

Carteira de Dividendos: novembro 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
Telefônica – Vivo (VIVT3).....	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

Cadê o ajuste? Essa é a pergunta que não sai da cabeça da grande maioria dos investidores brasileiros, mas antes precisamos dar o contexto.

Não é novidade para ninguém que o mercado segue cético com a postura fiscal do governo. No entanto, as urnas trouxeram uma ponta de esperança nas últimas semanas. Isso porque, já no primeiro turno, as eleições municipais mostraram uma grande vitória dos partidos de direita e centro-direita, o que também significa uma derrota para o governo.

E se ele quiser voltar a ganhar apoio, mirando em 2026, terá de caminhar um pouco mais ao centro, o que deveria ter implicações positivas para o fiscal.

Na verdade, logo após o primeiro turno já começamos a ver declarações de alguns membros do próprio governo sobre a necessidade de uma revisão mais profunda dos gastos, o que até animou o mercado em um primeiro momento.

No entanto, a equipe econômica parece estar tendo dificuldades em convencer o Presidente Lula sobre o assunto, e mesmo que Fernando Haddad e Simone Tebet falem que o governo está preparando um corte importante, o mercado parece ter se cansado das promessas e agora quer ver um ajuste de fato.

Enquanto ele não chega, o mercado permanece cético, e isso pesou nos ativos em outubro. O Ibovespa caiu, os juros subiram e o dólar atingiu novas máximas. Ao mesmo tempo, o Relatório Focus segue mostrando desancoragem da inflação, também reflexo de todo esse ceticismo.

A parte boa é que as eleições já ficaram para trás, o receio do governo de perder votos com alguma medida impopular também, e com isso aumentam as chances de finalmente vermos o tão esperado ajuste.

Sim, pode ser que ele não venha e a Bolsa continue na lenga-lenga que temos visto nos últimos meses. Mas é sempre importante lembrar que carregamos empresas boas, baratas e pagadoras de dividendos na carteira, o que também significa que elas conseguem entregar boa rentabilidade mesmo em períodos difíceis.

Prova disso foi a valorização do nosso portfólio em outubro, mesmo com um desempenho ruim do Ibovespa.

Por outro lado, se finalmente começarmos a ver sinalizações fiscais positivas, entendemos que há espaço para uma reprecificação importante dos ativos brasileiros, cenário no qual a nossa carteira e também deve se aproveitar.

Ticker	Outubro/24 (%)
CYRE3	+5,9%
PSSA3	+4,6%
B3SA3	-0,8%
ELET6	-3,4%
GGBR4	-4,2%
Retorno da Carteira	+0,4%

Em outubro, o destaque negativo foi Gerdau (GGBR4), devolvendo parte dos ganhos do mês anterior, mas com valuations que nos parecem bastante assimétricos. Por outro lado, os destaques positivos foram Porto Seguro (PSSA3), que segue ganhando a confiança do mercado com os novos segmentos de atuação, e Cyrela, que mostrou uma prévia do 3T24 muito forte, mesmo diante de uma conjuntura macro difícil.

Aliás, aproveitamos o bom desempenho de CYRE3 para realizar uma troca pelas ações da Telefônica Brasil - Vivo (VIVT3), que tiveram um mês ruim e nos parecem bastante atrativas nos preços atuais.

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

- Gerdau (GGBR4)
- Eletrobras (ELET6)
- Telefônica - Vivo (VIVT3)
- Porto Seguro (PSSA3)
- B3 (B3SA3)

A mudança proposta para o mês é a retirada de Cyrela (CYRE3) e a entrada de Telefônica Brasil - Vivo (VIVT3). Na média, o DY estimado desta carteira para 2025 é de 6,4%.

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%	-0,3%	0,4%			-2,7%	18,2%
	Ibovespa	-4,8%	1,0%	-0,7%	-1,7%	-3,0%	1,5%	3,0%	6,5%	-3,1%	-1,6%			-3,3%	14,7%

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.

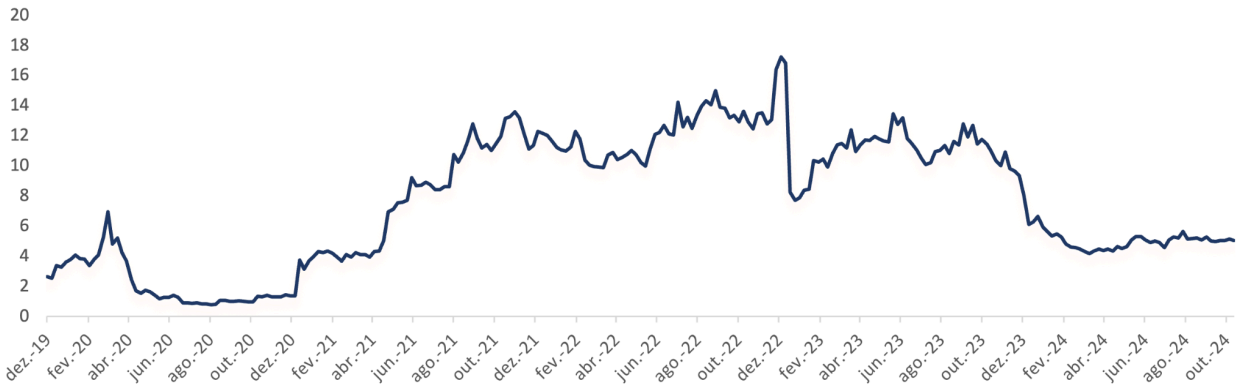


Companhia	Gerdau
Ticker	GGBR4
Valor de Mercado	R\$ 38,3 bi
Liquidez Média Diária	R\$ 224,6 mi
Preço/Ação	R\$ 18,30
P/L (25E)	6,4x
EV/Ebitda (25E)	4x
DY (25E)	5,7%
Performance (YTD)	-5,2%

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: GGB4

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 de ter um braço de comercialização/trading que tem ganhado cada vez mais importância após a privatização.

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.

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



Companhia	Eletrobras
Ticker	ELET6
Valor de Mercado	R\$ 88,8 bi
Liquidez Média Diária	R\$ 39,2 mi
Preço/Ação	R\$ 42,21
P/L (25E)	9,5x
EV/Ebitda (25E)	5,7x
DY (25E)	3,9%
Performance (YTD)	-6,1%

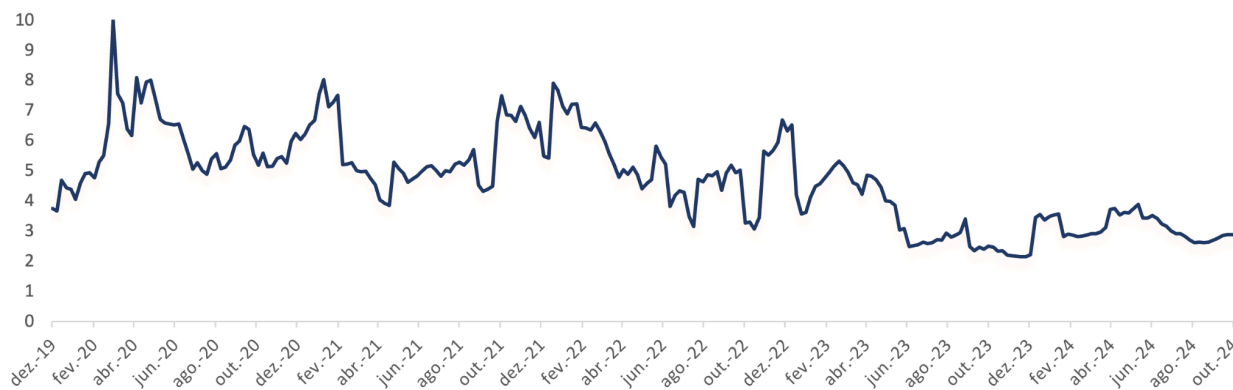
média, e eventos climáticos que têm deixado o mercado um pouco mais otimista com relação aos preços de energia.

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 5,7 vezes seu valor da firma sobre o Ebitda (EV/Ebitda) para 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.

Telefônica – Vivo (VIVT3)

A Telefônica Brasil (VIVT3) é a maior companhia do segmento de telecomunicações do Brasil, com um histórico operacional mais longo e eficiente que suas rivais.

O setor, que durante muito tempo ficou praticamente estagnado, crescendo abaixo da inflação, agora conta com novas avenidas importantes de expansão, especialmente nos segmentos de fibra e 5G.

Para aproveitar essas novas avenidas, a Vivo investiu pesado nos últimos anos, o que comprometeu um pouco sua geração de caixa e capacidade de pagar dividendos. Mas, a nossa expectativa de redução de Capex começou a se confirmar, o que tem resultado em um aumento gradual na distribuição de proventos e, quem sabe, pode permitir a companhia voltar a ser uma das melhores pagadoras de dividendos da Bolsa nos próximos trimestres.

Com relação ao desempenho operacional, a companhia tem conseguido mostrar boa expansão de Ebitda, ajudada pelas novas avenidas de crescimento mencionadas e controle dos gastos, além de boa capacidade de repasse de preços e baixo churn (cancelamentos). Além disso, os serviços legados (principalmente voz fixa) estão cada vez menores e, em breve, deixarão de ser um peso para os resultados.

Em breve a companhia começará a se aproveitar da mudança do regime dos serviços fixos de concessão para autorização, o que trará grandes benefícios. A própria Vivo estima economias anuais da ordem de R\$ 1 bilhão com a eliminação das obrigações de capex, descomissionamento da rede de cobre, entre outros, o que possibilitaria o



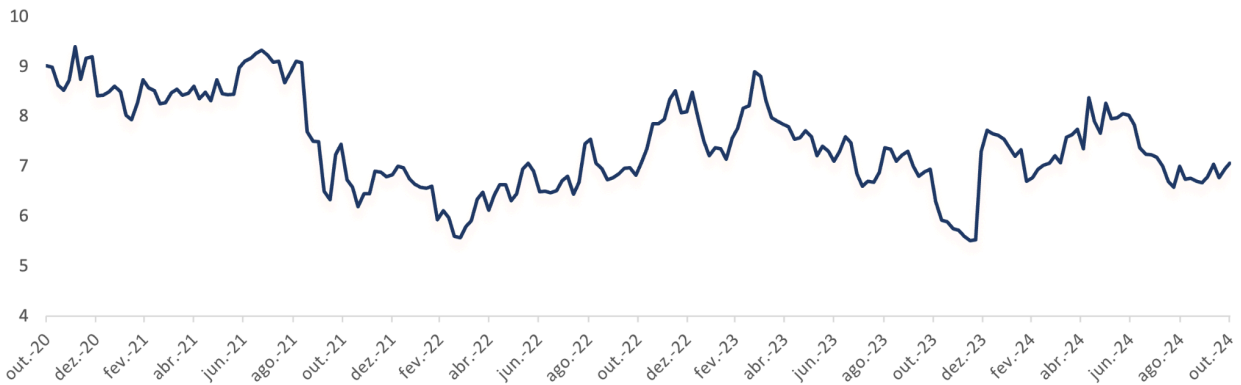
Companhia	Telefônica – Vivo
Ticker	VIVT3
Valor de Mercado	R\$ 87,0 bi
Liquidez Média Diária	R\$ 117,3 mi
Preço/Ação	R\$52,64
P/L (25E)	12,5x
EV/Ebitda (25E)	4,1x
DY (25E)	8,5%
Performance (YTD)	+2,7%

aumento dos proventos e foco nos segmentos 5G e fibra, que possuem ótimos potenciais de retorno.

Por apenas 4 vezes EV/Ebitda e dividend yield de 7% esperados para 2025, a Vivo faz parte da nossa carteira focada em dividendos.

DY: VIVT3

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, boa parte do mercado está desanimada com 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 no segmento auto e não esteja considerando outras avenidas que vem mostrando ótimo desempenho.

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.

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 têm rentabilidade elevada e vêm mostrando ótimo crescimento, amenizando o momento mais desafiador para frotas.



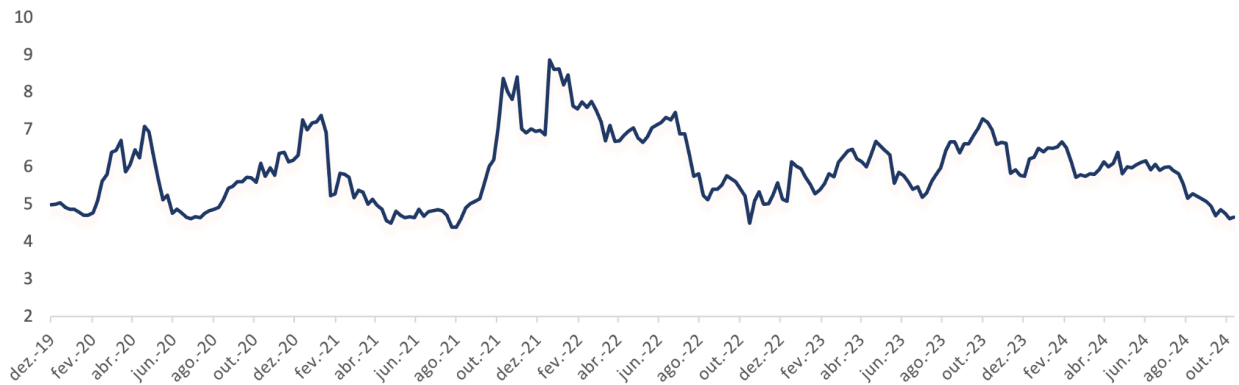
Companhia	Porto Seguro
Ticker	PSSA3
Valor de Mercado	R\$ 24,7 bi
Liquidez Média Diária	R\$ 81,1mi
Preço/Ação	R\$ 38,15
P/L (25E)	8,6x
EV/Ebit (25E)	8,6x
DY (25E)	5,5%
Performance (YTD)	+37,4%

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.

Em termos de valuation, a Porto Seguro negocia por apenas 9x 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.

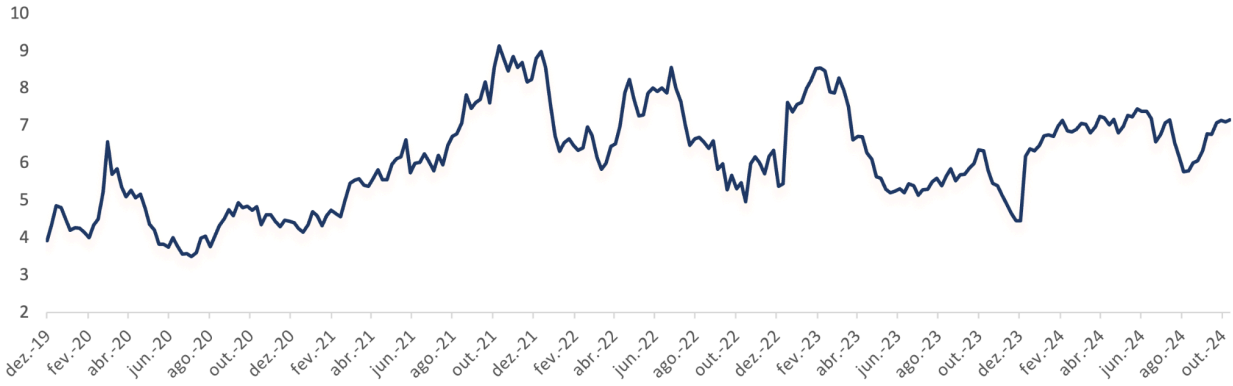
Além disso, enxergamos um valuation atrativo nesse momento. A ação está atrás de outros nomes relacionados ao "financial deepening". Sob a ótica dos múltiplos, B3SA3 negocia a 13x seu lucro estimado para 2024, o que nos parece atrativo diante do múltiplo médio de 19x nos últimos 5 anos.



Companhia	B3
Ticker	B3SA3
Valor de Mercado	R\$ 57,6 bi
Liquidez Média Diária	R\$ 369,8 mi
Preço/Ação	R\$ 10,62
P/L (25E)	11,3x
EV/Ebitda (25E)	7,2x
DY (25E)	8,7%
Performance (YTD)	-24,5%

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	30/12/2024	0,308	0,262	JCP	0,991445
	21/03/2024	30/12/2024	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	04/01/2024	0,12	0,12	Dividendo	0,995761
VIVT3	27/12/2023	23/04/2024	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
	27/03/2024	05/04/2024	0,05	0,04	JCP	0,995592
B3SA3	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
	25/09/2024	07/10/2024	0,04	0,04	Dividendo	0,996869
	25/09/2024	07/10/2024	0,06	0,05	JCP	0,994628

GGBR4	04/03/2024	12/03/2024	0,10	0,10	Dividendo	0,995542
	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
	30/09/2024	A definir	0,41	0,35	JCP	0,988756
DIRR3	18/09/2024	16/01/2025	0,46	0,46	Dividendo	0,992542

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.

