



Carteira Recomendada de Dividendos

Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Abril 2023

Bruno Lima

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 geração total de valor ao acionista com foco na distribuição de proventos. 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

Novo quadro fiscal não é o ideal, mas pode ser visto como um primeiro passo

No Brasil, o debate estará inteiramente centrado no novo marco fiscal anunciado na semana passada. Embora as principais diretrizes tenham sido anunciadas, detalhes importantes ainda estão faltando. Aumentar impostos (ou acabar com benefícios fiscais) é parte central da nova regra, impactando setores/empresas de forma diferente e tomando a escolha de ações mais desafiadora no curto prazo. Impostos mais altos também podem ter um impacto negativo de longo prazo no potencial de crescimento do país. Em suma, o ambiente de investimentos não está tão amigável, principalmente no Brasil, o que sugere cautela. Por outro lado, os valuations são extremamente baratos — o prêmio para manter ações (em 5,8%) é o mais alto dos últimos 13 anos — e mesmo que o novo quadro fiscal não seja o ideal, temos agora as diretrizes para uma regra que pode ser visto como um primeiro passo para alguma responsabilidade fiscal. Para o mês atual, fizemos duas mudanças. Entram: TRPL e Gerdau, e saem: ELET e Alupar.

Tabela 1: Carteira Recomendada de Dividendos de Abril

| Empresa | Ticker | Setor | Peso (%) | Valor de Mercado (R\$ mn) | EV/EBITDA | | P/L | | Dividend Yield (%) | |
|-----------------|--------|------------------------|----------|---------------------------|-----------|-------|-------|-------|--------------------|-------|
| | | | | | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E |
| Itaú Unibanco | ITUB4 | Bancos | 15% | 224.227 | n.a. | n.a. | 5,8x | 5,3x | 5,4% | 8,6% |
| Banco do Brasil | BBAS3 | Bancos | 10% | 111.606 | n.a. | n.a. | 2,8x | 2,8x | 13,0% | 13,2% |
| ISA CTEEP | TRPL4 | Serviços Básicos | 10% | 15.820 | 7,0x | 6,4x | 8,6x | 8,5x | 12,9% | 13,2% |
| Gerdau | GGBR4 | Mineração & Siderurgia | 10% | 42.397 | 2,9x | 3,3x | 4,3x | 5,5x | 17,9% | 12,8% |
| Vale | VALE3 | Mineração & Siderurgia | 10% | 359.946 | 3,3x | 3,9x | 4,2x | 5,5x | 15,2% | 13,8% |
| Cury | CURY3 | Construção Civil | 10% | 3.719 | 5,9x | 4,7x | 7,3x | 6,1x | 8,9% | 11,6% |
| Auren | AURE3 | Serviços Básicos | 10% | 14.670 | 8,2x | 7,8x | 18,7x | 18,3x | 1,3% | 1,4% |
| TIM | TIMS3 | Telecom | 10% | 30.451 | 4,0x | 3,5x | 16,6x | 10,5x | 6,5% | 6,5% |
| Porto Seguro | PSSA3 | Financeiro ex-Bancos | 10% | 15.006 | n.a. | n.a. | 8,6x | 8,0x | 6,9% | 8,6% |
| Santos Brasil | STBP3 | Infraestrutura | 5% | 7.012 | 6,3x | 5,8x | 11,8x | 11,3x | 6,8% | 8,0% |

Fonte: BTG Pactual e Econômica

Tabela 2: Alterações na Carteira para Abril

| Março | | | | Abril | | | |
|-----------------|------------------------|--------|----------|-----------------|------------------------|--------|----------|
| Empresa | Setor | Ticker | Peso (%) | Empresa | Setor | Ticker | Peso (%) |
| Banco do Brasil | Financeiro ex-Bancos | BBAS3 | 10% | Banco do Brasil | Financeiro ex-Bancos | BBAS3 | 10% |
| Alupar | Serviços Básicos | ALUP11 | 10% | ISA CTEEP | Serviços Básicos | TRPL4 | 10% |
| Eletrobras | Serviços Básicos | ELET3 | 10% | Gerdau | Mineração & Siderurgia | GGBR4 | 10% |
| Vale | Mineração & Siderurgia | VALE3 | 10% | Vale | Mineração & Siderurgia | VALE3 | 10% |
| Santos Brasil | Infraestrutura | STBP3 | 5% | Santos Brasil | Infraestrutura | STBP3 | 5% |
| Itaú Unibanco | Bancos | ITUB4 | 15% | Itaú Unibanco | Bancos | ITUB4 | 15% |
| Cury | Construção Civil | CURY3 | 10% | Cury | Construção Civil | CURY3 | 10% |
| Auren | Serviços Básicos | AURE3 | 10% | Auren | Serviços Básicos | AURE3 | 10% |
| TIM | Telecom | TIMS3 | 10% | TIM | Telecom | TIMS3 | 10% |
| Porto Seguro | Financeiro ex-Bancos | PSSA3 | 10% | Porto Seguro | Financeiro ex-Bancos | PSSA3 | 10% |

Fonte: BTG Pactual

Banco do Brasil (BBAS3):

O guidance para 2023 indica um lucro líquido de ~R\$ 35 bilhões (+10% a/a). Se o resultado for entregue, isso significaria que o BBAS3 ainda está sendo negociado a um valuation muito atrativo, com um yield de 13%. Além disso, a nova CEO causou uma ótima primeira impressão, as indicações para vice-presidentes foram positivas, sendo todos funcionários do BB com mais de 20 anos de carreira, e o banco confirmou um pagamento de 40% do lucro líquido para 2023 – todas as notícias que acreditamos ajudarão a reduzir o risco da tese de investimento. Entendemos os riscos de uma empresa estatal, mas acreditamos que o BB tem seus “anticorpos” com a assimetria ainda bastante atrativa nos preços atuais.

ISA CTEEP (TRPL4):

A ISA CTEEP é a maior empresa privada de transmissão do setor elétrico brasileiro e é responsável por aproximadamente 1/3 de toda a energia elétrica transmitida pelo Sistema Interligado Nacional (SIN). Ela possui um portfólio de transmissão com mais de 20 mil km de extensão e RAP de R\$ 4,1 bilhões (controladora + subsidiárias). A companhia possui 7 linhas de transmissão em construção, totalizando um adicional de R\$ 712 milhões em RAP e 1.316 km. Em 2022 a companhia arrematou dois novos lotes e deverá também participar do leilão de junho de 2023, o qual deverá mais uma vez ser bastante concorrido. Consideramos este um bom investimento para estratégia de dividendos, o qual proporciona também segurança na carteira. A TRPL é negociada com uma TIR real de 10%, um spread de 380bps para a taxa de juros de referência (NTNB 35) e bem acima de sua média dos últimos 10 anos (240bps).

Vale (VALE3):

A ação continua sendo o nosso nome preferido para exposição à reabertura da economia chinesa. À medida que avançamos em 2023, esperamos que a atividade econômica se recupere gradualmente à medida que o governo diminui as restrições e o mercado imobiliário apresenta melhora (“too big to fail”). De uma perspectiva bottom up, o seu momento operacional deve continuar a se recuperar (das baixas), já que a produção e os custos (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 catalisador de geração de valor para os investidores de longo prazo. Em nossa opinião, a administração permanece altamente disciplinada em sua estratégia de alocação de capital (capex de crescimento muito pequeno) – e estimamos um yield de 13-15% para 2023, incluindo recompras de ações. Agora projetamos content.btgpactual.com

preços médios de minério de ferro de US\$ 125/t para 2023, com O EBITDA da empresa estimado em US\$ 25 bilhões para o ano, cerca de 20% acima do consenso.

Santos Brasil (STBP3):

Continuamos otimistas com a STBP com base em um ambiente de preços favorável em Santos e níveis atrativos de valuation. Nossa visão de longo prazo reflete: (i) melhor ambiente regulatório na indústria portuária; (ii) melhor dinâmica competitiva em Santos, criando condições de preços favoráveis para a companhia e (iii) um balanço sólido, suportado por sua posição de caixa líquido. O maior contrato da Santos Brasil para seu terminal Tecon Santos expirava no final de março, e a sua renovação foi anunciada na sexta-feira (31/03). Nós esperamos uma reação positiva do mercado na segunda-feira, já que o aumento de preços: (i) foi maior que o esperado; (ii) reduz os riscos do relacionamento comercial com a Maersk; e (iii) confirma a tese de recomposição tarifária no Porto de Santos. Mais importante, também confirma nossa tese de longo prazo de que as tarifas em Santos são impulsionadas principalmente pela oferta e demanda, e não pelos volumes de curto prazo. Somos compradores.

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 Gerdau está passando por um momento operacional desafiador com pressões de margem em todos seus países de atuação, especialmente no Brasil. No entanto, continuamos a ver a empresa bem-posicionada para enfrentar o momento desafiador devido ao seu modelo de negócios resiliente, diversificação geográfica, qualidade de ativos e flexibilidade e esperamos que os resultados se recuperem nos próximos trimestres. O mercado também vem ganhando mais clareza sobre a alocação de capital da empresa (uma preocupação importante no passado): com meta de dívida líquida estabelecida em ~R\$ 6 bilhões (já nesse patamar), vemos potencial para a empresa continuar agressiva no retorno de caixa aos acionistas. Gerdau negocia a múltiplos baratos e espera gerar *cashflow yields* de 13-15% em 2023, incluindo recompras. Reiteramos nossa recomendação de Compra.

Cury (CURY3):

A Cury está muito bem-posicionada para se beneficiar das recentes mudanças no programa MCMV (o governo anunciou recentemente algum aumento nos subsídios que deve impulsionar o aumento dos preços de venda das novas casas e aumentar a velocidade de vendas), uma vez que a empresa está entregando margens altas e tem um forte pipeline de projetos a serem lançados no segundo semestre de 2023. A ação também é a nossa Top Pick no setor imobiliário, devido a: (i) sua execução impecável; (ii) as recentes revisões positivas do programa MCMV são favoráveis para as suas operações; (iii) forte crescimento operacional, com o melhor ROE do setor; e (iv) um valuation atraente.

Itaú Unibanco (ITUB4):

Itaú continua sendo a nossa Top Pick 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 15% a/a, após crescer ~20% em 2022 (de acordo com as nossas estimativas). Assumindo isso, ainda vemos o banco negociando em ~6x 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 e uma de nossas principais teses no setor financeiro.

TIM (TIMS3):

A recente queda das ações ocorreu porque o mercado esperava resultados mais fracos no curto prazo. Embora concordemos que os lucros serão fracos em 2023, vemos isto como um efeito temporário causado pela aquisição dos ativos móveis da Oi. Uma vez que os impactos do acordo sejam totalmente incorporados, esperamos que o lucro líquido retorne a níveis mais normalizados em 2024. A TIM é negociada com grande desconto para seus pares globais. Um valuation barato, nova política de dividendos com bons yields e rápida desalavancagem nos levam a reiterar nossa recomendação de Compra na TIM.

Auren (AURE3):

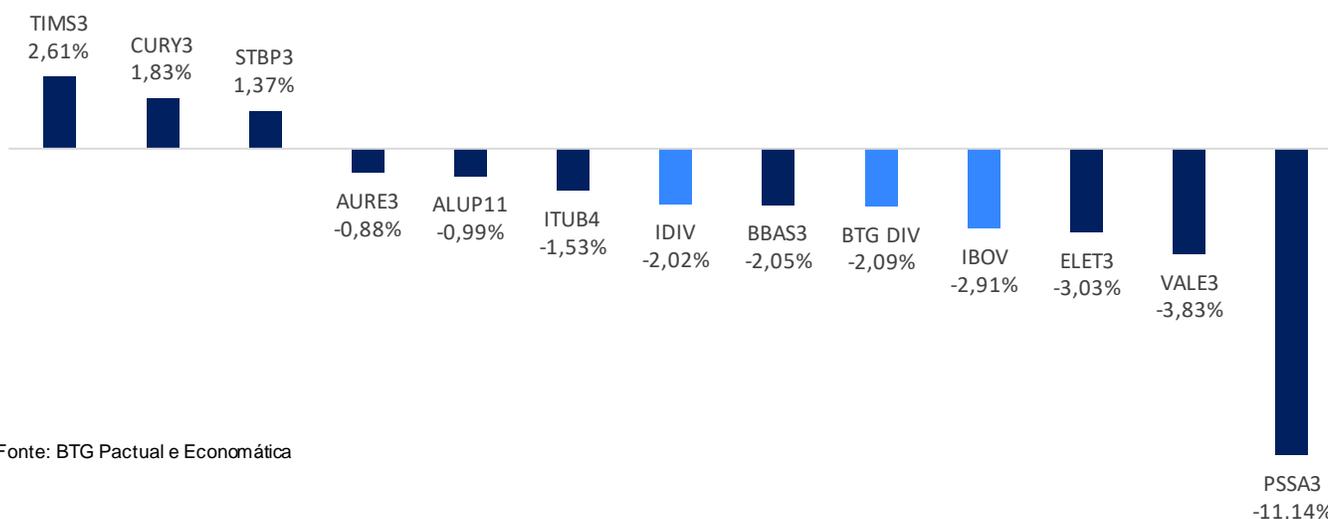
Temos uma recomendação de Compra na Auren, pois atualmente a vemos sendo negociada a uma TIR real de 14,5%. Em nossa visão, a transação entre CESP e seus acionistas controladores (BV e CPPIB) beneficiou a companhia devido à injeção de capital de R\$ 1,5 bilhão feita pelo CPPIB (contribuindo para sua baixa alavancagem), 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). Com a homologação da indenização (R\$ 4,1 bilhões) referente ao Contrato de Três Irmão, a Auren anunciou um pagamento de R\$ 1,5 bilhão em dividendos com um yield de ~10%, que pode ainda ser acompanhado de um pagamento adicional de mais R\$ 1,5 bilhão no fim de 2023 (um yield combinado de ~20%).

Porto Seguro (PSSA3):

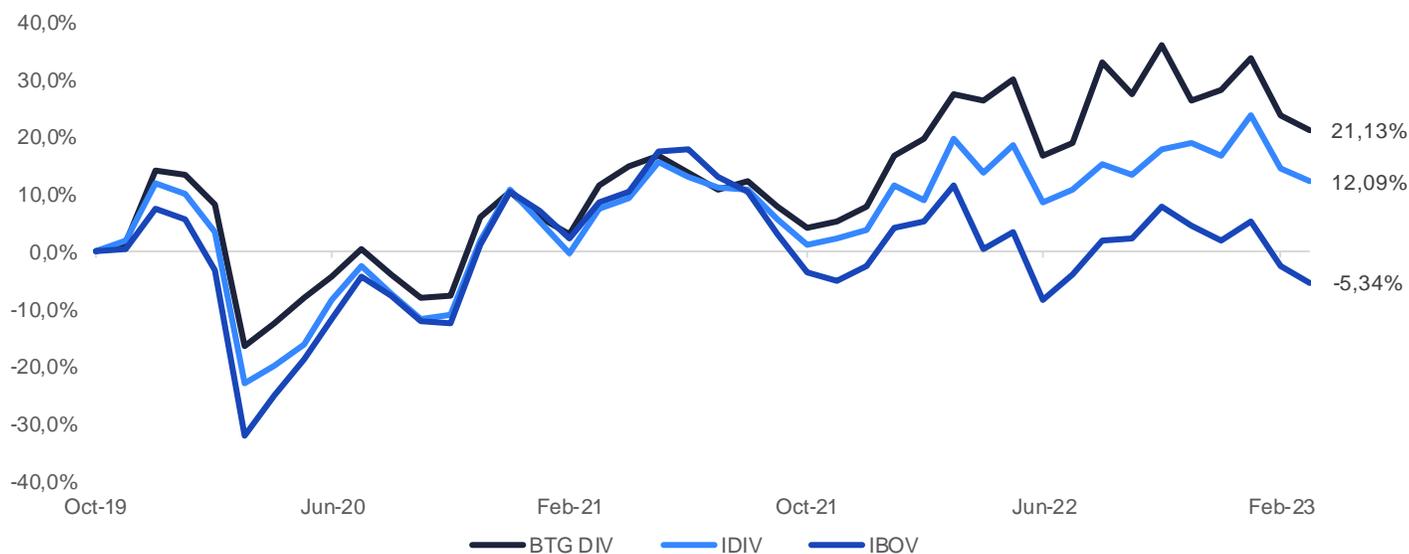
Conforme visto nos últimos trimestres, a sinistralidade do seguro de automóveis está pressionada, pois a menor oferta de veículos elevou os preços dos carros, o que continuou impactando os resultados de 2022. No entanto, agora esperamos que seus resultados melhorem significativamente nos próximos trimestres (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 e um forte momento operacional devem ser uma boa combinação para que a ação tenha um bom desempenho nos próximos meses. Ainda temos uma recomendação Neutra, mas com um viés cada vez mais positivo!

Performance Histórica:

Em Março, nossa Carteira Recomendada de Dividendos teve uma performance de -2,1%, contra -2,0% do IDIV e -2,9% do IBOV. Desde o dia 8 de novembro de 2019, a nossa Carteira Recomendada de Dividendos acumula uma rentabilidade de 21,1%, contra 12,1% do IDIV e -5,3% do IBOV.

Gráfico 1: Performance por ação em Março de 2023


Fonte: BTG Pactual e Econômica

Gráfico 2: Rentabilidade Acumulada desde o início (8/11/2019)


Fonte: BTG Pactual e Econômica

Rentabilidade por mês:

| BTG DIV | JAN | FEV | MAR | ABR | MAI | JUN | JUL | AGO | SET | OUT | NOV | DEZ | BTG DIV no ano | BTG DIV Acum. |
|-------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|----------------|---------------|
| 2019 | | | | | | | | | | | 1,4% | 12,6% | 14,2% | 14,2% |
| 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% | -3,2% | 10,5% |
| 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% | -2,5% | 7,8% |
| 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% | 18,9% | 28,1% |
| 2023 | 4,34% | -7,5% | -2,1% | | | | | | | | | | -5,5% | 21,1% |

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