



Carteira Recomendada de Dividendos

Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Novembro 2020

Carlos Sequeira, CFA

New York – BTG Pactual US Capital LLC

Osni Carfi

São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

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 trimestral da carteira.

Pontos Principais

A volatilidade deve ser especialmente elevada em novembro

Uma série de eventos deve tornar novembro um mês muito volátil para as ações no Brasil e no exterior. As eleições nos Estados Unidos, uma segunda onda de COVID-19 já atingindo fortemente os países europeus e as eleições municipais no Brasil (1º turno em 15 de novembro e 2º turno em 29 de novembro) são uma combinação única que pode abalar os mercados no mês. Dito isso, após a recente liquidação, o earnings yield está em 3,2%, um desvio padrão acima da média. Embora os valuations estejam claramente mais atraentes, a incerteza também é grande.

Carteira se manteve a mesma para o trimestre a frente

Para o mês de novembro estamos mantendo o mesmo portfólio, com as duas últimas inclusões sendo a BB Seguridade por ser uma ótima alternativa de “valor” versus bancos, por sua perspectiva positiva quanto a visibilidade de resultados nos próximos 12 meses e forte pagamento de dividendos (6,4% e 6,1% para 2020 e 2021, respectivamente), assim como a ISA CTEEP (TRPL) pelo seu perfil sólido de geração de caixa e forte perspectiva de dividendos (10,9% e 11,0% para 2020 e 2021, respectivamente). Por fim, continuamos com um portfólio diversificado e sólido, com fortes geradores de caixa, contando com a Taesa, a Engie Brasil e a Telefônica Brasil.

Tabela 1: Carteira Recomendada de Dividendos

Empresa	Ticker	Setor	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	EV/EBITDA		P/L		Dividend Yield (%)	
					2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
BB Seguridade	BBSE3	Seguro e Previdência	20%	47.280	N/A	N/A	12,6x	12,3x	6,4%	6,1%
ISA CTEEP	TRPL4	Serviços Básicos	20%	16.076	6,2x	8,4x	7,6x	9,1x	10,9%	11,0%
Taesa	TAAE11	Serviços Básicos	20%	9.713	10,3x	13,7x	7,2x	7,9x	13,7%	12,7%
Engie Brasil	EGIE3	Serviços Básicos	20%	32.547	6,7x	5,7x	20,2x	11,7x	6,0%	9,0%
Telefônica Brasil	VMT4	Telecomunicações	20%	71.911	4,6x	4,6x	18,0x	18,0x	6,8%	6,8%

Fonte: BTG Pactual

Volatilidade aguda deve persistir nos últimos dois meses de 2020

Pelo terceiro mês consecutivo, o Ibovespa encerrou o mês no vermelho, após recuar 0,7% em outubro - nos últimos 3 meses, o mercado em geral do Brasil caiu 8,7% em Reais. Em dólares, a queda foi bem mais acentuada: 2,7% em outubro e 17,4% nos últimos 3 meses.

Após a recente liquidação, o Ibovespa ex-Petrobras e Vale agora é negociado a 13,5x P/L para 2021E, menos de um desvio-padrão acima de sua média histórica de 12,7x. O Ibovespa tem se movimentado em sintonia com as taxas de juros reais de longo prazo, e a queda recente do índice é, em grande parte, explicada pela alta das taxas reais de longo prazo - que encerrou outubro em 4,18%, ante 3,40% no final de julho. As taxas reais de longo prazo estão subindo como consequência das maiores preocupações do mercado de que não está sendo feito o suficiente para lidar com a terrível situação das contas fiscais do Brasil.

Por outro lado, o earnings yield (ou o prêmio para manter ações) está subindo, apesar das taxas de juros mais altas, e agora está acima de sua média histórica (2,5% vs. 2,3%), devido às expectativas de ganhos mais elevados (atividade econômica está performando melhor do que o esperado e os resultados das empresas surpreendem positivamente) enquanto a queda nos preços das ações foi mais do que suficiente para compensar a alta das taxas de longo prazo nos últimos meses.

Quando fazemos o cálculo usando os lucros de 2021 (em vez de 12 meses projetados), o earnings yield é de 3,2%, um desvio padrão acima de sua média histórica. Embora os valuations, no geral, pareçam mais atraentes, a incerteza sobre a situação fiscal do país e as preocupações sobre se a recuperação econômica é sustentável estão travando o Ibovespa.

Gráfico 1: Brasil P/L 12-meses projetados

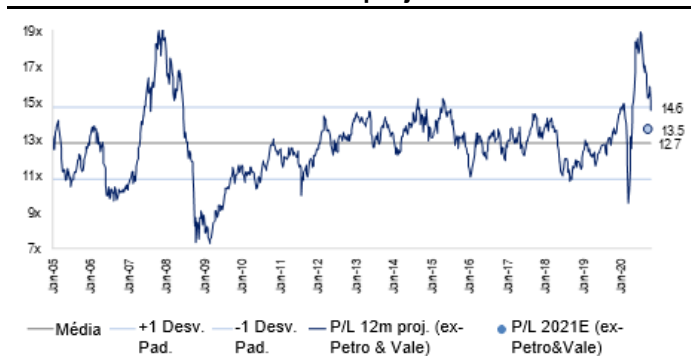


Gráfico 2: Earnings Yield (L/P menos taxas de juros de 10 anos)



A volatilidade deve ser especialmente elevada em novembro

Uma combinação de eventos deve tornar novembro um mês muito volátil para as ações no Brasil e no exterior. Eleições nos Estados Unidos, uma segunda onda de COVID-19 que já atinge fortemente os países europeus e as eleições municipais no Brasil (primeiro turno em 15 de novembro e segundo turno em 29 de novembro) são uma combinação única que pode abalar os mercados no mês.

A esta altura, menos do que quem vencerá as eleições nos EUA (as pesquisas apontam uma vitória de Joe Biden como o cenário mais provável, combinado com um Senado democrata), os mercados esperam uma vitória clara e incontestável. A principal preocupação neste momento parece ser que o resultado demorará muito para ser anunciado (devido ao número recorde de votos enviados nesta eleição) e poderá ser contestado na corte, arrastando a confirmação do vencedor por meses. A incerteza é algo que os mercados odeiam.

No Brasil, embora as eleições municipais possam não ser decisivas para as eleições principais de 2022, o processo por si só continuará a impedir o Congresso de avançar com uma agenda de reformas extremamente necessária, incluindo a decisão sobre como financiar um novo programa social.

Uma segunda onda de casos COVID-19, que vem abalando a Europa, teria um impacto ainda mais calamitoso em países com espaço fiscal apertado, como o Brasil. Neste ponto, a situação da pandemia no Brasil está melhorando (discutiremos a evolução da pandemia no Brasil em outra parte deste relatório). Mas com o vírus correndo solto em outras partes do globo, uma segunda onda no Brasil deve ser motivo de preocupação.

Inflação, taxas de curto prazo e câmbio, todos esperando por uma agenda fiscal positiva

A deterioração da situação das contas fiscais do Brasil, se não for tratada adequadamente em breve, pode manter o Real sob pressão e adicionar combustível aos primeiros sinais de aumento da inflação, o que poderia levar a uma taxa Selic mais alta mais cedo ou mais tarde. Embora possível, este não é o cenário-base de nossa equipe macroeconômica.

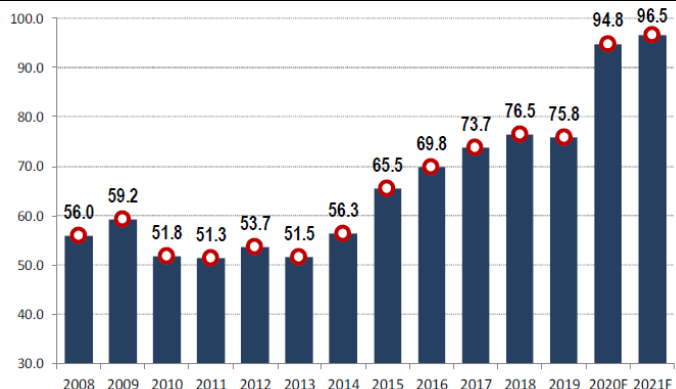
Nossa equipe está modelando para que o Real se valorize para R\$ 5,50 no final de 2020 (contra R\$ 5,35 antes) e termine 2021 em R\$ 5,10 (o Real está em R\$ 5,74 por USD). Embora esse cenário esteja em linha com a melhora da situação das contas externas do país, a incerteza fiscal elevada e persistente pode manter o Real pressionado e impedir uma apreciação mais forte da moeda brasileira.

Ao mesmo tempo, nossa equipe aumentou sua projeção de inflação de preços ao consumidor para 2021, mas apenas ligeiramente (de 3,0% para 3,2%). A expectativa é que os preços de alimentos para domicílio, que têm sido o principal vilão da inflação no curto prazo, voltem a níveis mais normalizados em meados de 2021. Os preços dos segmentos de bens e serviços industriais também estão subindo, alguns deles pressionados pela desvalorização do Real. A valorização do Real em 2021, projetada por nossa equipe, pode ajudar a reduzir a pressão de preços de alguns bens e serviços. Conforme mencionado acima, nossa projeção de um Real mais forte em 2021 é parcialmente dependente de menos incertezas fiscais.

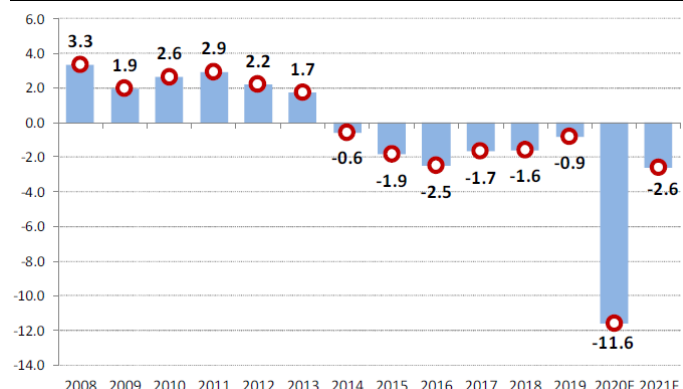
Nossas projeções de Real mais forte em 2021 e inflação sob controle estão por trás de nossa premissa de uma taxa Selic inalterada em 2% este ano e de 3,0% em 2021. Conforme destacado anteriormente, o risco de uma normalização mais rápida e intensa das taxas é ainda associado, principalmente, ao fluxo de notícias na frente fiscal.

A situação fiscal é preocupante

As preocupações com a situação das contas fiscais do Brasil permanecem consideráveis. De acordo com as estimativas revisadas de nossa equipe macroeconômica, o déficit primário do Brasil pode atingir 11,6% do PIB em 2020 (déficit de R\$ 898 bilhões) e 2,6% em 2021, aumentando a dívida bruta total do país para 95% do PIB este ano e 96,5% em 2021.

Gráfico 3: Dívida Bruta (% do PIB)


Fonte: Tesouro Nacional e BTG Pactual

Gráfico 4: Resultado Primário Consolidado (% do PIB)


Fonte: Tesouro Nacional e BTG Pactual

Embora esses números sejam alarmantes por si só, a principal preocupação do mercado é a incapacidade e/ou falta de vontade do governo e do Congresso em cortar despesas e aprovar reformas estruturais para ajudar a consolidar as contas fiscais do país.

A extensão potencial das isenções de impostos sobre a folha de pagamento até 2021 (a um custo adicional estimado de R\$ 7 bilhões) e a intenção do governo de criar um novo programa social (Renda Cidadã) que poderia custar mais de R\$ 20 bilhões/ano seria apenas adicionar a um já cenário fiscal desafiador.

Essas novas despesas potenciais podem tornar impossível para o governo cumprir a legislação de limite de gastos já em 2021, que é provavelmente a única âncora fiscal do governo; a menos que haja redução de outras despesas sociais (uma ampla fusão dos diferentes programas sociais poderia ser uma forma de reduzir custos).

Além disso, o descompasso entre o índice de inflação que reajusta o teto (IPCA) e o que reajusta diversas despesas obrigatórias, como benefícios previdenciários e de assistencialismo social (INPC), deve tornar o cumprimento do teto de gastos um grande desafio em 2021 (o descasamento de índices por si só pode produzir um gap de cerca de R\$ 20 bilhões já em 2021).

Como cortar despesas para criar espaço no orçamento para novos programas sociais parece politicamente desafiador, os mercados estão preocupados que os políticos possam alterar a legislação do teto de gastos e/ou criar novos impostos para financiar novos programas de transferência de renda.

Nas atuais taxas de juros reais de longo prazo, o Ibovespa parece com preço justo

O aumento da incerteza sobre o estado das contas fiscais do país nos próximos anos está pressionando as taxas de juros reais de longo prazo. Após atingir 3,4% ao final de julho, as taxas de juros reais de longo prazo encerraram outubro em 4,18% (gráfico 5).

Para que as taxas de longo prazo caiam, o governo deve avançar com a agenda de reformas. A redução da dívida em relação ao PIB (embora gradualmente) o mais rápido possível é vital para mostrar aos investidores que o processo de consolidação fiscal continua sendo um pilar fundamental deste governo. Mas com as eleições municipais se aproximando (primeiro turno em 15 de novembro e segundo turno em 29 de novembro) e um recesso no Congresso em dezembro (23 de dezembro), vemos pouco espaço para reformas importantes serem aprovadas este ano.

Gráfico 5: Taxa de juros real de longo prazo (NTN-B 2035)


Fonte: Banco Central do Brasil

Baixo potencial de valorização se as taxas de juros reais de longo prazo não caírem

Usando as premissas atuais, nosso modelo simplificado para estimar o P/L alvo justo do Ibovespa está mostrando pouco potencial de valorização. Nossa análise *top-down* assume taxas de juros reais de longo prazo de 4,18% (ou seja, nível atual), inflação de 2,5%, ROE de 15% e crescimento real do PIB de 2%. Com essas premissas, alcançamos um P/L alvo de 13,6x, em linha com o múltiplo P/L de 2021 do Ibovespa (tabela 1).

Em um cenário em que a consolidação fiscal é buscada de forma mais agressiva, as taxas de juros reais de longo prazo poderiam ser tão baixas quanto 3% (nível pré-crise). Nesse cenário, mantendo as outras variáveis inalteradas, chegamos a um P/L alvo de 17,6x e um potencial de valorização de 30%.

Tabela 2: P/L alvo do Ibovespa usando diferentes premissas

	Pós-crise	Pré-crise
ROE	15,0%	15,0%
Ke	9,7%	8,5%
Inflação	2,5%	2,5%
Juro real	4,2%	3,0%
Juros	6,7%	5,5%
Prêmio	3,0%	3,0%
Crescimento	4,5%	4,5%
Inflação	2,5%	2,5%
Crescimento real	2,0%	2,0%
P/L alvo	13,6x	17,6x
Atual P/L para 2021	13,5x	13,5x
IBOV	93.952	93.952
IBOV alvo	94.532	122.559
Upside	0,6%	30,4%

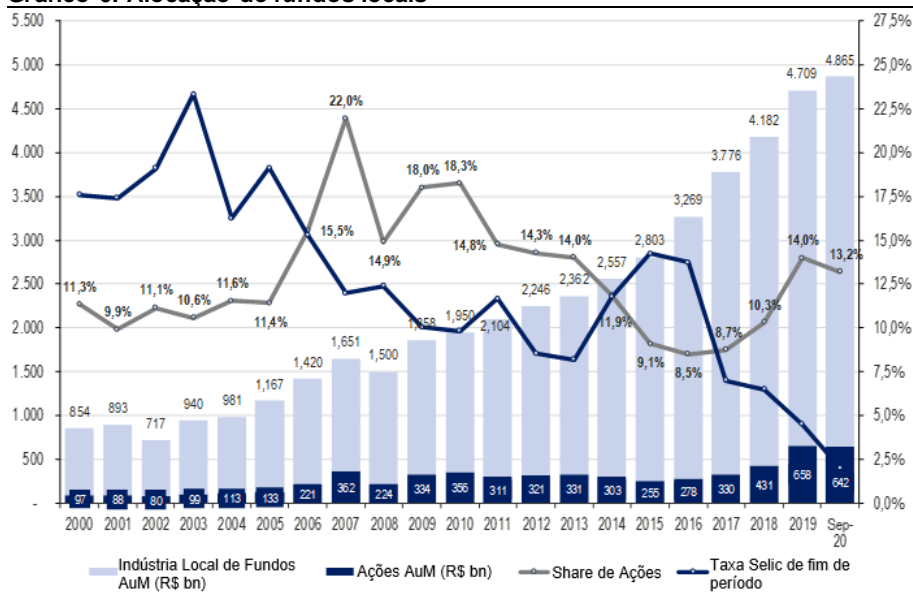
Fonte: Estimativas do BTG Pactual

Após um 3T forte, as captações em fundos de ações desaceleraram em outubro

De 2016 até a Covid-19, vimos um aumento contínuo e consistente nas alocações em ações brasileiras por investidores locais. No início da pandemia, a alocação de ações caiu devido a uma queda acentuada no mercado de ações.

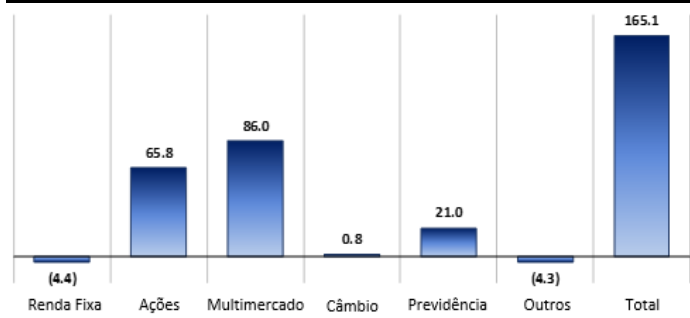
Em setembro, a alocação de ações por investidores locais atingiu 13,2%, abaixo dos 13,6% registrados em agosto. Muito disso deveu-se ao mau desempenho da bolsa em setembro (queda de ~5% no mês). Em nossa opinião, a alocação de ações pelos investidores locais aumentará com o tempo, principalmente devido ao nível historicamente baixo da taxa Selic. Se a alocação retornar aos níveis do ano de 2007 (22%) e com base no AuM atual da indústria de fundos, isso significaria um aumento de ~R\$ 426 bilhões no AuM dos fundos de ações.

Gráfico 6: Alocação de fundos locais

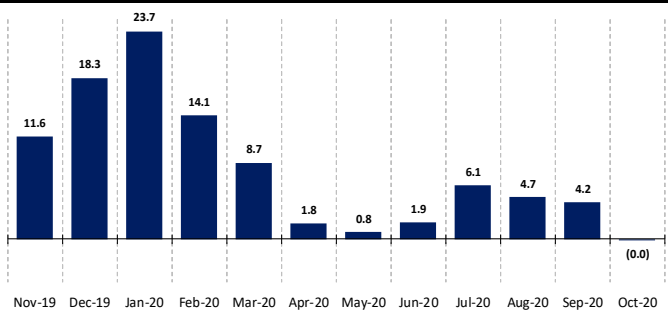


Fonte: Anbima e estimativas do BTG Pactual

Após um terceiro trimestre forte para captações em fundos de ações, com cerca de R\$ 15 bilhões entrando nesse tipo de fundo, os investidores desaceleraram em outubro. Esses fundos registraram um pequeno fluxo de saída de aproximadamente R\$ 40 milhões no mês, que, embora não muito significativa, mostrou uma tendência de aversão ao risco do investidor no mês.

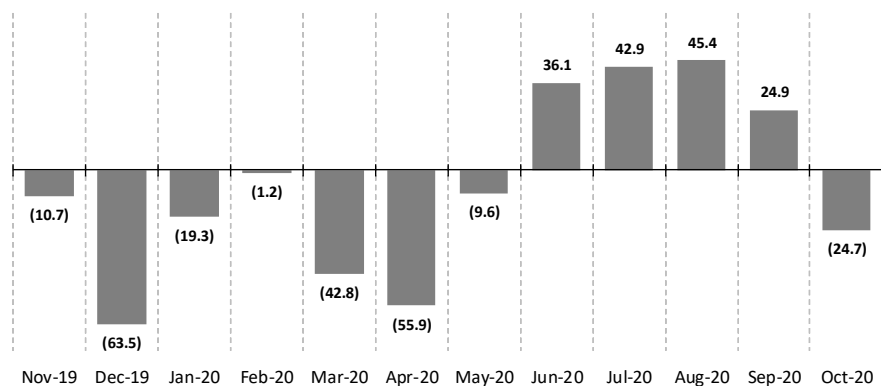
Gráfico 7: Fluxos por tipo de fundo, acumulado no ano (R\$ bi)


Fonte: Anbima e estimativas do BTG Pactual

Gráfico 8: Captação líquida mensal dos fundos de ações (R\$ bi)


Fonte: Anbima e estimativas do BTG Pactual

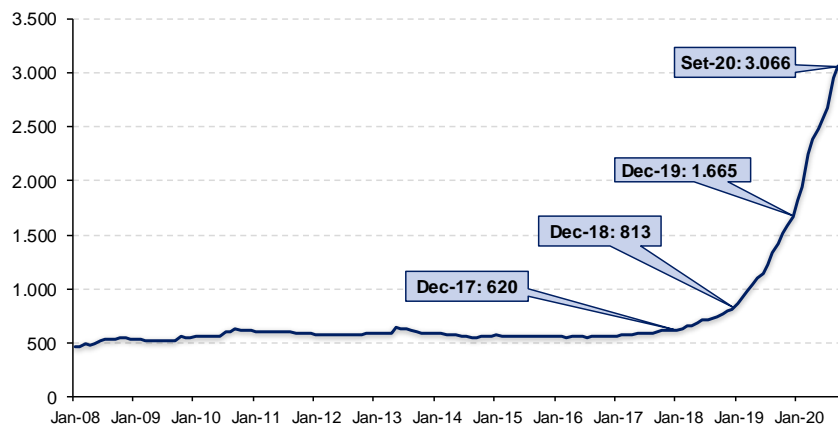
A tendência também se inverteu em relação aos fundos de renda fixa. Após registrar entradas de R\$ 149 bilhões entre junho e setembro, os fundos de renda fixa registraram resgates de R\$ 25 bilhões em outubro.

Gráfico 9: Captação líquida mensal dos Fundos de Renda Fixa (R\$ bilhões)


Fonte: Anbima e estimativas do BTG Pactual

Investidores de varejo estão aumentando sua participação no mercado

Indicamos o aumento da presença de investidores de varejo (107 mil contas abertas em setembro; + 84% no acumulado do ano). Com as taxas de juros em níveis historicamente baixos, essa tendência pode persistir.

Gráfico 10: Número de contas de varejo ('000)


Fonte: B3

O mercado de capitais está em alta

No terceiro trimestre, foram concluídos 25 negócios (13 IPOs + 12 Follow-Ons) de acordo com a B3, tornando-se o trimestre com maior número de ofertas de todos os tempos. Somente em setembro, o montante de capital levantado em IPOs foi superior ao de todo o ano de 2019. Os dados de outubro ainda não estão disponíveis, mas esperamos que essa tendência continue.

Ao contrário dos últimos anos, os estrangeiros deixaram de ser os principais investidores, visto que os investidores institucionais e de varejo aumentam constantemente sua participação.

Tabela 3: IPOs e follow-ons - volume total e participação dos investidores

Ano	Volume Total (R\$mn)			Participação por Investidor (%)			
	IPO	Follow-On	Total	PFs	Institucional	Estrangeiros	Outros
2004	4.487	4.318	8.805	8,7%	19,0%	69,2%	3,1%
2005	5.447	8.489	13.936	6,0%	19,1%	69,1%	5,8%
2006	15.374	15.063	30.436	7,9%	18,7%	65,7%	7,7%
2007	55.648	14.465	70.113	9,1%	16,5%	70,7%	3,6%
2008	7.495	26.761	34.255	6,5%	13,3%	45,2%	34,9%
2009	23.831	22.152	45.983	7,7%	16,1%	65,4%	10,8%
2010	11.193	138.048	149.241	4,4%	14,0%	27,1%	54,5%
2011	7.175	10.815	17.990	8,0%	22,9%	54,8%	14,3%
2012	3.933	9.308	13.240	6,9%	25,8%	36,4%	30,9%
2013	17.293	6.066	23.359	11,4%	26,0%	42,5%	20,0%
2014	418	13.960	14.378	0,8%	11,8%	38,4%	49,0%
2015	603	17.461	18.064	0,8%	10,5%	66,3%	22,3%
2016	674	9.967	10.641	3,8%	29,7%	45,7%	20,8%
2017	20.761	21.020	41.781	4,3%	27,1%	57,9%	10,7%
2018	6.823	4.430	11.253	5,8%	34,8%	51,7%	7,6%
2019	9.836	79.763	89.599	7,0%	45,9%	44,4%	2,7%
2020	22.164	56.100	78.264	7,8%	44,6%	29,6%	17,9%
Jan-20	0	2.335	2.335	6,2%	52,2%	36,5%	5,1%
Feb-20	3.683	24.936	28.618	14,5%	43,0%	39,5%	3,0%
Mar-20	0	0	0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Apr-20	0	0	0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
May-20	300	0	300	10,0%	43,8%	6,1%	40,1%
Jun-20	0	5.355	5.355	0,0%	45,4%	28,4%	26,1%
Jul-20	3.767	12.784	16.551	2,1%	49,9%	18,7%	29,3%
Aug-20	2.632	7.144	9.776	3,6%	29,1%	21,4%	46,0%
Sep-20	11.781	3.547	15.328	6,5%	59,4%	25,8%	8,3%

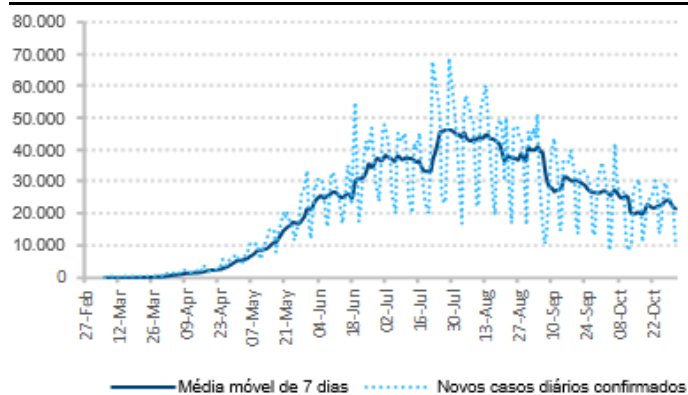
Fonte: B3

COVID-19: a situação está melhorando

No Brasil, a maioria dos dados indica que a pandemia está melhorando. Tanto a média móvel de 7 dias de infecções diárias (em ~21,6 mil vs. 26,6 mil no mês passado) e o número médio de mortes diárias diminuiu (para 420 vs. 711 no mês passado).

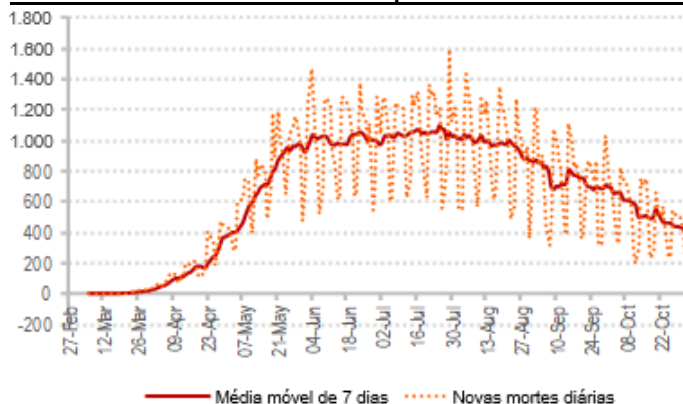
As curvas de infecção no Brasil se comportaram de forma diferente da observada na Europa. Porém, com a chegada da segunda onda na Europa e, em alguns países, com níveis de infecção muito superiores aos da primeira onda, ainda não podemos eliminar o risco de uma segunda onda em algum momento no Brasil. Ainda mais se levamos em conta o fato de que as pessoas estão voltando ao trabalho e o comércio voltou a abrir com a redução da quarentena no país.

Gráfico 11: Novos casos diários de COVID-19 no Brasil



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

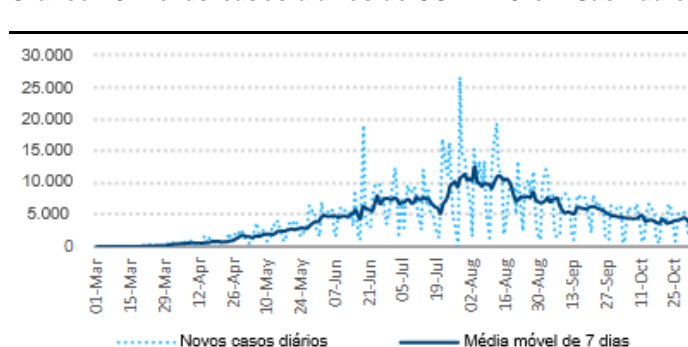
Gráfico 12: Novas mortes diárias por COVID-19 no Brasil



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

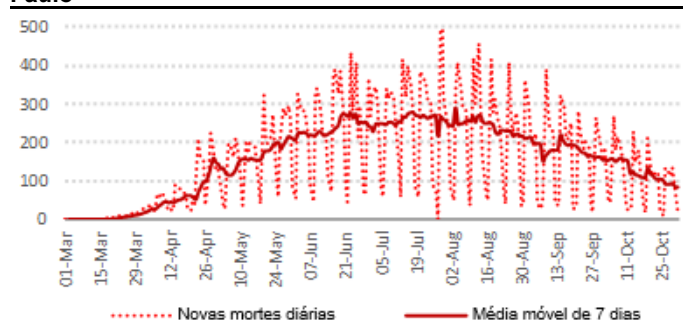
Os dados de São Paulo também mostraram uma boa melhora. Tanto a média móvel de 7 dias de infecções diárias (em ~3,6 mil vs. 4,8 mil no mês passado) e a número médio de mortes diárias diminuiu (para 83 contra 161 no mês passado).

Gráfico 13: Novos casos diários de COVID-19 em São Paulo



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

Gráfico 14: Novas mortes diárias por COVID-19 em São Paulo



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

Carteira Recomendada de Ações – Dividendos:

Tabela 4: Alterações na Carteira para o mês de novembro

Novembro				Agosto			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
BB Seguridade	Seguro e Previdência	BBSE3	20%	BB Seguridade	Seguro e Previdência	BBSE3	20%
ISA CTEEP	Serviços Básicos	TRPL4	20%	ISA CTEEP	Serviços Básicos	TRPL4	20%
Taesá	Serviços Básicos	TAE11	20%	Taesá	Serviços Básicos	TAE11	20%
Engie Brasil	Serviços Básicos	EGIE3	20%	Engie Brasil	Serviços Básicos	EGIE3	20%
Telefônica Brasil	Telecomunicações	VIVT4	20%	Telefônica Brasil	Telecomunicações	VIVT4	20%

Fonte: BTG Pactual

Tabela 5: Carteira para o mês de novembro

Empresa	Ticker	Setor	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	EV/EBITDA		P/L		Dividend Yield (%)	
					2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
BB Seguridade	BBSE3	Seguro e Previdência	20%	47.280	N/A	N/A	12,6x	12,3x	6,4%	6,1%
ISA CTEEP	TRPL4	Serviços Básicos	20%	16.076	6,2x	8,4x	7,6x	9,1x	10,9%	11,0%
Taesá	TAE11	Serviços Básicos	20%	9.713	10,3x	13,7x	7,2x	7,9x	13,7%	12,7%
Engie Brasil	EGIE3	Serviços Básicos	20%	32.547	6,7x	5,7x	20,2x	11,7x	6,0%	9,0%
Telefônica Brasil	VIVT4	Telecomunicações	20%	71.911	4,6x	4,6x	18,0x	18,0x	6,8%	6,8%

Fonte: BTG Pactual

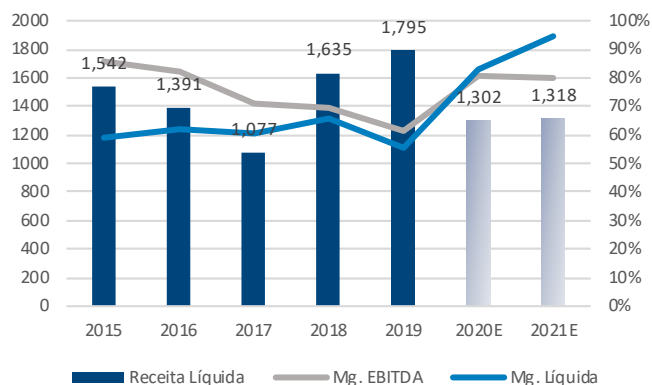
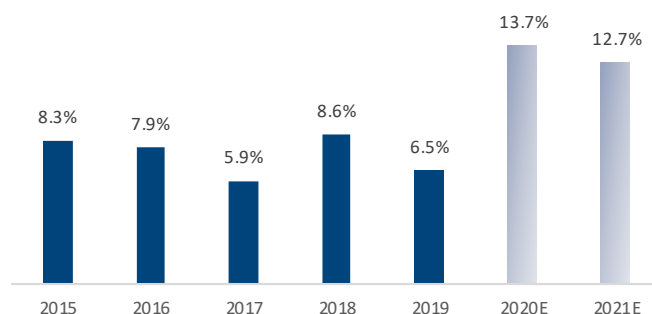
Taesá (TAE11):

A TAESA é um dos maiores grupos privados de transmissão de energia elétrica do Brasil em termos de Receita Anual Permitida (RAP), dedicando-se exclusivamente à construção, operação e manutenção de ativos de transmissão. Atualmente, a companhia possui presença em todas as 5 regiões do país com 36 concessões e 12.725 km de linhas de transmissão.

Olhando um pouco para o histórico de execução da TAESA, vemos que ao longo dos últimos anos ela conseguiu manter uma estabilidade positiva em sua receita líquida – o que demonstra a resiliência de seu modelo operacional e do setor de transmissão de energia, mesmo em momentos mais difíceis da economia – ao passo que conseguiu elevar sua margem líquida de 48% para 81%, com uma margem EBITDA estável próxima a 80% (maior EBITDA do setor de transmissão). A companhia possui uma disciplina financeira muito forte, com um rígido controle de custos, a mais alta nota de crédito nas três agências de classificação de risco (Fitch, Standard & Poor's e Moody's) e uma alta diligência no processo de alocação de capital, buscando sempre bons projetos com alta rentabilidade.

Assim, vemos que TAESA possui uma eficiência operacional muito forte, o que garantiu à companhia uma sólida geração de caixa ao longo dos anos, permitindo que a empresa conseguisse distribuir uma boa parcela de seus lucros para os acionistas. A companhia possui um payout (percentual do lucro líquido distribuído em forma de provento) de cerca de 90%, o que sustenta o forte rendimento dos dividendos (e outros proventos) distribuídos aos acionistas, como pode ser visto no gráfico abaixo.

Dito isso, acreditamos que a TAESA continuará com um nível forte de eficiência operacional, entregando bons resultados nos trimestres à frente e, conseqüentemente, remunerando muito bem seus acionistas através da distribuição de proventos, o que abre espaço para uma forte expectativa do rendimento dos dividendos (dividend yield) de 13,7% e 12,7% para 2020 e 2021, respectivamente.

Gráfico 13: Destaques Financeiros – TAAE11 (R\$ mn)

Gráfico 14: Dividend Yield – TAAE11 (%)


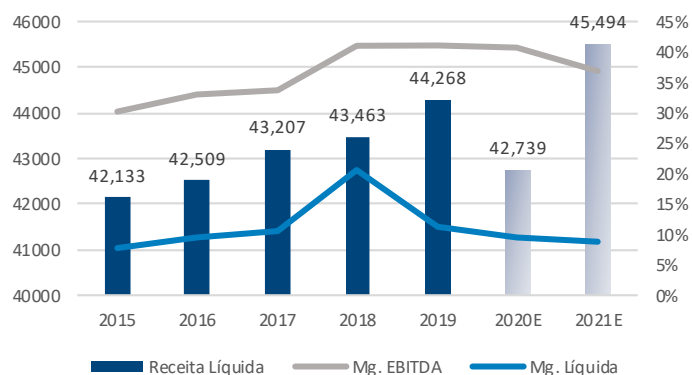
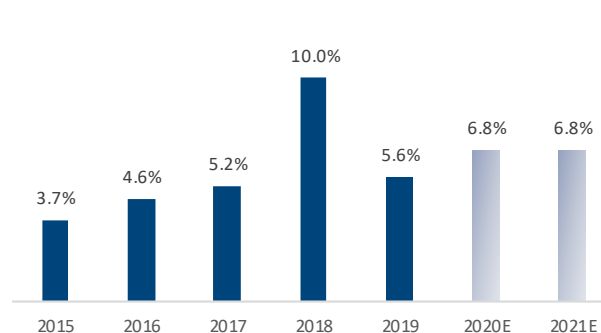
Fonte: BTG Pactual e Companhia

Telefônica Brasil (VIVT4):

A Telefônica Brasil (Vivo) é a maior empresa de telecomunicações do Brasil atuando com uma ampla gama de produtos e serviços como telefonia fixa e móvel, banda larga fixa e móvel, TV por assinatura, dados, serviços digitais, entre outros.

As operadoras de telecomunicações, em geral, devem superar o desempenho de outros setores, dado seu modelo de negócios resiliente, fortes balanços (principalmente Vivo e TIM) e geração de fluxo de caixa. A Vivo é uma ação especialmente interessante para possuir em tempos incertos, acreditamos. A empresa gera um fluxo de caixa bom e consistente e tem um longo histórico de pagamento de dividendos consideráveis (dividend yield de 6,8% e 6,8% para 2020 e 2021, respectivamente). Embora seus negócios sejam afetados pela esperada desaceleração econômica (principalmente em pré-pagos e B2B), o impacto na receita pode ser contido e deve ser maior do que no EBITDA à medida que a otimização de custos continua.

Por fim, no eventual cenário da proposta conjunta da VIVO, TIM e Claro pelas operações móveis da Oi S.A. ser a vencedora, a companhia se beneficiará diretamente da consolidação do setor, prevenindo a entrada de mais um competidor e garantindo um mercado de 3 players no longo prazo.

Gráfico 15: Destaques Financeiros – VIVT4 (R\$ mn)

Gráfico 16: Dividend Yield – VIVT4 (%)


Fonte: BTG Pactual e Companhia

Engie Brasil (EGIE3):

A ENGIE integra a maior produtora independente de energia do país, sendo também agente ativo na comercialização de energia. Em 2017, ingressou no segmento de transmissão de energia e, em 2018, adquiriu os 50% remanescentes das ações da ENGIE Geração Solar Distribuída. O ano de 2019 marca a entrada no segmento de gás natural brasileiro ao adquirir participação na Transportadora Associada de Gás (TAG). Ao fim do quarto trimestre de 2019, a empresa contava com uma capacidade instalada própria de 8.711 MW, operando um parque gerador de 10.431 MW, composto por 60 usinas, sendo 11 hidrelétricas, quatro termelétricas e 45 complementares - três a biomassa, 38 eólicas, duas Pequenas Centrais Hidrelétricas (PCHs) e duas solares.

A empresa sempre manteve um prêmio frente as demais Utilities devido a uma combinação de liquidez, capacidade de entregar crescimento com disciplina de alocação de capital e pagamento de dividendos. Vemos a empresa com um dividend yield para 2020 e 2021 de 6,0% e 9,0%, respectivamente.

Gráfico 17: Destaques Financeiros – EGIE3 (R\$ mn)

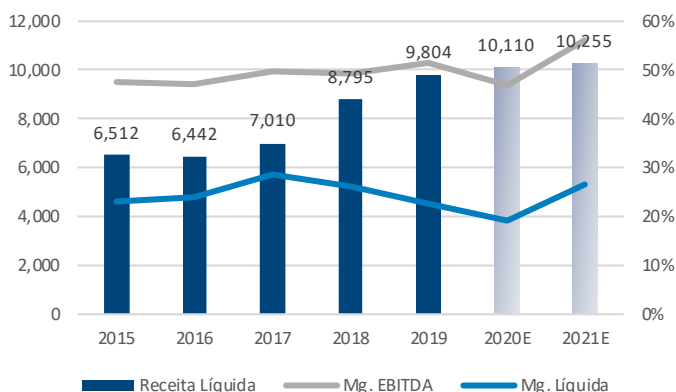
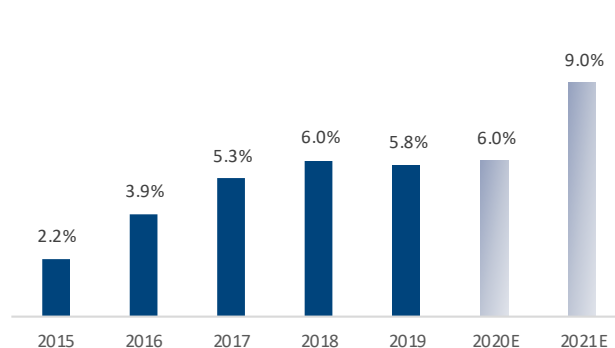


Gráfico 18: Dividend Yield – EGIE3 (%)



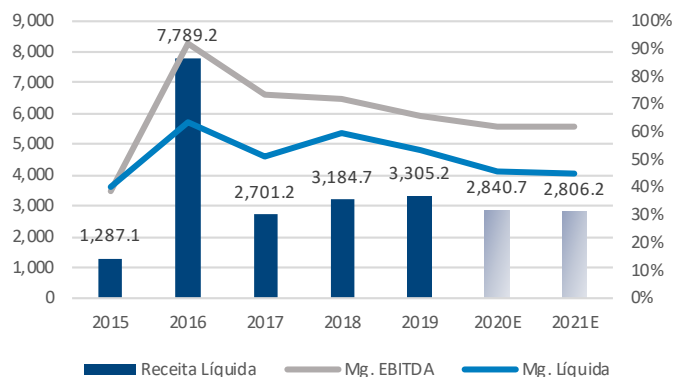
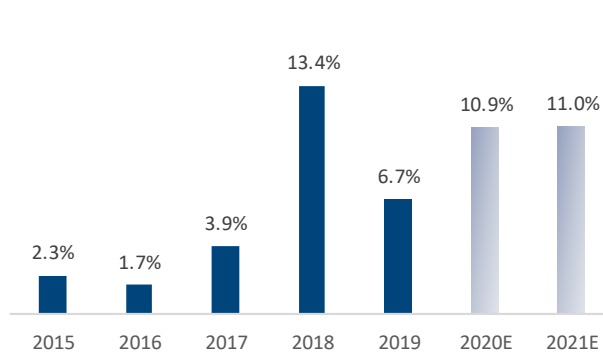
Fonte: BTG Pactual e Companhia

ISA CTEEP (TRPL4):

A ISA CTEEP (TRPL) é a maior empresa privada de transmissão do setor elétrico brasileiro. Por meio de suas atividades e de suas controladas e coligadas, a Companhia atua em 17 estados do país, e é responsável por aproximadamente 33% de toda a energia elétrica transmitida pelo Sistema Interligado Nacional (SIN). Em 31 de dezembro de 2019, a capacidade instalada da Companhia (controladora, controladas e coligadas em operação) totalizou 65,9 mil MVA de transformação, 18,6 mil quilômetros de linhas de transmissão, 25,8 mil quilômetros de circuitos e 126 subestações próprias.

Em junho, a ANEEL aprovou um aumento de 9,75% nas receitas (RAP) de 2018 do contrato 059/2001 (incluindo RBSE), de R\$ 2.452 bilhões para R\$ 2.692 bilhões. O aumento foi impulsionado por um WACC regulatório mais alto e pela inclusão do componente de custo de capital próprio (Ke) no RBSE a receber. Esse aumento gerou uma parcela de ajuste de R\$ 892 milhões, que será recebido por um período de três anos até 2023.

Vemos a TRPL sendo negociada a uma TIR real de 7,9%, enquanto entrega um dividend yield de dois dígitos nos próximos anos. Com o substancial fluxo de caixa extra do RBSE a receber recentemente impulsionado pelo componente do custo de capital próprio, acreditamos que a empresa continuará pagando dividendos consideráveis nos próximos anos.

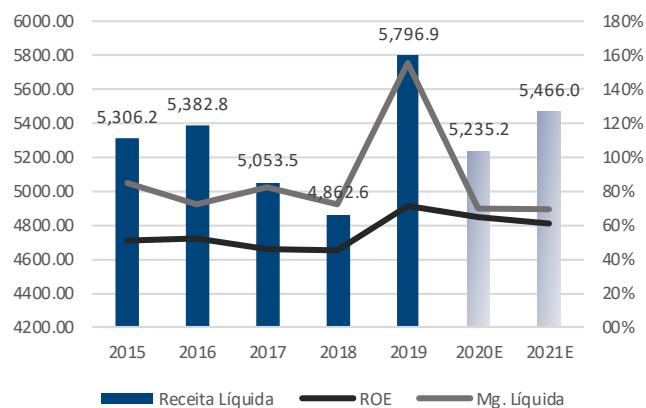
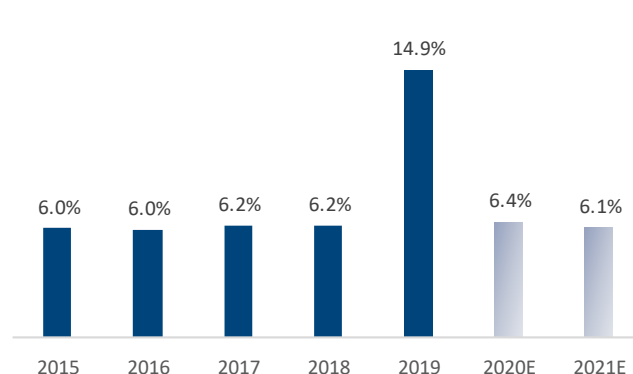
Gráfico 19: Destaques Financeiros – TRPL4 (R\$ mn)

Gráfico 20: Dividend Yield – TRPL4 (%)


Fonte: BTG Pactual e Companhia

BB Seguridade (BBSE3):

A BB Seguridade Participações S.A. (BB Seguridade) é uma empresa de participações (holding) controlada pelo Banco do Brasil S.A. (Banco do Brasil) e que atua em negócios de seguridade. Suas participações societárias atualmente estão organizadas em dois segmentos: negócios de risco e acumulação; negócios de distribuição. Contando com a rede de distribuição do Banco do Brasil como o principal canal de comercialização de um portfólio completo de produtos com a intermediação de uma corretora própria, a BB Seguridade ocupa hoje posição de destaque no mercado em todos os segmentos em que está presente.

Acreditamos que as ações da BB Seguridade são uma boa alternativa de "valor" versus bancos. A alavancagem aqui é muito menor, a visibilidade dos resultados nos próximos 12 meses é muito mais clara, o pagamento de dividendos é muito mais alto (os bancos foram impedidos de pagar dividendos acima do mínimo estabelecido no Estatuto Social) e o segmento de seguros enfrenta muito menos riscos políticos/regulatórios. Os números do 3T devem continuar mostrando resiliência e acreditamos que o Payout se manterá acima de 80% no ano, portanto esperamos um dividend yield de 6,4% e 6,1% para 2020 e 2021, respectivamente.

Gráfico 21: Destaques Financeiros – BBSE3 (R\$ mn)

Gráfico 22: Dividend Yield – BBSE3 (%)


Fonte: BTG Pactual e Companhia

Performance Histórica:

Desde o dia 8 de novembro de 2019 até o fechamento de outubro de 2020, a nossa Carteira Recomendada de Dividendos acumula uma rentabilidade de -7,6%, ante -12,7% do Ibovespa e -11,1% do IDIV.

Gráfico 23: Rentabilidade Acumulada – Trimestre de agosto a outubro (%)

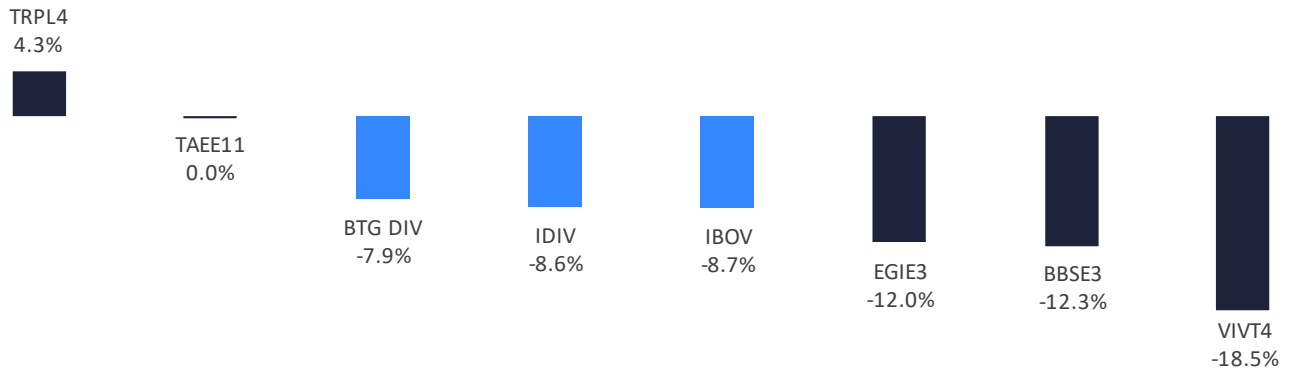
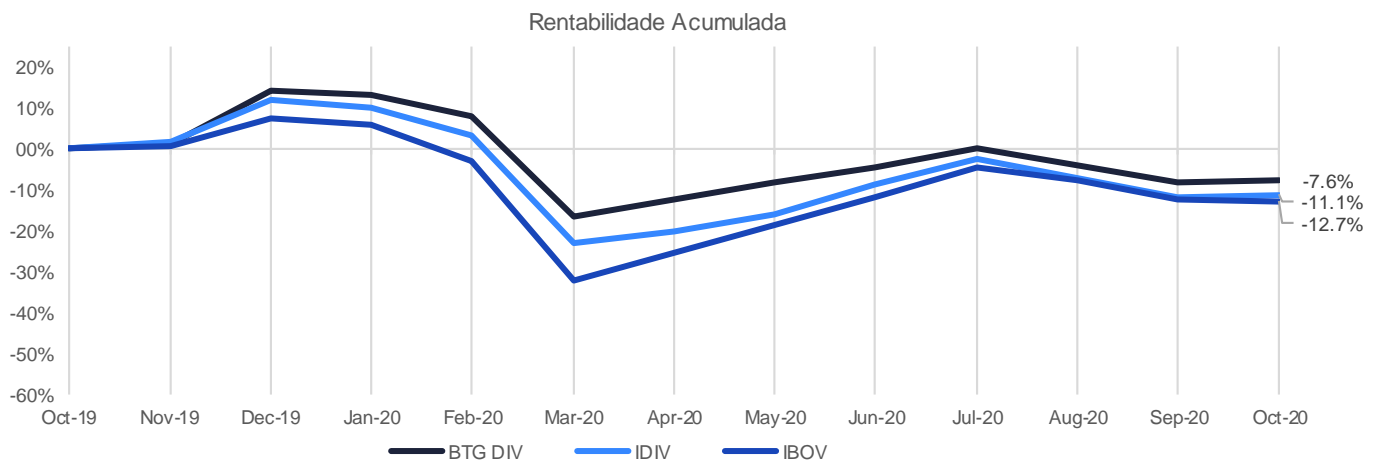


Gráfico 24: Rentabilidade Acumulada (%)



Histórico de Proventos:

Abaixo um histórico dos proventos distribuídos pelas companhias que fazem, ou já fizeram parte da nossa carteira, e que foram capturados pelos investidores que detinham as respectivas ações, assim como um cronograma dos proventos a serem pagos.

Empresa	Ticker	Data Ex	Data de Pagamento	Tipo de Provento	Valor Bruto por Ação (R\$)	Valor Líquido por Ação (R\$)	Valor Líquido por Unit (R\$)
Taesa	TAEE11	17/08/2020	26/08/2020	JCP	R\$ 0,1706		R\$ 0,4350
		17/08/2020	26/08/2020	Dividendos		R\$ 0,2134	R\$ 0,6402
		20/05/2020	28/05/2020	JCP	R\$ 0,0593		R\$ 0,1512
		20/05/2020	28/05/2020	Dividendos		R\$ 0,1746	R\$ 0,5238
		07/05/2020	15/05/2020	Dividendos		R\$ 0,0598	R\$ 0,1793
		16/12/2019	27/12/2019	JCP	R\$ 0,0601		R\$ 0,1534
		21/11/2019	29/11/2019	JCP	R\$ 0,0633		R\$ 0,1613
		21/11/2019	29/11/2019	Dividendos		R\$ 0,1172	R\$ 0,3517
Telefônica	VIVT4	28/09/2020	Até 31/12/2021	JCP	R\$ 0,3971	R\$ 0,3375	
		30/06/2020	Até 31/12/2021	JCP	R\$ 0,5498	R\$ 0,4673	
		31/03/2020	Até 31/12/2021	JCP	R\$ 0,0916	R\$ 0,0779	
		28/02/2020	Até 31/12/2021	JCP	R\$ 0,1649	R\$ 0,1402	
		28/05/2020	09/12/2020	Dividendos		R\$ 1,3413	
		30/12/2019	18/08/2020	Dividendos		R\$ 0,6109	
		30/12/2019	18/08/2020	JCP	R\$ 0,2138	R\$ 0,1817	
AES Tietê	TIET11	12/05/2020	20/05/2020	Dividendos			R\$ 0,2235
		11/11/2019	22/11/2019	Dividendos			R\$ 0,2667
		11/12/2019	26/08/2020	JCP	R\$ 0,1112889		R\$ 0,2838
BB Seguridade	BBSE3	13/08/2020	24/08/2020	Dividendos		R\$ 0,8753	
Itaúsa	ITSA4	20/02/2020	06/03/2020	Dividendos		R\$ 0,2260	
		20/02/2020	06/03/2020	JCP	R\$ 0,2174	R\$ 0,1848	
		12/12/2019	30/04/2020	JCP	R\$ 0,0060	R\$ 0,0051	
		29/11/2019	01/01/2020	Dividendos		R\$ 0,0200	
Cyrela	CYRE3	11/12/2019	20/12/2019	Dividendos		R\$ 1,0405	
Engie Brasil	EGIE3	10/08/2020	A ser definida	Dividendos	R\$ 0,8306		R\$ 0,8305737

Fonte: RI das Companhias, BTG Pactual e Bloomberg

Mapa de Proventos (R\$/Ação):

Empresa	Nov-19	Dec-19	Jan-20	Feb-20	Mar-20	Apr-20	May-20	Jun-20	Jul-20	Aug-20	Sep-20	Oct-20
ITSA4	-	-	R\$ 0,0200	-	R\$ 0,4108	R\$ 0,0051	-	-	-	-	-	-
TAAE11	R\$ 0,5130	R\$ 0,1534	-	-	-	-	R\$ 0,8543	-	-	R\$ 1,0752	-	-
CYRE3	-	R\$ 1,0405	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TIET11	R\$ 0,2667	-	-	-	-	-	R\$ 0,2235	-	-	R\$ 0,2838	-	-
BBSE3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	R\$ 0,8753	-	-
Total	R\$ 0,7797	R\$ 1,1939	R\$ 0,0200	-	R\$ 0,4108	R\$ 0,0051	R\$ 1,0778	-	-	R\$ 2,2342	-	-

Fonte: RI das Companhias, BTG Pactual e Bloomberg

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 seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: *Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.*

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.asp