas particularidades antes de tomar qualquer decisão de investimento baseadas nas informações aqui contidas. Para recomendações de investimento, execução de ordens de negociação ou outras funções correlacionadas, os clientes devem contatar seus representantes de vendas locais. O BTG Pactual S.A., 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 presente relatório.

Qualquer preço apresentado neste relatório possui caráter informativo e não representa avaliação individual do valor de mercado do ativo ou outro instrumento. Não há garantias de que qualquer transação pode ou pôde ter sido efetuada nos preços apresentados neste relatório. Os preços eventualmente apresentados não necessariamente representam os preços contábeis internos ou os preços teóricos provenientes de avaliação por modelos do BTG Pactual S.A. e podem estar baseados em premissas específicas. Premissas específicas assumidas pelo BTG Pactual S.A. ou por terceiros podem ter resultados substancialmente diferentes.

Este relatório não pode ser reproduzido ou distribuído por qualquer outra pessoa, parcialmente ou em sua totalidade, sem o prévio consentimento por escrito do BTG Pactual S.A.

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