



# Carteira Recomendada de Dividendos

## Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Dezembro 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

#### Preocupações fiscais e baixa visibilidade nos tornam mais cautelosos

A proposta agressiva de expansão fiscal do novo governo e as incertezas em torno do novo ministro da Fazenda assustaram os mercados (o Ibovespa caiu 3,1% em reais e 4,6% em dólares em novembro) e nos tornaram mais cautelosos com as ações brasileiras, apesar de elas estarem reconhecidamente baratas.

#### 3 mudanças no mês: saem Bradesco, B3 e Minerva. Entram: Engie, PetroRio e BB Seguridade

A Engie possui um sólido histórico de boa alocação de capital, juntamente com uma das melhores equipes de gestão do setor de Serviços Básicos. Neste 3T22 a companhia apresentou bons resultados, com um EBITDA ajustado de Geração de R\$ 1,34 bilhão, um aumento de 30% a/a. Em relação a PetroRio, muitas conquistas operacionais foram alcançadas e as perspectivas para Frade e Albacora Leste (ABL) melhoraram. Isso posto, recentemente aumentamos nossas projeções e enxergamos um bom risco/retorno no preço atual. A PetroRio permanece barata mesmo depois de subir ~70% no acumulado do ano e é negociada a 3,1x e 2,1x EV/EBITDA em 2023 e 2024. Quanto a BB Seguridade, vemos uma perspectiva de resultados muito construtiva para 2023. Dada a natureza do negócio, onde 75% dos resultados operacionais anuais geralmente vêm do que foi construído em anos anteriores, a visibilidade é muito boa para o próximo ano após um ótimo 2022 - esperamos que os prêmios subscritos cresçam 28% a/a.

Tabela 1: Carteira Recomendada de Dividendos de Dezembro

Empresa	Ticker	Setor	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	EV/EBITDA		P/L		Dividend Yield (%)	
					2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
BB Seguridade	BBSE3	Financeiro ex-Bancos	10%	62.537	-	-	10,7x	8,9x	8,0%	8,9%
Alupar	ALUP11	Serviços Básicos	10%	7.964	8,0x	7,7x	16,0x	10,3x	6,3%	9,7%
Eletrobras	ELET3	Serviços Básicos	10%	109.751	11,3x	6,2x	22,0x	10,2x	7,4%	11,6%
Vale	VALE3	Metais & Mineração	10%	389.345	4,5x	4,4x	4,1x	6,2x	10,1%	9,3%
Energisa	ENGI11	Serviços Básicos	10%	19.920	3,5x	4,5x	8,3x	13,5x	6,0%	3,7%
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%	237.568	-	-	8,1x	7,0x	4,2%	5,7%
Cury	CURY3	Construção Civil	10%	3.192	6,3x	5,4x	8,7x	6,4x	9,3%	10,2%
Engie	EGIE3	Serviços Básicos	10%	32.229	7,9x	7,0x	12,7x	10,4x	4,8%	9,6%
PetroRio	PRIO3	Petróleo & Gás	10%	30.426	5,1x	3,2x	8,5x	5,4x	0,0%	5,9%
Vibra Energia	VBBR3	Petróleo & Gás	10%	18.429	6,0x	6,0x	10,8x	9,3x	0,7%	4,6%

Fonte: BTG Pactual e Econômica

## Preocupações fiscais e baixa visibilidade nos tornam mais cautelosos

Desde a eleição do presidente Lula, as conversas sobre uma expansão fiscal agressiva e a indefinição sobre quem será o novo ministro da Fazenda assustaram os mercados. Em novembro, o Ibovespa caiu 3,1% em reais e 4,6% em dólares (o real caiu 2,1% somente em novembro).

Essa queda fez com que o principal índice de ações do Brasil voltasse a níveis de valuation próximos das mínimas históricas – ex-Petro & Vale, o Ibovespa está sendo negociado a 9,1x P/L de 12 meses projetados. O P/L está negociando a quase dois desvios padrão abaixo de sua média histórica. Incluindo Petrobras e Vale, o Ibovespa está sendo negociado em níveis de P/L vistos pela última vez em 2005 (7,2x).

**Gráfico 1: P/L projetado de 12 meses do Ibovespa (ex-Petr & Vale)**



Fonte: Estimativas do BTG Pactual

**Gráfico 2: P/L projetado de 12 meses do Ibovespa**



Fonte: Estimativas do BTG Pactual

A percepção de maior risco fiscal e menor visibilidade se refletiram imediatamente nas taxas de juros reais de longo prazo do país. Os títulos de longo prazo do governo indexados à inflação (NTN-B 2035) estão agora pagando taxas reais de 6,0%, ante 5,7% no final de outubro.

Dito isso, ainda que as taxas de longo prazo subam, a queda do Ibovespa foi grande o suficiente para fazer com que o prêmio para possuir ações quase voltasse ao pico dos últimos anos (5%).

Enquanto as taxas de longo prazo parecem altas e o Ibovespa barato, a aprovação pelo Congresso de gastos adicionais no tamanho e formato propostos pelo novo governo (mais sobre isso abaixo) pode estressar ainda mais os mercados, fazendo com que as taxas subam e o Ibovespa passe por outra correção.

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



Fonte: Banco Central do Brasil

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



Fonte: Banco Central do Brasil, estimativas do BTG Pactual

## A coalizão política está se expandindo rapidamente

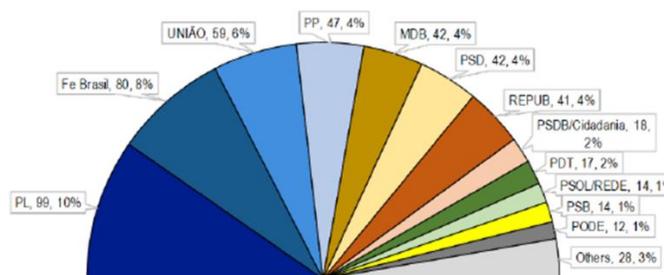
Um desenvolvimento político importante que pode mudar o equilíbrio de poderes inicialmente esperado é a rapidez com que o novo governo conseguiu incorporar partidos políticos relevantes que não faziam parte da coalizão original que elegeu o presidente Lula.

Os partidos que apoiaram oficialmente a campanha do presidente Lula conseguiram eleger 126 deputados e 14 senadores, o equivalente a 25% e 17% das respectivas casas. Mas com o anúncio da adesão de MDB e PSD, as bases de apoio do governo na Câmara e no Senado aumentaram para 41% e 42%, respectivamente.

Além disso, o novo governo está em negociações avançadas com a União Brasil, que pode potencialmente aumentar suas bases de apoio na Câmara e no Senado para 52% e 57%, respectivamente, abrindo caminho para que o governo possa aprovar emendas constitucionais – mudanças na Constituição requerem 3/5 de apoio em ambas as casas.

A eleição de um congresso de centro-direita deve funcionar como uma importante força moderadora, bloqueando medidas mais extremas e obrigando o governo a intensas negociações para aprovar a legislação pertinente. Dito isso, a coalizão que está sendo montada pode facilitar um pouco a vida do novo governo no Congresso.

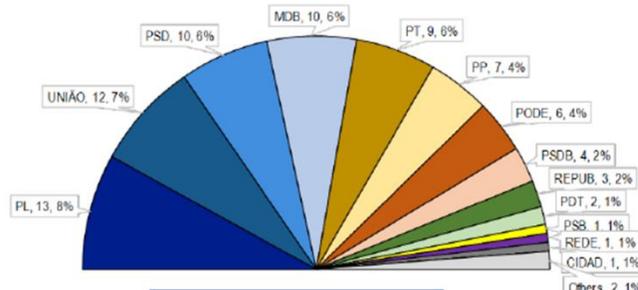
**Gráfico 5: Resultados da Câmara dos Deputados**



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%
REPUBLIC	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 6: 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%
REPUBLIC	3	3.7%
PDT	2	2.5%
PSB	1	1.2%
REDE	1	1.2%
CIDAD	1	1.2%
Outros	2	2.5%
<b>Total</b>	<b>81</b>	<b>100.0%</b>

Fonte: TSE, BTG Pactual

## Estabilidade fiscal em risco

Logo após a eleição, o novo governo começou a falar na necessidade de abrir espaço no orçamento para aumentar os gastos sociais, em linha com as promessas feitas em campanha.

Em geral, os mercados sabiam que seria necessário um espaço extra no orçamento para acomodar as novas despesas. Mas muitos investidores achavam (ou esperavam) que isso se limitaria a manter os repasses para famílias de baixa renda no patamar atual (R\$ 600/mês), e talvez algum recurso extra para permitir o pagamento de um bônus para famílias com filhos de 6 anos ou menos e um pequeno aumento real do salário-mínimo de 1,3%. Tudo isso apenas para 2023.

No entanto, a emenda constitucional (PEC) proposta pelo novo governo e atualmente em discussão no Senado pede a retirada de todo o programa Auxílio Brasil (programa de transferência de renda para famílias de baixa renda) do teto de gastos, aumentando o custo total do programa para R\$ 175 bilhões por ano. Esta exceção seria válida pelos próximos 4 anos.

Ao retirar todo o programa do teto de gastos, o novo governo liberaria R\$ 105 bilhões no orçamento para ser usado em vários programas. Ao todo, conforme proposta, a PEC significaria um total de R\$ 200 bilhões em gastos adicionais fora do teto durante o mandato do novo governo (4 anos).

Existem várias preocupações quando analisamos a PEC proposta: i) as despesas extras fora do teto de gastos são muito grandes (R\$ 200 bilhões), muito mais do que o mercado esperava e muito mais do que o necessário para manter o programa Auxílio Brasil funcionando no atual nível; ii) se o Auxílio Brasil for retirado do teto de gastos, ele poderá ser aumentado ainda mais sem nenhuma das limitações impostas pelo teto atual; e iii) é quase impossível mover um programa social desse tamanho de volta para a âncora fiscal existente, tornando efetivamente esta exceção permanente.

De acordo com a equipe macro do BTG Pactual, R\$ 200 bilhões em despesas permanentes adicionais podem fazer com que a relação dívida/PIB do Brasil ultrapasse 100% até 2030 (de aproximadamente 75% hoje). Mesmo R\$ 175 bilhões em despesas permanentes adicionais provocariam uma trajetória expansiva da relação dívida/PIB, que poderia encerrar 2030 acima de 90% (Gráfico 7). Acreditamos que os mercados reagiriam negativamente se alguma dessas propostas acabasse sendo aprovada.

## As chances são baixas de que a PEC seja aprovada conforme proposta

Enquanto as negociações sobre o texto final da PEC ainda estão em andamento, vários partidos, políticos e consultores acreditam que é improvável que ela seja aprovada conforme proposta.

As chances são de que tanto o tamanho quanto a extensão da exceção sejam diluídos durante as negociações no Senado. Aliás, já estão em discussão outras duas propostas de emenda constitucional dos senadores Alessandro Vieira e Tasso Jereissati, esta última já tramitando oficialmente no Senado.

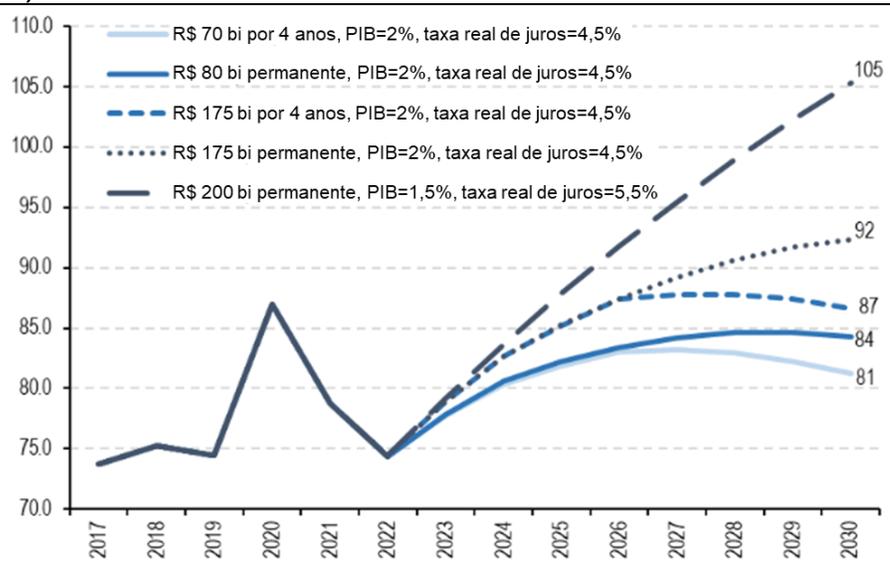
A PEC proposta pelo senador Jereissati eleva o teto de gastos permanentemente em R\$ 80 bilhões a partir de 2023, mantendo a regra inalterada para os anos seguintes. Esses R\$ 80 bilhões extras seriam suficientes para manter o benefício do Auxílio Brasil em R\$ 600/mês (R\$ 52 bilhões por ano) e pagar um bônus extra de R\$ 150 para famílias com filhos de até 6 anos (R\$ 15 bilhões). Nossa equipe macro estima que a proposta do senador Jereissati faria com que a relação dívida/PIB do Brasil chegasse a 84% em 2030, com queda a partir daí.

A proposta do senador Viera – R\$ 70 bilhões em gastos adicionais fora do teto de gastos por 4 anos – acabaria por produzir resultados semelhantes aos da proposta de Jereissati – a dívida sobre o PIB chegaria a 81% em 2030, com declínio a partir desse ponto, de acordo com nossa equipe macro.

Se qualquer uma dessas propostas prevalecer, esperamos que os mercados reajam de forma muito positiva.

Dito isso, acreditamos que o cenário mais provável são despesas extras abaixo dos R\$ 200 bilhões originalmente propostos (talvez entre R\$ 130 bilhões e R\$ 150 bilhões) por um período mais curto (talvez 2 anos em vez de 4).

**Gráfico 7: PEC de Transição e propostas alternativas - Dívida Bruta do Governo Geral (% PIB)**



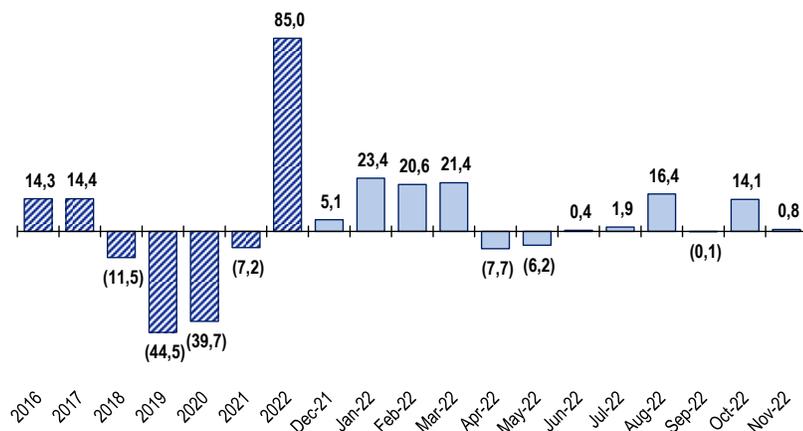
Fonte: Banco Central do Brasil, estimativas do BTG Pactual

## Fluxos de estrangeiros enfraqueceram com o aumento do risco fiscal

Após fortes fluxos externos para o Brasil em outubro (R\$ 14,1 bilhões), os investidores estrangeiros ficaram à margem em novembro, alocando apenas R\$ 0,8 bilhão no mercado brasileiro no mês.

Os fluxos foram fortes no início do mês, logo após a eleição. No entanto, a proposta agressiva de expansão fiscal do novo governo e as incertezas em torno do novo ministro da Fazenda aumentaram a percepção geral de risco, fazendo com que os estrangeiros reduzissem a exposição ao longo do mês.

**Gráfico 8: Fluxos de entradas de estrangeiros (R\$ bi)**



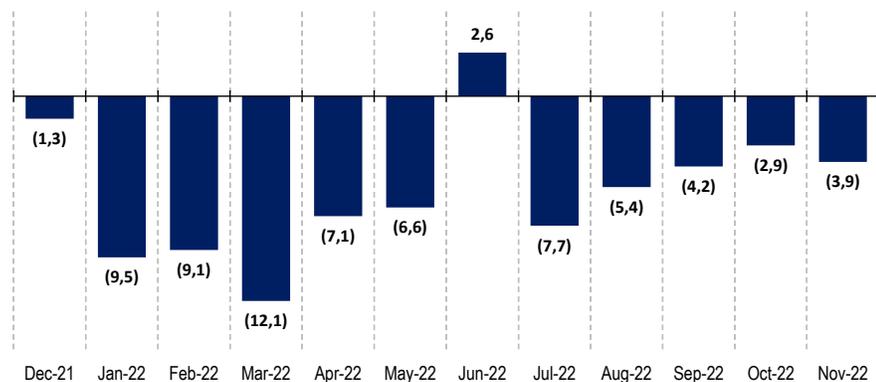
Fonte: B3, BTG Pactual

## Resgates de fundos de ações locais aumentaram um pouco em novembro

Recursos saíram dos fundos de ações locais em 14 dos últimos 15 meses, refletindo diretamente o aumento das taxas de juros, com resgates de R\$ 66 bilhões no acumulado do ano.

Em novembro, saíram R\$ 3,9 bilhões de fundos de ações locais. As saídas desaceleraram nos últimos dois meses (R\$ 3,6 bilhões por mês em média em setembro-outubro vs. R\$ 6,5 bilhões em julho-agosto), mas aumentaram m/m em novembro. Preocupações com as contas fiscais do governo e altas taxas de juros podem manter as saídas elevadas por mais algum tempo.

**Gráfico 9: Fundos de ações - fluxo líquido mensal**



Fonte: Anbima, BTG Pactual

## Carteira Recomendada de Ações – Dividendos:

### 3 mudanças no mês: saem Bradesco, B3 e Minerva. Entram: Engie, PetroRio e BB Seguridade

A Engie possui um sólido histórico de boa alocação de capital, juntamente com uma das melhores equipes de gestão do setor de Serviços Básicos. Neste 3T22 a companhia apresentou bons resultados, com um EBITDA ajustado de Geração de R\$ 1,34 bilhão, um aumento de 30% a/a. Em relação a PetroRio, muitas conquistas operacionais foram alcançadas e as perspectivas para Frade e Albacora Leste (ABL) melhoraram. Isso posto, recentemente aumentamos nossas projeções e enxergamos um bom risco/retorno no preço atual. A PetroRio permanece barata mesmo depois de subir ~70% no acumulado do ano e é negociada a 3,1x e 2,1x EV/EBITDA em 2023 e 2024. Quanto a BB Seguridade, vemos uma perspectiva de resultados muito construtiva para 2023. Dada a natureza do negócio, onde 75% dos resultados operacionais anuais geralmente vêm do que foi construído em anos anteriores, a visibilidade é muito boa para o próximo ano após um ótimo 2022 - esperamos que os prêmios subscritos cresçam 28% a/a.

Tabela 2: Alterações na Carteira para Dezembro

Novembro				Dezembro			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Bradesco	Bancos	BBDC4	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	Metais & Mineração	VALE3	10%	Vale	Metais & Mineração	VALE3	10%
Energisa	Serviços Básicos	ENGI11	10%	Energisa	Serviços Básicos	ENGI11	10%
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%
Cury	Construção Civil	CURY3	10%	Cury	Construção Civil	CURY3	10%
B3	Financeiro (ex-Bancos)	B3SA3	10%	Engie	Serviços Básicos	EGIE3	10%
Minerva	Alimentos & Bebidas	BEEF3	10%	PetroRio	Petróleo & Gás	PRIO3	10%
Vibra Energia	Petróleo & Gás	VBBR3	10%	Vibra Energia	Petróleo & Gás	VBBR3	10%

Fonte: BTG Pactual

Tabela 3: 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
BB Seguridade	BBSE3	Financeiro ex-Bancos	10%	62.537	-	-	10,7x	8,9x	8,0%	8,9%
Alupar	ALUP11	Serviços Básicos	10%	7.964	8,0x	7,7x	16,0x	10,3x	6,3%	9,7%
Eletrobras	ELET3	Serviços Básicos	10%	109.751	11,3x	6,2x	22,0x	10,2x	7,4%	11,6%
Vale	VALE3	Metais & Mineração	10%	389.345	4,5x	4,4x	4,1x	6,2x	10,1%	9,3%
Energisa	ENGI11	Serviços Básicos	10%	19.920	3,5x	4,5x	8,3x	13,5x	6,0%	3,7%
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%	237.568	-	-	8,1x	7,0x	4,2%	5,7%
Cury	CURY3	Construção Civil	10%	3.192	6,3x	5,4x	8,7x	6,4x	9,3%	10,2%
Engie	EGIE3	Serviços Básicos	10%	32.229	7,9x	7,0x	12,7x	10,4x	4,8%	9,6%
PetroRio	PRIO3	Petróleo & Gás	10%	30.426	5,1x	3,2x	8,5x	5,4x	0,0%	5,9%
Vibra Energia	VBBR3	Petróleo & Gás	10%	18.429	6,0x	6,0x	10,8x	9,3x	0,7%	4,6%

Fonte: BTG Pactual e Econômica

## BB Seguridade (BBSE3):

---

No geral, vemos uma perspectiva de resultados muito construtiva para 2023. Dada a natureza do negócio, onde 75% dos resultados operacionais anuais geralmente vêm do que foi construído em anos anteriores, a visibilidade 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 mais elevada e a inflação menor no próximo ano devem ajudar no crescimento das receitas financeiras. 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 2S22, implicando em um dividend yield adicional de 5%, e vemos espaço para pagar mais de 80% em 2023 (9% yield), que é o que modelamos. Assim, negociando a 8,8x P/L 23, acreditamos que a ação está negociando em patamares atraentes.

## 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 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. A Alupar é nossa principal escolha no segmento de transmissão.

## 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 ao 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 4,3x EV/EBITDA 23E.

## Energisa (ENGI11):

---

A Energisa é uma das operadoras mais premium do setor e é uma das ações com o valuation mais descontado no setor de distribuição de energia. As concessões da empresa mostraram muita resiliência durante esse período de atividade econômica mais fraca. A Energisa também foi uma das principais beneficiárias do descasamento IGPM/IPCA, uma vez que 6 de suas 11 concessões estão vinculadas ao IGPM, o que contribuiu para o aumento do EBITDA regulatório nos últimos trimestres. A companhia vem buscando elevar a qualidade de suas operações, mostrando neste 3T22 uma queda de 21 bps t/t nas perdas de energia (atingindo agora 12,5% em uma base consolidada). Mais precisamente, 8 distribuidoras reportaram quedas t/t nas perdas de energia, enquanto 2 concessões ainda permanecem acima dos níveis regulatórios. Sobre o volume neste trimestre, 7 de suas concessões apresentaram crescimento a/a com a retomada das atividades presenciais (aumento consolidado de 2,1% a/a), com destaque para a região Norte. Gostamos da disciplina de capital da

empresa e continuamos enxergando-a como uma boa opção no setor, sendo os resultados de distribuição de energia os que mais vêm se destacando nos últimos trimestres.

### **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\$ 63,00 para a 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 de 60% nas despesas em 3 anos a partir de 2023); (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 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 de 200% caso o governo (ou qualquer outro acionista) decida adquirir o controle acionário da empresa (50+1%), o que neste momento se traduziria em uma conta de mais de R\$ 300 bilhões). 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 aprovados 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 da categoria.

### **Itaú Unibanco (ITUB4):**

---

O Itaú continua sendo nossa primeira escolha entre os bancos brasileiros, apresentando forte crescimento no segmento 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 8,3x 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.

### **PetroRio (PRIO3):**

---

Desde nossa última revisão de estimativas para PetroRio, muitas conquistas operacionais foram alcançadas e as perspectivas para Frade e Albacora Leste (ABL) melhoraram. Ao incorporarmos: (i) a produção atual de petróleo em nosso modelo como ponto de partida para 2023; (ii) novas campanhas de perfuração da fase 2 do programa de revitalização de

Frade; e (iii) menores custos de extração consolidados, estamos convencidos de que nossas estimativas anteriores eram muito conservadoras. Isso posto, recentemente aumentamos nossas projeções e enxergamos um bom risco/retorno no preço atual. A PetroRio permanece barata mesmo depois de subir ~70% no acumulado do ano e é negociada a 3,1x e 2,1x EV/EBITDA em 2023 e 2024. O ativo é negociado a múltiplos de reservas mais altos vs. pares, mas com um ótimo histórico de execução e mais visibilidade na geração de caixa no curto prazo, o prêmio é merecido.

### Vibra Energia (VBBR3):

---

A VBBR está endereçando todas as questões de forma correta. Depois de entregar uma reestruturação bem executada, aumentado rentabilidade e iniciando o processo de transição de energia, a nova política de dividendos da empresa mostra que a tese de investimento apresenta uma combinação rara de valor + crescimento razoável. Sim, acreditamos que a definição de um novo CEO é de extrema importância para uma empresa que possui controle pulverizado como a VBBR capturar a atenção dos investidores. Contudo, negociando a múltiplos muito baixos (10x P/L 2023) que acreditamos ignorar as melhorias no cenário operacional que os incumbentes desfrutaram recentemente no setor, achamos que quaisquer riscos estão mais do que precificados.

### Engie Brasil (EGIE3):

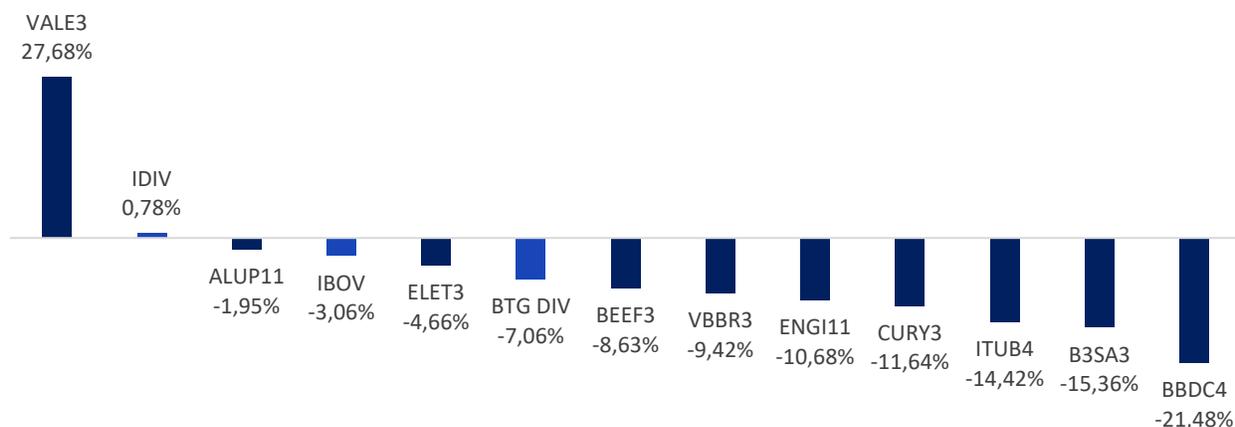
---

A Engie é um dos nomes de melhor qualidade em nossa cobertura. A empresa possui um sólido histórico de boa alocação de capital, juntamente com uma das melhores equipes de gestão do setor. No sentido de diversificar o seu portfólio operacional, a Engie entrou oficialmente no segmento de transmissão com a energização de sua linha de transmissão Gralha Azul no Paraná, a construção adiantada da linha de transmissão no Pará e Tocantins (RAP das duas linhas de R\$ 670 milhões), e o investimento no segmento via M&As – no leilão de junho desse ano a companhia arrematou, junto da Copel, uma nova linha. A Engie possui também um pipeline de 2,2GW de energias renováveis (solar e eólica) para os próximos anos, movimento ESG que vem sendo cada vez mais valorizado pelo setor. Neste 3T22 a companhia apresentou bons resultados, com um EBITDA ajustado de Geração de R\$ 1,34 bilhão, um aumento de 30% a/a devido a (i) aumento dos preços médios de venda de energia (+8% a/a para R\$224,8/MWh), (ii) nova capacidade com a aquisição das usinas solares Paracatu e Floresta em Mar-22, e (iii) menores custos com pessoal (-43% a/a). O segmento de transmissão apresentou EBITDA de R\$ 115 milhões, 14% acima da nossa estimativa de R\$ 101 milhões. A Engie alcançou um objetivo de possuir 100% de sua produção de energia composta por energia limpa, totalizando 8,1 GW de capacidade instalada derivada de fontes renováveis. No que diz respeito aos projetos de energia renovável, o parque eólico Santo Agostinho (434MW) está em construção e já com 23% concluído, com comissionamento das primeiras turbinas agora previsto para o 1T23, enquanto a Serra do Assuruá (880MW) já assinou o contrato de fornecimento de turbinas com início de operação previsto a partir de 2024.

## Performance Histórica:

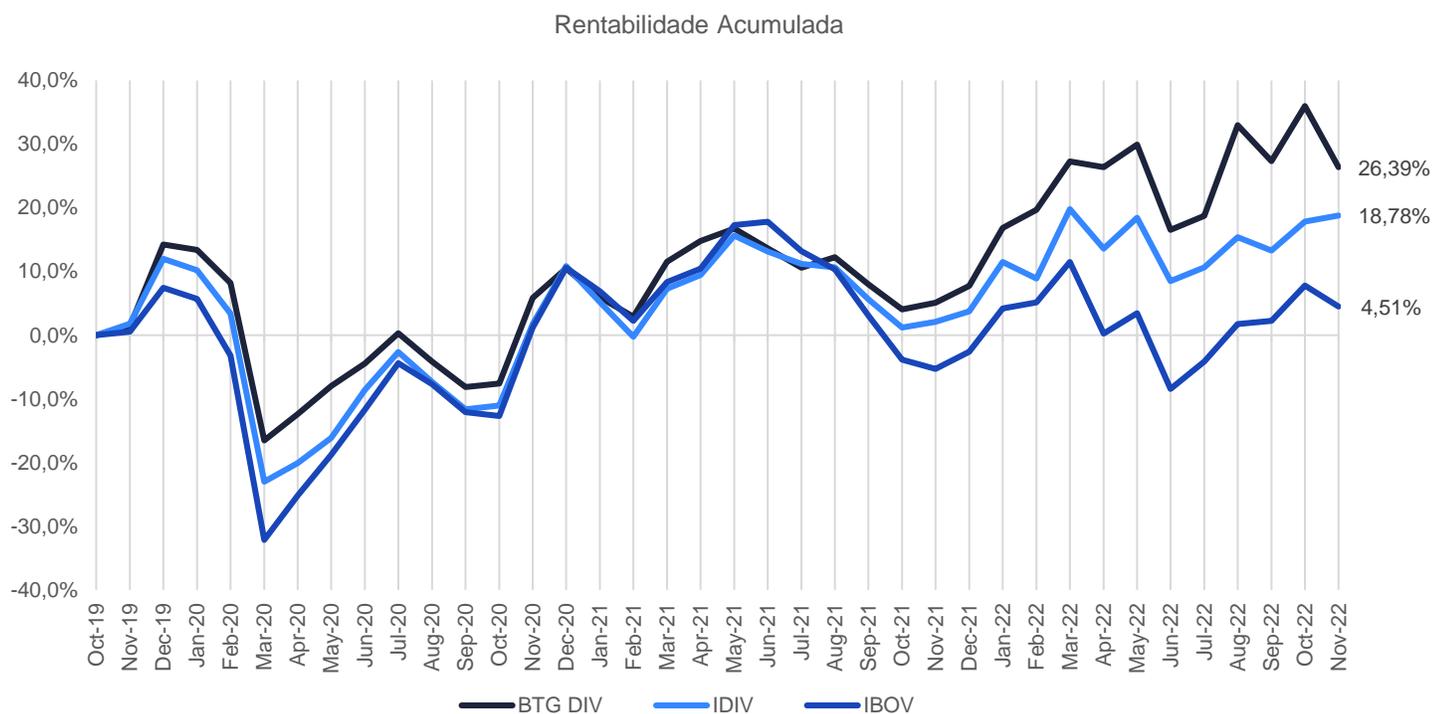
Em Novembro, nossa Carteira Recomendada de Dividendos teve uma performance de -7,06%, contra +0,78% do IDIV e -3,06% do IBOV. Desde o dia 8 de novembro de 2019, a nossa Carteira Recomendada de Dividendos acumula uma rentabilidade de +26,39%, contra +18,78% do IDIV e +4,51% do IBOV.

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



Fonte: BTG Pactual e Econômica

Gráfico 11: Rentabilidade Acumulada desde o início (%)



Fonte: BTG Pactual e Econômica

## Mapa de Proventos (R\$/Ação):

Empresa	2019	2020	2021	Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dec-22
ITSA4	-	R\$ 0,46	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
TAE11	R\$ 0,67	R\$ 3,11	R\$ 5,41	R\$ -											
CYRE3	R\$ 1,04	-	R\$ -	R\$ -	R\$ -	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\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
TRPL4	-	R\$ 0,52	R\$ 4,04	R\$ 0,15	R\$ -										
BBSE3	-	R\$ 0,88	R\$ 0,48	R\$ -	R\$ 0,93	R\$ -									
VMT3	-	R\$ 2,13	R\$ 2,07	R\$ -											
EGIE3	-	-	R\$ 2,44	R\$ -	R\$ -	R\$ 0,78	R\$ -								
CPLE6	-	-	R\$ 0,53	R\$ -											
BBDC4	-	-	R\$ 0,25	R\$ 0,02	R\$ 0,016	R\$ 0,016	R\$ 0,016	R\$ 0,02	R\$ 0,17	R\$ 0,02					
ITUB4	-	-	-	R\$ -	R\$ -	R\$ 0,015	R\$ 0,015	R\$ 0,015	R\$ 0,015	R\$ -	R\$ 0,276	R\$ 0,015	R\$ 0,015	R\$ 0,015	R\$ 0,015
VALE3	-	-	R\$ 15,09	R\$ -											
AGRO3	-	-	-	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ 2,016	R\$ -							
ALUP11	-	-	-	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ 0,45	R\$ -	R\$ -	R\$ 0,45	R\$ -	R\$ -	R\$ 0,33	
BBAS3	-	-	-	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ 0,60	R\$ 0,21	R\$ -	R\$ 0,69	R\$ 0,27	R\$ -	R\$ -	
BEEF3	-	-	-	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ 0,22	R\$ -	R\$ -	R\$ -	
PETR4	-	-	-	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ 3,37	R\$ 3,37	R\$ -	R\$ 0,16	
TIMS3	-	-	-	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ 0,08	R\$ -	
<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\$ 0,52</b>	<b>R\$ 0,03</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%	6,8%	-7,1%		17,30%	14,50%	26,39%	18,78%	

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 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 Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.*

*Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse [www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)*