

Carteira de Dividendos: setembro de 2024



Rodolfo Amstalden
Analista responsável
CNPI

Ruy Hungria
Analista responsável
CNPI

Sumário

Objetivo da Carteira de Dividendos.....	2
Comentários do mês.....	3
Gerdau (GGBR4).....	6
Eletrobras (ELET6).....	8
Direcional (DIRR3).....	10
Porto Seguro (PSSA3).....	12
B3 (B3SA3).....	14
Histórico de proventos.....	16
Disclaimer.....	19

Carteira de Dividendos

Objetivo da Carteira de Dividendos

Neste relatório compartilhamos a carteira composta por nomes que acreditamos atender plenamente os requisitos para compor um portfólio de verdadeiros investidores de dividendos: aqueles focados no longo prazo, na busca pela “paz de espírito” — além de níveis de retornos superiores no longo prazo, obviamente, ajudados pelos reinvestimentos dos dividendos recebidos.

O objetivo é encontrar empresas que possuem capacidade de geração de caixa livre (GCL) comprovada, permitindo a distribuição de proventos de forma sustentável ao longo do tempo, para que os acionistas possam se beneficiar do fenômeno dos juros compostos (compounding), potencializando o retorno total.

Em tese, essas empresas possuem algumas características em comum. Entre elas, além de alguns pontos já mencionados acima, podemos destacar: companhias maduras inseridas em grandes mercados, incumbentes e líderes, de qualidade, sólidos balanços, com claras vantagens competitivas e fortes barreiras de entrada, modelo de negócio resiliente, inseridas em setores de fortes tendências seculares e estabilidade de margens, altos níveis de liquidez de suas ações e boa margem de segurança (níveis de valuation e carregamento).

A carteira recomendada conta com companhias que, em nossa visão, atendem todos os pontos citados anteriormente. Vale mencionar que vivemos em um mundo dinâmico, e mudanças de fundamentos (principal pilar das teses) trarão alterações ou rebalanceamentos do portfólio e, eventualmente, traremos novos integrantes. **É possível investir diretamente na Empiricus Dividendos pelo BTG Investimentos (Investir > Renda Variável > Carteiras Recomendadas).**

Comentários do mês

Quem poderia imaginar que o mês de agosto, que começou de maneira péssima para os ativos de risco, terminaria como o melhor mês de 2024?

Para quem não se lembra, o *Payroll* divulgado no dia 2 de agosto trouxe enormes receios para o mercado. O relatório, que mostra a criação empregos dos Estados Unidos, veio muito abaixo das expectativas.

O medo era de que o Fed tivesse mantido os juros elevados por tempo demais, e que isso tivesse provocado uma desaceleração tão forte que jogaria a economia norte-americana em uma profunda recessão – tivemos até uma espécie de mini *black monday* no dia 5 de agosto, com algumas Bolsas chegando a cair mais de -10% mundo afora.

Mas o restante do mês serviu para mostrar que as preocupações eram exageradas. Números de atividade (PIB, varejo, produção...) se mostraram resilientes, ao mesmo tempo que dados inflacionários comportados contribuíram para aumentar as apostas de que o Fed começará a cortar os juros já neste mês de setembro – o discurso *dovish* de Jerome Powell no simpósio de Jackson Hole apenas aumentou essa chance.

A questão é que uma economia norte-americana ainda resiliente combinada com o início do ciclo de cortes de juros deixam boas perspectivas para os ativos de risco, especialmente nos mercados emergentes.

De fato, já começamos a notar um fluxo positivo de estrangeiros para os ativos brasileiros, o que inclusive contribuiu para a ótima valorização do Ibovespa no mês.

Mas não foram só as notícias externas que nos ajudaram. O IBC-Br divulgado em agosto mostrou que, apesar de todas as dificuldades, o Brasil segue crescendo acima das expectativas, e ainda que a desancoragem da inflação não seja um assunto resolvido, o discurso bem mais diligente e preocupado dos membros do Banco Central com relação às metas inflacionárias ajudou a conter a alta do dólar e dos juros.

Outro ponto muito importante está relacionado à temporada de balanços do 2T24, que mostrou resultados acima do esperado para grande parte das nossas empresas, e deixa sinais cada vez mais claros de que o pior tenha ficado para trás, o que é encorajador para os ativos brasileiros.

Ticker	Agosto/24 (%)
B3SA3	+16,9%
PSSA3	+11,3%
ELET6	+5,8%
GGBR4	+0,9%
SLCE3	-1,7%
Retorno da Carteira	+6,6%

Em agosto, o grande destaque da carteira foi B3 (B3SA3), que é uma das grandes beneficiadas da perspectiva de cortes de juros nos Estados Unidos e do consequente aumento do fluxo de investimentos que isso traria para o Brasil. Por outro lado, os preços ainda depreciados de grãos continuaram pesando sobre as ações da SLC no mês, o que inclusive nos motivou a retirar os papéis, que dão lugar às ações da Direcional (DIRR3) em setembro.

Com isso em mente, a nossa carteira é composta pelas cinco empresas listadas abaixo, com pesos iguais:

- Gerdau (GGBR4)
- Eletrobras (ELET6)
- Direcional (DIRR3)
- Porto Seguro (PSSA3)
- B3 (B3SA3)

A mudança proposta para o mês é a retirada de SLC Agrícola (SLCE3) e a entrada de Direcional (DIRR3). Na média, o DY estimado desta carteira para 2024 é de 4,9%.

Abaixo apresentamos o desempenho histórico da carteira.

Ano	Carteira	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	ANO	Desde o Início
2023	Carteira de Dividendos											13,2%	7,3%	21,5%	21,5%
	Ibovespa											12,5%	5,4%	18,6%	18,6%
2024	Carteira de Dividendos	-3,7%	2,8%	1,5%	-7,6%	-2,9%	0,2%	0,9%	6,6%					-2,9%	18,0%
	Ibovespa	-4,8%	1,0%	-0,7%	-1,7%	-3,0%	1,5%	3,0%	6,5%					1,4%	20,2%

Gerdau (GGBR4)

A **Gerdau** é a maior companhia siderúrgica do Brasil e também possui operações importantes na América do Norte e na América Latina, com exposição à produção de veículos e energia eólica (aços especiais), além de construção e infraestrutura (aços longos).

A diversificação regional e de produtos tem contribuído positivamente para os resultados, especialmente as plantas na América do Norte, que têm compensado os resultados um pouco mais fracos no Brasil.

Aliás, esse é um tema que tem ganhado relevância já que, além da desaceleração de pedidos, as operações brasileiras têm sofrido com a importação de aço chinês, que chegam ao Brasil com custos extremamente baixos.

Apesar desses ventos contrários, a companhia segue muito diligente em termos de custos e alocação de capital, especialmente após a profissionalização da gestão. Para contextualizar, por mais de cem anos a siderúrgica foi tocada por membros da família Gerdau. Mas diante da queda de rentabilidade e inúmeros problemas de governança em meados da década passada, Gustavo Werneck foi colocado no posto de CEO em 2018, trazendo para a companhia uma nova mentalidade focada em retorno e redução do endividamento, o que tem mostrado efetividade.

Essa mudança é o que tem permitido à companhia manter boa eficiência, margens resilientes e baixo endividamento, mesmo nesse momento difícil para o setor. Além disso, a siderúrgica segue gerando caixa, o que inclusive permite a ela distribuir bons dividendos aos acionistas.

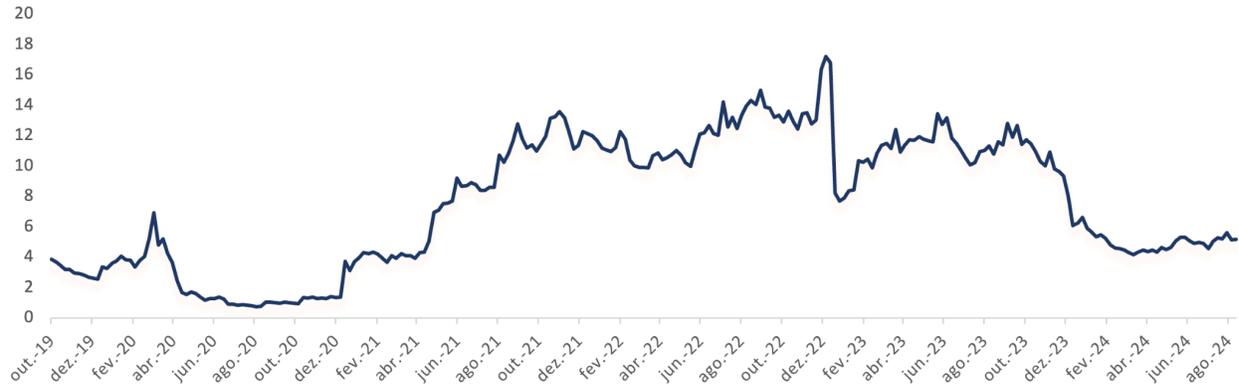


Companhia	Gerdau
Ticker	GGBR4
Valor de Mercado	R\$ 37 bi
Liquidez Média Diária	R\$ 177,5 mi
Preço/Ação	R\$ 18,21
P/L (24E)	6,3x
EV/Ebitda (24E)	4x
DY (24E)	5,2%
Performance (2024)	-5,2%

Com yields próximos a 10% incluindo recompras nos próximos anos, e um valuation que já nos parece embutir bastante pessimismo (4x Valor da Firma/Ebitda), recomendamos GGBR4 para a carteira.

DY: GGBR4

DY estimado pelo consenso para os próximos 12 meses (%)



Fontes: Bloomberg e Empiricus.

Eletrobras (ELET6)

A **Eletrobras (ELET6)** é a maior empresa de energia elétrica da América Latina, sendo a maior geradora e transmissora em território nacional. Além disso, a companhia tem o seu braço de comercialização/trading, que contou com 5,8 GW médios de energia vendida no mercado livre nos últimos 12 meses.

Os últimos 12 anos foram muito conturbados para a Eletrobras e seus acionistas. A Medida Provisória 579 (MP 579) de 2012, conhecida como o "11 de setembro do Setor Elétrico brasileiro", destruiu as finanças da empresa e levaram a Eletrobras a uma situação praticamente insustentável de endividamento — 6 vezes dívida líquida/Ebitda em 2016.

A situação começou a melhorar em 2016, com a chegada de Wilson Ferreira Júnior e a implementação da Lei das Estatais. O, então, CEO iniciou uma profunda limpeza na companhia que culminou em sua privatização, em junho de 2022. A Eletrobras concluiu o seu processo de privatização com uma oferta de R\$ 33,7 bilhões, na qual a posição do Governo foi diluída de 69% para 42%. Além disso, foi criada uma regra que restringe o poder votante de cada acionista a no máximo 10%, o que limita o poder do Estado e, de fato, torna a Eletrobras uma companhia privada. A evolução até aqui é notável, mas os resultados, lucros e dividendos devem aumentar ainda apoiados pelas diversas melhorias operacionais que teremos sem as amarras estatais.

Além disso, um dos desafios enfrentados não só pela companhia, mas por todas as geradoras são os preços baixos de energia, por conta da atual sobreoferta no setor.



Companhia	Eletrobras
Ticker	ELET6
Valor de Mercado	R\$ 97,1 bi
Liquidez Média Diária	R\$ 58,3 mi
Preço/Ação	R\$ 46,09
P/L (24E)	13,8x
EV/Ebitda (24E)	6,8x
DY (24E)	2,6%
Performance (2024)	+2,6%

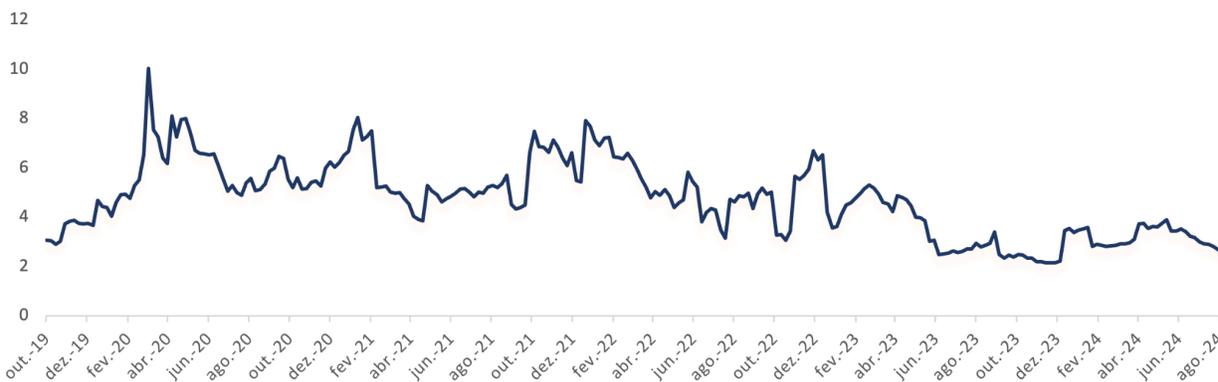
Com uma grande parte do portfólio ainda descontratada, a recuperação dos preços de energia deveria ser um grande gatilho, e nos últimos meses temos visto chuvas abaixo da média, e eventos climáticos que têm deixado o mercado um pouco mais otimista com relação aos preços de energia.

Além disso, é importante lembrar que há diversas outras frentes onde a companhia deve conseguir gerar valor para os acionistas, como redução de despesas, venda de participações em outras empresas, gerenciamento da dívida, redução de compulsórios e novos investimentos em geração e transmissão de energia. Outro ponto que pode ajudar é a resolução com a União que, mesmo após a concretização da privatização, voltou a questionar a limitação de votos.

Nos preços atuais, vemos a Eletrobras negociando a 6 vezes seu valor da firma sobre o Ebitda (EV/Ebitda) para 2024 e 2025, a mais barata entre os seus pares mais próximos.

DY: ELET6

DY estimado pelo consenso para os próximos 12 meses (%)



Fontes: Bloomberg e Empiricus.

Direcional (DIRR3)

A Direcional Engenharia é uma construtora voltada para o desenvolvimento de empreendimentos econômicos e de médio padrão. Ela adota um modelo industrial de construção, com moldes preenchidos em concreto, sem desperdício e com baixo custo, o que a torna uma das construtoras mais eficientes e com as margens altas para o setor.

A empresa está entre as cinco maiores construtoras do país, com 43 anos de experiência e mais de dez anos atuando nos segmentos do programa Minha Casa Minha Vida (MCMV).

Fundada em Belo Horizonte (MG), sua operação atualmente comporta diversas regiões do país (sete estados e Distrito Federal), com foco nas áreas metropolitanas e no interior do estado de São Paulo.

Nos últimos anos, a atuação da companhia foi voltada para as Faixas 2, 3 e 4 do programa MCMV. Além disso, em 2020, foi lançada a marca Riva, de imóveis para a classe média. Em geral, a empresa atende famílias com renda mensal de até R\$ 10 mil.

Quando avaliamos os números da Direcional, notamos o crescimento representativo do negócio. Desde 2016, a companhia multiplicou por seis o volume de lançamentos, com CAGR (Crescimento Anual Composto) de 29%. Diante da resiliente demanda por habitações populares, ajudada pelos programas habitacionais do Governo, as vendas acompanharam fielmente essa evolução dos projetos.

Companhia	Direcional Engenharia
Ticker	DIRR3
Valor de Mercado	R\$ 5,0 bi
Liquidez Média Diária	R\$ 43,4 mi
Preço/Ação	R\$ 28,77
P/L (24E)	8,4x
EV/Ebitda (24E)	6,7x
DY (24E)	5,8%
Performance (2024)	+36,8%

Nos últimos trimestres, a companhia tem entregado resultados operacionais expressivos e acima das expectativas do mercado, com ótima performance de vendas e rentabilidade, beneficiada pela forte capacidade da gestão.

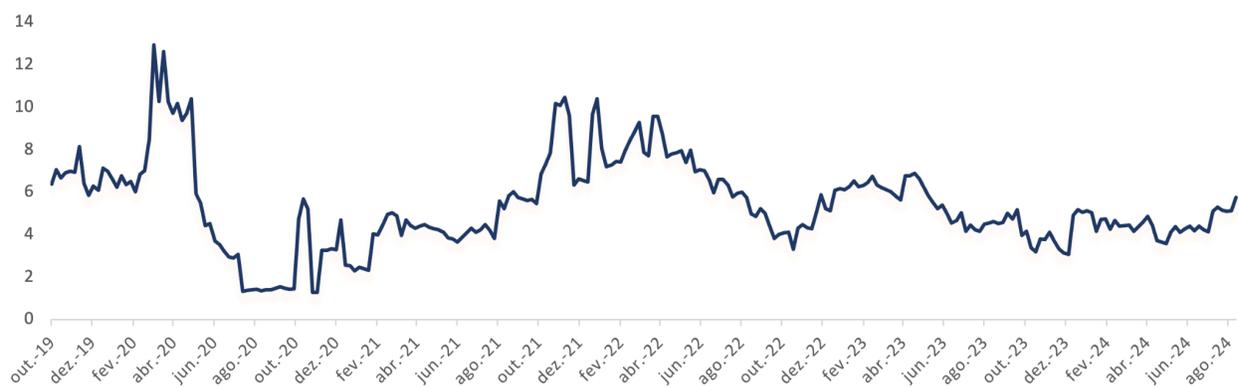
Por mais que o case venha de um momentum forte e tenha assimetria favorável, é nossa obrigação citar também os riscos da tese de investimento. O setor de construção civil é cíclico e as condições econômicas podem afetar a performance das ações.

A Direcional se posiciona como uma candidata natural no filtro de dividendos, destacando-se como líder no segmento de habitação popular em escala nacional e colhendo os frutos de um setor crescentemente favorecido por subsídios.

Além disso, diante do sólido momento do setor de incorporação, mais especificamente no segmento econômico, é possível que tenhamos eventos de fusão e aquisição no médio prazo. No caso da Direcional, destacamos a possibilidade de lucro antecipado com vendas de SPEs (mais factível para 2024), um eventual IPO da marca Riva e parcerias com outros players do mercado.

DY: DIRR3

DY estimado pelo consenso para os próximos 12 meses (%)



Fontes: Bloomberg e Empiricus.

Porto Seguro (PSSA3)

Líder no segmento de seguro auto com 28% de participação de mercado, considerando também sua marca mais acessível Azul, a Porto é uma tese que une um longo e ótimo histórico de execução com múltiplos interessantes.

Apesar disso, o desempenho recente das ações não tem sido muito animador mesmo depois de resultados bastante resilientes em 2023 e no 1T24, o que pode ser explicado pelas perspectivas não muito promissoras para o segmento auto, já que a indústria de seguros automotivos está com os menores índices de sinistralidade desde o lockdown, o que aumenta as chances de estarmos em um "pico de ciclo".

De fato, será difícil sustentar esses ótimos níveis, ainda mais com o envelhecimento/estagnação da frota brasileira "segurando" o crescimento dos prêmios.

Por outro lado, nos níveis de valuation atuais, entendemos que o mercado esteja precificando uma piora exagerada e não considera alguns fatores que podem compensar essa possível piora.

Para começar, o segmento auto vem passando por uma consolidação, e as 6 maiores já representam 90% do mercado. Essa menor fragmentação tende a reduzir as guerras por preço. De certa forma, o 1T24 mostrou racionalidade, com os prêmios crescendo mesmo com esses ventos contrários e uma base de comparação difícil (um crescimento de quase 50% em três anos) e mais uma queda da sinistralidade na comparação com o 1T23.



Companhia	Porto Seguro
Ticker	PSSA3
Valor de Mercado	R\$ 21,9 bi
Liquidez Média Diária	R\$ 42,7mi
Preço/Ação	R\$ 33,87
P/L (24E)	8,8x
EV/Ebit (24E)	8,9x
DY (24E)	5,3%
Performance (2024)	+21,3%

Além disso, a Porto tem buscado diversificar seu portfólio não apenas com a venda de outros Seguros (como celular, vida, residência, etc), mas também em outras verticais como Saúde/Odonto, Serviços e Banco, que vêm mostrando bom crescimento, amenizado o momento ruim para frotas e também possuem rentabilidade até melhor do que o business principal.

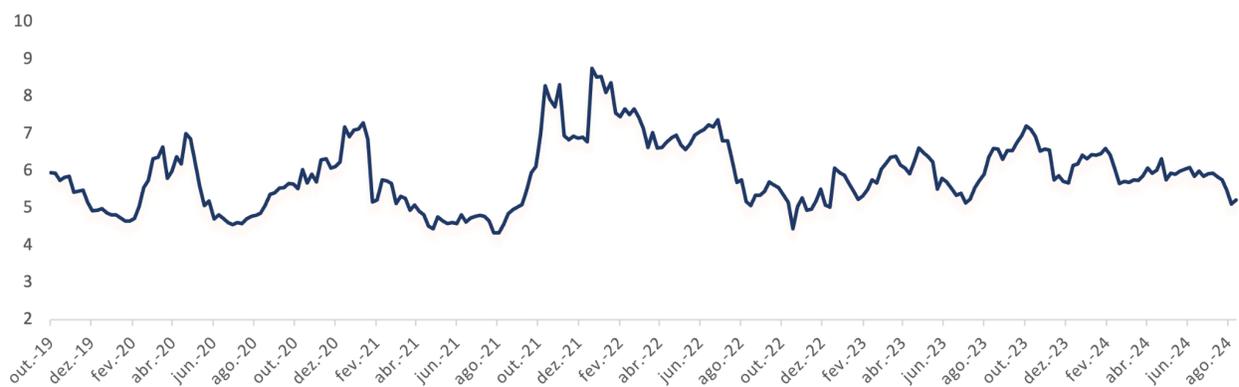
Um outro aspecto positivo da companhia é a participação dos rendimentos do float no resultado final (resultado financeiro). Historicamente, o rendimento das aplicações da Porto é superior a 50% do lucro antes de impostos, o que também pode se tornar uma vantagem se os juros realmente continuarem *higher for longer*, como tudo indica.

Por fim, vemos impactos limitados do desastre no Rio Grande do Sul, que em nossas contas tem grandes chances de ficar abaixo de 5% dos lucros esperados para 2024.

Em termos de valuation, a Porto Seguro negocia por apenas 8x lucros esperados para 2024, um dividend yield superior a 6% e com chances de surpreender positivamente o mercado.

DY: PSSA3

DY estimado pelo consenso para os próximos 12 meses (%)



Fontes: Bloomberg e Empiricus.

B3 (B3SA3)

A B3, sigla para Brasil, Bolsa, Balcão, é uma empresa de infraestrutura de mercado financeiro que atua em ambiente de bolsa e balcão. Hoje, a negociação de ações é sua principal fonte de receita e, por isso, o maior apetite por ações é fundamental para que a companhia cresça.

Um horizonte de taxas menores incentiva os investidores, sejam eles institucionais ou de varejo, a buscar destinos mais produtivos para seu capital, no que poderia ser o início de uma troca do rentismo para os ativos de risco. Nesse cenário, as ações, a classe de ativo mais relevante para o negócio da B3, seriam um destino óbvio.

Observando dados históricos de negociação na B3, fica clara a correlação inversa entre o patamar da Selic e o giro de ações. Por isso, projetamos alguma retomada de volume, com efeito mais pronunciado no segundo semestre deste ano.

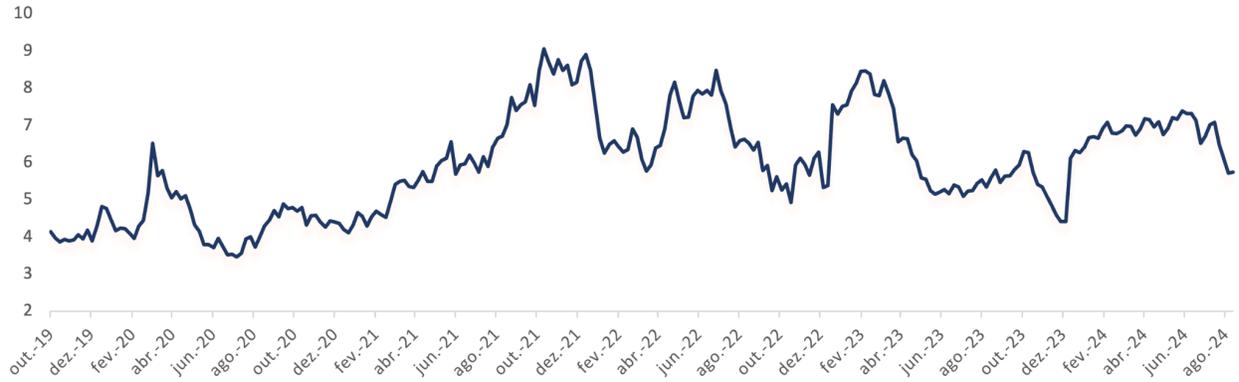
Além disso, enxergamos um valuation atrativo nesse momento. A ação está atrás de outros nomes relacionados ao "financial deepening". Sob a ótica dos múltiplos, B3SA3 negocia a 13x seu lucro estimado para 2024, o que nos parece atrativo diante do múltiplo médio de 19x nos últimos 5 anos.



Companhia	B3
Ticker	B3SA3
Valor de Mercado	R\$ 70,1 bi
Liquidez Média Diária	R\$ 486 mi
Preço/Ação	R\$ 12,63
P/L (24E)	14,9x
EV/Ebitda (24E)	9,6x
DY (24E)	5,8%
Performance (2024)	-11,0%

DY: B3SA3

DY estimado pelo consenso para os próximos 12 meses (%)



Fontes: Bloomberg e Empiricus.

Histórico de proventos

Ativo	Data Ex	Data de Pagamento	Valor Bruto (R\$)	Valor Líquido (R\$)	Tipo do provento	Fator de ajuste
HYPE3	27/12/2023	até 12/2024	0,308	0,262	JCP	0,991445
	21/03/2024	ate 12/2024	0,098	0,083	JCP	0,997206
VALE3	22/11/2023	01/12/2023	1,566	1,566	Dividendo	0,979899
	22/11/2023	01/12/2023	0,766	0,651	JCP	0,99017
	12/03/2024	19/03/2024	2,739	2,739	Dividendo	0,957183
ITUB4	01/11/2023	01/12/2023	0,018	0,015	JCP	0,999342
	01/12/2023	02/01/2024	0,018	0,015	JCP	0,999441
	07/12/2023	08/03/2024	0,247	0,210	JCP	0,992156
	02/01/2024	01/02/2024	0,018	0,015	JCP	0,99948
	01/02/2024	01/03/2024	0,018	0,015	JCP	0,999462

	22/02/2024	08/03/2024	1,125	1,125	Dividendo	0,968289
	01/03/2024	01/04/2024	0,018	0,015	JCP	0,99948
ALUP11	17/11/2023	até 08/01/24	0,12	0,12	Dividendo	0,995761
VIVT3	27/12/2023	até 30/04/24	0,514	0,437	JCP	0,990449
	02/01/2024	08/01/2024	0,04	0,04	Dividendo	0,997183
	02/01/2024	08/01/2024	0,06	0,05	JCP	0,995908
	28/02/2024	05/04/2024	0,07	0,07	Dividendo	0,994753
B3SA3	27/03/2024	05/04/2024	0,05	0,04	JCP	0,995592
	19/06/2024	05/07/2024	0,04	0,04	Dividendo	0,99672
	19/06/2024	05/07/2024	0,05	0,04	JCP	0,995151
	04/03/2024	12/03/2024	0,10	0,10	Dividendo	0,995542
GGBR4	18/04/2024	22/04/2024	20% bônus	20% bônus	Bonificação	/1,2

	16/05/2024	27/05/2024	0,28	0,28	Dividendo	0,985894
	12/08/2024	20/08/2024	0,12	0,12	Dividendo	0,993147
ELET6	29/04/2024	09/05/2024	1,82	1,82	Dividendo	0,957054
CYRE3	26/04/2024	A definir	0,60	0,60	Dividendo	0,971555
SLCE3	02/05/2024	15/05/2024	0,83	0,83	Dividendo	0,956524
PSSA3	01/07/2024	A definir	0,32	0,27	JCP	0,98969

Um abraço e bons investimentos,

Rodolfo Amstalden, CNPI – Analista responsável pela estratégia

Ruy Hungria, CNPI – Analista responsável pela estratégia

Disclaimer

A Empiricus Research é uma Casa de Análise que produz e entrega publicações e relatórios periódicos, regularmente constituída e credenciada perante CVM e APIMEC. Todos os nossos profissionais cumprem as regras, diretrizes e procedimentos internos estabelecidos pela Comissão de Valores Mobiliários, em especial sua Resolução 20 e seu Ofício-Circular CVM/SIN 13/20, e pela APIMEC, bem como pelas Políticas Internas estabelecidas pelos Departamentos Jurídico e de Compliance da Empiricus. A responsabilidade pelos relatórios que contenham análises de valores mobiliários é atribuída a Rodolfo Cirne Amstalden, profissional certificado e credenciado perante a APIMEC. Nossas funções são desempenhadas com absoluta independência, e sempre comprometidas na busca por informações idôneas e fidedignas visando fomentar o debate e a educação financeira de nossos destinatários. O conteúdo da Empiricus Research não representa quaisquer ofertas de negociação de valores mobiliários e/ou outros instrumentos financeiros. Embora a Empiricus Research forneça sugestões pontuais de investimento, fundamentadas pela avaliação criteriosa de analistas certificados, não se pode antecipar o comportamento dos mercados com exatidão. Padrões, histórico e análise de retornos passados não garantem rentabilidade futura. Todo investimento financeiro, em maior ou menor grau, embute riscos, que podem ser mitigados, mas não eliminados. A Empiricus Research alerta para que nunca sejam alocados em renda variável aqueles recursos destinados às despesas imediatas ou de emergência, bem como valores que comprometam o patrimônio do assinante. Os destinatários dos relatórios devem, portanto, desenvolver as suas próprias avaliações.

A Empiricus Research faz parte do grupo Empiricus, pertencendo ao Grupo BTG Pactual, motivo pelo qual existe potencial conflito de interesses em suas manifestações sobre o Grupo. A união de forças para a criação do grupo Empiricus objetiva propiciar uma melhor experiência ao investidor pessoa física. Toda relação dentro do grupo é pautada na transparência e na independência, respeitando a completa segregação entre as atividades de análise de valores mobiliários e de administração de carteiras de valores mobiliários, visando à preservação da imparcialidade da Empiricus Research. Todo o material está protegido pela Lei de Direitos Autorais e é de uso exclusivo de seu destinatário, sendo vedada a sua reprodução ou distribuição, seja no todo ou em parte, sem prévia e expressa autorização da Empiricus Research, sob pena de sanções nas esferas cível e criminal.

