

CARTEIRA DE DIVIDENDOS

METODOLOGIA

Carteira composta por ações de empresas pagadoras de dividendos, negociadas a múltiplos atraentes, que tem como objetivo superar o desempenho do Índice de Dividendos (IDIV). Empresas selecionadas a partir de perspectivas de crescimento de lucros acima da média do mercado, sólido balanço financeiro e, preferencialmente, com geração de caixa recorrente e elevada governança corporativa.

 Cenário Macroeconômico

Victor Candido

**» Introdução**

A política continua como o tema central do país. Estamos no começo da campanha de rádio e TV, onde todos imaginam que o cenário que deverá sair do primeiro turno irá começar a desenhar-se com linhas mais fortes. Ao mesmo tempo se acredita no impedimento da campanha de Lula por parte do TSE. No cenário sem o líder petista, Bolsonaro lidera com folga, enquanto Marina segue em segundo, e Ciro, Alckmin e Haddad seguem respectivamente atrás e até mesmo empatados, dependendo do instituto que fez a pesquisa.

Ainda no Brasil, vale destacar que o cenário macro, retornou a mediocridade que vinha apresentando ao longo do ano, indicadores de alta frequência de atividade, como produção industrial, serviços e varejo, indicam em conjunto com o índice de atividade do Banco Central, que a economia já absorveu quase que completamente o choque de oferta causado pela greve dos caminhoneiros. O grande ponto negativo é o fato de o governo de Michel Temer parecer ter jogado a toalha no tocante ao fiscal, o governo aprovou o aumento do judiciário e desistiu do congelamento ao reajuste do funcionalismo público.

Lá fora, o noticiário segue binário, céu de brigadeiro para uns, turbulência total para outros. A economia americana continua forte, o robusto crescimento de 4,1%, anualizado, foi revisto para 4,2%, confirmando que a economia americana está em um ritmo acelerado. Ao mesmo tempo, turbulência total para emergentes que continuam sofrendo com a gradual redução da liquidez global.

Por último trazemos um estudo sobre diferentes cenários para o real pós-eleições e levando em consideração diferentes cenários para o ambiente externo de emergentes.

Cenário Macroeconômico

CENÁRIO INTERNACIONAL

- Guerra comercial; e emergentes no radar;
- Economia americana segue forte;
- Dólar segue em alta, e bolsas de EUA e Europa mostram divergência.

» Comentários...

No último mês, o dólar se fortaleceu frente a seus principais pares pelo 5º mês consecutivo. No ano, sobe 6,7%. Frente a emergentes, a moeda dos EUA também segue forte. Em relação às bolsas, vimos movimentos distintos: nos EUA, o índice S&P 500 subiu 3,0%; na Europa, o índice Stoxx 600 recuou 2,3%. No ano, enquanto o 1º sobe 8,5%, o 2º recua 1,8%. Em parte, deve-se ainda ao ritmo diferente destas economias. A volatilidade ficou estável em agosto; e os juros de 10 anos nos EUA – ativo que é uma referência global – também não teve grandes alterações, ao redor de 2,86%. Vale notar: a demanda por ativos seguros, em meio às incertezas globais, como a “guerra comercial”, tem ainda aumentado nos últimos meses.

Os EUA seguem -- ao menos no curto prazo -- bem aquecidos. Dados dos mais diversos setores, também apontam para uma economia em ritmo forte. No 2º trimestre, o país cresceu 4,2% (t/t, anualizado), acima do esperado pelos economistas. É verdade que este ritmo não se sustentará à frente, mas isto -- por ora -- não é motivo de preocupação. Aliás, o Fed já salientou que a inflação deve continuar em viés altista, e pode ficar acima da meta de 2,0% por algum tempo.

Entre os riscos de curto/médio prazo, vale destacar a questão comercial. Afinal, investidores se tornam cada vez mais céticos e com menor apetite para risco. Novas ameaças de Donald Trump, e possíveis retaliações de outros países, seguem sendo motivos de preocupação. No final do mês, representantes dos EUA e China se reuniram para dar continuidade às conversas comerciais. O resultado, entretanto, foi pouco animador, aumentando as tensões. Por enquanto, a escalada da “guerra comercial” tem afetado mais a China de forma particular. Até o momento, os EUA sobretaxaram US\$ 50 bilhões em produtos chineses, com Pequim retaliando na mesma medida (é claro!).

Por fim, falaremos dos emergentes., que seguem pressionados após crise da Turquia, e também Argentina. Na Turquia, a crise é reflexo da indisciplina fiscal e um balanço de pagamentos fragilizado. Existe uma exposição dos bancos europeus, financiadores do governo e das empresas turcas. A situação piorou após Turquia se recusar em libertar o pastor norte americano acusado de espionagem no país. Em retaliação, Trump anunciou novas tarifas sobre os produtos turcos importados. Por consequência, mercados emergentes reagiram de forma mais negativa. Na Argentina, o governo anunciou novas medidas para acelerar a redução de seu déficit fiscal e conter os riscos financeiros do país. Dentre os destaques, o BC argentino elevou sua taxa de juros de 45% para 60%. Mais: o governo ainda solicitou para o Fundo Monetário Internacional (FMI) acelerar os empréstimos previstos no pacote de ajuda financeira.

E agora?

O exterior tende a continuar desafiador para os países emergentes; e o dólar mantém algum viés de alta no curto prazo, em meio as crescentes tensões comerciais e erupção de problemas envolvendo emergentes (Turquia e Argentina, em especial). É neste contexto, que também continuamos mais cautelosos em nossas perspectivas locais..

Cenário Macroeconômico

CENÁRIO BRASIL

- *Front* político continua altamente instável;
- Deterioração macro continua e coloca a velocidade da recuperação em cheque;
- Mercado entrou de vez no modo de alta volatilidade.

» Comentários...

Os mercados locais tiveram um agosto agitado, com muita volatilidade. O mercado tem respondido de forma binária aos resultados das pesquisas eleitorais. O que indica a não existência de nenhum tipo e consenso por parte dos agentes, de quem poderá vencer o pleito eleitoral, ou pelo menos quem serão os dois integrantes de um, muito provável, segundo turno. Amplificando a incerteza interna, temos a externa. Uma crise de emergentes, advinda das novas restrições globais de liquidez, parece estar se desenhando e o real é a terceira moeda que mais perdeu valor em 2018.

Começamos pela política. Os peões já estão todos no tabuleiro. As candidaturas já foram registradas e o mistério de quem seria vice de quem, também acabou. Geraldo Alckmin foi quem conseguiu a melhor vice, a senadora Ana Amélia do PP do RS. Ela vem de uma região onde Alckmin é pouco conhecido (check), ela é mulher (check) e tem ficha limpa (check). Além de cristalizar o apoio do PP, partido importante, de grande bancada. Apesar da chapa de peso, alianças amplas e enorme tempo de TV, Alckmin não ganhou ou perdeu nas pesquisas. Seu trunfo e grande aposta será na propaganda eleitoral obrigatória.

Alckmin ainda não mostrou tração para garantir uma ida ao segundo turno. Por enquanto, as pesquisas mostram Marina Silva e Jair Bolsonaro, obviamente em um cenário sem o ex-Presidente Lula. Haddad tem ganhado tração...

No *front* macro, vimos uma “normalização” de alguns indicadores, pós-greve dos caminhoneiros. O que espantou o medo de uma recessão no segundo trimestre do ano. Porém o PIB do segundo trimestre indica que a economia está perdendo fôlego, em comparação com o primeiro trimestre do ano o crescimento foi de 0,2% e em comparação com o mesmo período de 2017, foi de 1,0%. O destaque negativo pelo lado da oferta, fica com a agropecuária que não cresceu no trimestres e até mesmo mostrou recuo em relação ao mesmo período ao ano anterior (-0,4%) e com a indústria que encolheu 0,6% no trimestre (efeitos da paralisações). E do lado da oferta o investimento caiu 1,8%, apesar de na comparação anual ter crescido 3,7%.

Ainda na esteira do PIB, o IBGE revisou os dados do primeiro trimestre, o crescimento de 0,4% foi revisto para 0,1%, enquanto o crescimento do PIB no quatro trimestre de 2017 também sofreu revisão negativa e ficou em zero. Somando-se ao crescimento do segundo trimestre essas revisões, além da incerteza eleitoral, não seria surpreendente um crescimento de 1% ou até menos em 2018.

Com isso, o resultado do PIB do 2T18 novamente aponta para um ritmo mais lento de recuperação econômica. Em que pese o fato de boa parte dos setores ter sentido os efeitos da crise dos caminhoneiros de maio, fatores negativos presentes no segundo trimestre devem persistir e até se acentuar no restante do ano.

Outro fator de risco vem do câmbio, o real, está acima de R\$ 4,10 por dólar. O que nos modelos do Banco Central, disponíveis no último relatório trimestral de inflação, indicam uma inflação dentro da meta de 2019. O mercado precifica até janeiro de 2019 pelo menos duas elevações de 0,25p.p da Selic.

A vitória de um candidato comprometido e com real capacidade de implementar as reformas necessárias, poderia inverter o cenário de deterioração atual.

Cenário Macroeconômico

» Câmbio: até onde vai?

O real tem sofrido bastante desde o começo do ano. A desvalorização ultrapassa os 20%. Porém o sofrimento não é sozinho, outras nações emergentes têm tido desvalorizações similares e alguns casos extremos o movimento negativo supera os 30% (Turquia) e até mesmo os 50% (Argentina).

Além do fato que o dólar tem se fortalecido frente as demais moedas globais, com o fim do processo de afrouxamento monetário pelo FED em conjunto com o robusto crescimento dos Estados Unidos.

Somando-se a todos esses fatores externos temos um doméstico complicado. Nossa situação fiscal é crítica e dependerá enormemente do incerto resultado eleitoral.

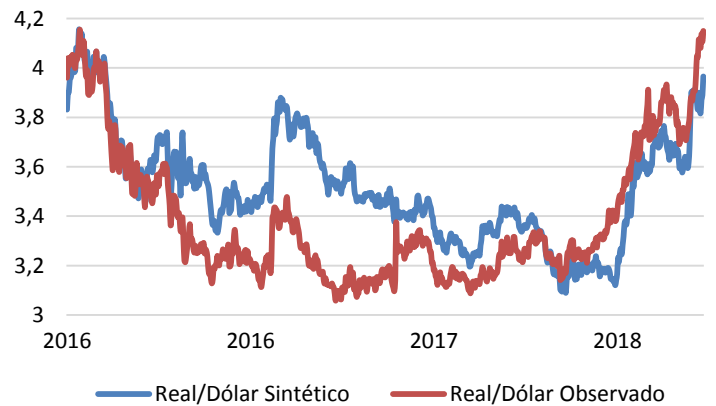
Logo existem dois vetores que determinam o valor do real, o externo e o interno. Usando a técnica de análise exploratório de fatores, conseguimos tirar 4 fatores comuns que explicam os movimentos cambiais de mais de 30 países que usam o sistema de câmbio flutuante e que também são economias relevantes. Aqui nos apoiamos na metodologia presente em Rossi (2014).

Após obtermos esses fatores, podemos estimar o quanto eles explicam individualmente o movimento do real. A diferença entre a taxa de câmbio sintética com a taxa real, é o resíduo doméstico. Isto é, o resíduo doméstico é o efeito que fatores inerentes apenas a economia brasileira exercem sobre o nosso câmbio, tais como incerteza eleitoral, fraco desempenho econômico, fluxos de comércio e etc...

Logo conseguimos medir os efeitos lá de fora e os daqui de dentro sobre a cotação do real.

O próximo gráfico traz o real sintético (leva em consideração apenas os fatores externos), e o real observado. A diferença entre as duas linhas é o fator doméstico.

Real/Dólar - Observado Vs. Sintético



Fonte: Bloomberg; Elaboração: Guide Investimentos

Note que quando a linha azul está abaixo da vermelha, quer dizer que fatores domésticos estão amplificando o movimento de depreciação. Já em momentos que a linha vermelha está abaixo da azul, fatores domésticos estão amplificando a valorização. Por exemplo, note que após o impeachment a linha vermelha fica abaixo da azul, sinalizando um choque positivo no câmbio

A vantagem desse modelo é que ele nos permite fazer inferências sobre o resíduo, que é composto de componentes domésticos. Então conseguimos normalizar e ver como esse resíduo tem se comportado ao longo do tempo. E inclusive ver o nível que ele chegou em momentos de grande estresse cambial, como 2002 (eleição do Lula), 2015 (pico da crise), 2016 (choque do impeachment) e agora.

O gráfico abaixo mostra o comportamento do resíduo, após normalização (janeiro2001 = 100), ao longo dos últimos 17 anos. Quando o resíduo é positivo, quer dizer que o ambiente doméstico está colaborando para a apreciação do real. Quando negativo, o doméstico está ajudando na depreciação.



Elaboração: Guide Investimentos

Cenário Macroeconômico

» Câmbio até você vai

Com base no ruído normalizado do último gráfico, podemos então fazer o seguinte exercício de inferência: nos choques passados, tentar estimar o impacto da vitória de algum candidato, sobre o câmbio.

Essas hipóteses são construídas com bases nos choques de 2002 e 2016 que estão presentes no gráfico anterior. Usaremos 3 cenários, onde calculamos cenários para os seguintes candidatos: (1) Alckmin; (2) Haddad e (3) Bolsonaro.

Antes de discutir as hipóteses individuais para cada candidato, é preciso fazer um exercício imaginativo ainda mais difícil, que é supor o efeito que os movimentos cambiais globais possuem sobre o real. Essas hipóteses são comuns nos 3 cenários para cada candidato: (1) O cenário global continua com o mesmo efeito sobre o real que ele tem tido hoje (31/08), (2) o cenário global alivia e traz uma apreciação de 10% sobre o componente mundial e (3) o global piora e traz uma depreciação de 10% sobre o componente mundial.

Também é importante frisar que o modelo tem grande imprecisão na dinâmica temporal, ou seja, é bastante difícil precisar em quanto tempo os valores estimados poderiam ser alcançados.

Para Fernando Haddad vamos usar o mesmo impacto que a eleição de Lula teve sobre o câmbio, um choque de -297 pontos em outubro de 2002. Logo após a eleição de Lula. Naquele momento existia enorme preocupação com a fragilidade da economia brasileira, que se recuperava de 3 crises recentes (a maxi desvalorização do real em 99, a crise argentina e apagão em 2001), além de estar com inflação elevada e a enorme desconfiança que o mercado e os setores produtivos tinham sobre o ex-presidente Lula.

Haddad carrega as mesmas dúvidas que pairavam sobre Lula. Fará as reformas ou irá guinar fortemente a esquerda? Além do fato do país também estar saindo de uma profunda recessão e ter um problema estrutural gravíssimo, que é o descontrole fiscal. Haddad não apresentou nenhuma proposta por enquanto em relação a solução do problema fiscal. Dos 3 candidatos que analisamos, ele é de longe a maior incógnita em termos de política econômica.

Para Geraldo Alckmin, visto como o mais reformista e capaz de tomar as medidas necessárias para o reequilíbrio fiscal, usamos o choque positivo que foi o impeachment em 2016. Naquele momento o país parecia à deriva política e econômica e a equipe econômica recém chegada, capitaneada por Meirelles estava comprometida com o ajuste fiscal.

O choque do impeachment produz um impacto positivo de 237 pontos, e que trouxe o real para próximo de R\$3,20.

Por último, Bolsonaro, um exercício difícil, apesar do candidato ter declarado estar comprometido com uma agenda econômica de cunho liberal e disposto a fazer as reformas fiscais tão necessárias (tributária e da previdência), além de ter como o seu homem forte da economia, Paulo Guedes (liberal de carteirinha formado pela Universidade de Chicago).

Mas será que Bolsonaro, filiado ao nanico PSL, terá o mínimo de apoio político necessário para seguir em frente com as reformas?

Bolsonaro, pelo menos no histórico, não é um liberal, na média sempre votou contra medidas de cunho liberal na Câmara. E muitas vezes teve discursos nacionalistas, pedindo nacionalizações e intervenção do Estado na exploração de recursos minerais.

Por enquanto, preferimos dar o benefício da dúvida ao candidato, logo, na hipótese damos uma pontuação neutra para o mesmo.

Os resultados estão na tabela abaixo, para cada candidato, variando de acordo com as hipóteses para os movimentos globais do câmbio.

Candidato	Cenário 1	Cenário 2	Cenário 3
	Externo igual	Externo alivia 10%	Externo piora 10%
Haddad	R\$ 4.64	R\$ 4.24	R\$ 5.04
Alckmin	R\$ 3.45	R\$ 3.05	R\$ 3.85
Bolsonaro	R\$ 3.97	R\$ 3.57	R\$ 4.36

Elaboração: Guide Investimentos

Os resultados são bem interessantes, no melhor cenário da tabela, com Alckmin e o impulso positivo do resto do mundo, o câmbio poderia ir para R\$ 3,05 e no pior cenário com Haddad e uma piora global para os R\$ 5,04.

Bolsonaro, como já dito tem efeito doméstico nulo (por hipótese), fica apenas a cargo das variações globais, e no melhor cenário tem um câmbio de R\$3,57. Mas caso ele consiga apoio político-partidário amplo e dar andamento as reformas, o seu efeito poderia se tornar mais próximo daquele projeto para Alckmin.

Porém é importante notar o tamanho do fator global, que em caso de piora, mesmo com a vitória de Alckmin, poderia ainda manter o câmbio em patamar bastante elevado.

Performance

» Sobre a carteira recomendada:

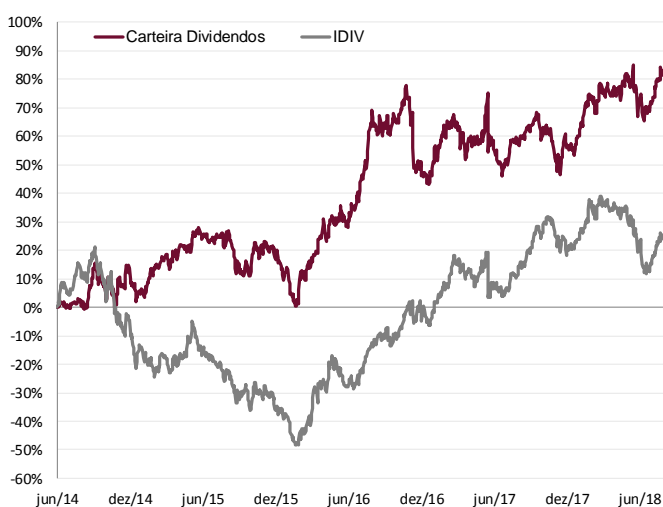
Em Agosto, a carteira de Dividendos apresentou um desempenho positivo, superando o índice de referência (IDIV). Do lado positivo, ressaltamos a forte performance -- mais uma vez -- da IRB Brasil reflexo: (i) da característica mais resiliente, em um contexto mais negativo para ativos de risco; (ii) dados operacionais mais fortes no 2º tri; e (iii) valorização do dólar. Do lado negativo, destaque para Comgás.

No mês, a Carteira de Dividendos apresentou uma alta de 4,3%, enquanto o índice de Dividendos (IDIV) recuou 3,7% no mesmo período. No ano, permanecemos a frente do índice. Enquanto nosso portfólio detém alta de 17,6%, o IDIV segue próximo da estabilidade.

Peso	Ticker	Empresa	Yield (2018E)	Var.	Contr.
20%	IRBR3	IRB Brasil Re	5,0%	11,3%	2,3%
10%	ENGI3	Engie	10,5%	17,7%	1,8%
20%	BRKM5	Braskem	3,1%	8,2%	1,6%
20%	TAE11	Taesa	10,8%	1,8%	0,4%
10%	VALE3	Vale	4,8%	0,6%	0,1%
10%	BRSR6	Banrisul	7,1%	-5,6%	-0,6%
10%	CGAS5	Comgás	6,9%	-12,3%	-1,2%

	Agosto	2018	12M	Início
Carteira	4,3%	17,6%	16,7%	88,5%
IDIV	-3,7%	-3,8%	0,3%	19,3%
Diferença	8,0%	21,4%	16,4%	69,2%

Desempenho acumulado
Desde o início (02/01/2014)



Fonte: Bloomberg; BM&FBovespa. Elaboração: Guide Investimentos

Para Setembro

Para o mês de Setembro, optamos por não adicionar nenhum ativo em nosso portfólio. Entretanto, rebalanceamos nossa carteira. Dessa forma, reduzimos participação da Braskem, que pode ficar mais volátil em meio a conclusão das negociações envolvendo a venda do controle; e aumentamos a relevância de Engie no portfólio (ativo considerado mais defensivo).

Com relação à carteira, as nossas premissas para a escolha de ativos seguem as mesmas. Continuamos procurando empresas: (i) sólidas e com ótima administração; (ii) geração de caixa expressiva; (iii) negócios mais resilientes e (iv) com alto poder de repasse de preços.

A taxa de dividendo anual (*dividend yield*) estimado para a carteira para os próximos 12 meses está por volta de 6,5%.

Peso	Ticker	Empresa	Alterações
10%	BRKM5	Braskem	(-)
10%	CGAS5	Comgás	=
20%	ENGI3	Engie	(+)
20%	IRBR3	IRB Brasil Re	=
10%	VALE3	Vale	=
10%	BRSR6	Banrisul	=
20%	TAE11	Taesa	=

Saiu	Entrou
-	-



Comentários e Recomendações

Banrisul (BRSR6)

O banco continua a entregar um sólido ROE (14,9% no 2T18), e deve se beneficiar nas melhorias nos custos de créditos. O Banrisul opera com robusto caixa livre, confortável Basiléia, diversificação de ativos, e custo de funding competitivo. Vale destacar a atuação do management, que tem priorizado liquidez, desalavancagem e seletividade da carteira de crédito.

Olhando para frente, a melhora da economia e as taxa de juros em níveis mais baixos devem contribuir para impulsionar a demanda por crédito, beneficiando a retomada do crescimento da carteira de crédito, além de inverter a dinâmica de deterioração da qualidade da carteira de crédito. Esperamos uma aceleração mais intensa na carteira de crédito do banco no 2S18. O Banrisul tem apresentado esforços significativos na redução dos seus custos e deve apresentar melhores resultados nos próximos trimestres.

É neste contexto, que seguimos otimistas quanto a distribuição de proventos do Banco nos próximos meses. A taxa de dividendos é de 7,7% para os próximos 12 meses. Nos últimos anos, o pay-out médio foi de 40%, com tendência mantida para os anos seguintes.

Por fim, destacamos o valuation atrativo em que o banco é negociado: (i) P/L é de 5,4x (média do setor é de 7,6x); e (ii) P/VPA atual de 0,8x, sendo razoável este indicador alcançar 1,0x.

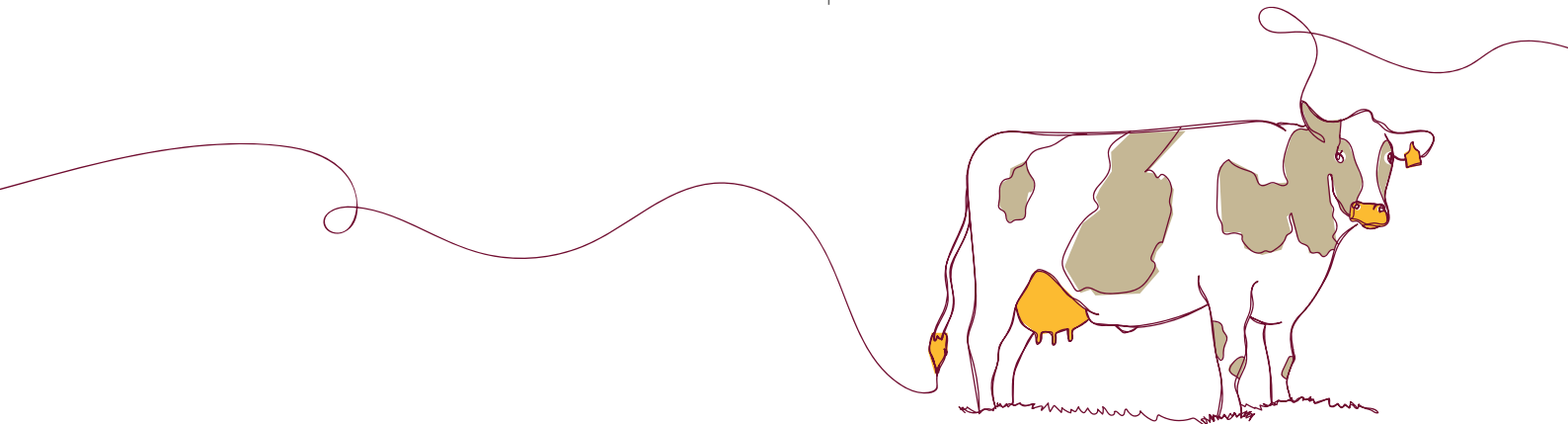
Braskem (BRKM5)

Braskem ocupa hoje a posição de liderança no setor petroquímico nacional e, apesar das oscilações nos preços do petróleo e das resinas, a Braskem conseguiu elevar sua margens e resultado operacional. Sendo assim, sustentamos nossa recomendação: (i) melhora da performance operacional observada nos últimos trimestres, mesmo diante da atividade econômica ainda fraca no Brasil (seu principal mercado); (ii) do contínuo ganho de eficiência; e (iii) perspectivas positivas para o 2S18 – com avanços das margens e redução do endividamento.

Destacamos os números operacionais mais fortes, com avanços nas margens operacionais e forte geração de caixa, impulsionado: (i) pelo maior volume de vendas no México em função da conclusão do ramp-up do complexo; (ii) pelos maiores spreads no mercado internacional de químicos na Europa e no México; (iii) pela expansão de capacidade e aumento no volume de vendas nas unidades dos EUA e Europa; e (iv) pelo maior volume de vendas no mercado brasileiro e recordes nos volumes de produção dos principais químicos. A empresa também contou com um programa de redução de custos eficiente que melhorou a competitividade da Braskem. O índice de alavancagem financeira também segue em níveis confortáveis, próximo de 1,9x Dívida Líquida/Ebitda

Olhando para a frente, o management deve prosseguir com a estratégia de garantir eficiência operacional e maior geração de caixa operacional. Algo que deve também contribuir para a melhor distribuição de dividendos da Companhia. Com melhora na geração de caixa e, redução de seus investimentos, estimamos que a empresa pague dividendos mais elevados ao longo dos próximos anos. Para os próximos 12 meses projeta-se um *dividend yield* próximo de 3%, com perspectiva de forte crescimento.

Além disso, a conclusão das negociações envolvendo a venda do controle da Braskem deve destravar valor no curtíssimo prazo.





Comentários e Recomendações

Comgás (CGAS5)

A Comgás é uma distribuidora de gás natural canalizado do país. Possui uma rede de mais de 14 mil quilômetros, levando gás natural para mais de 1,7 milhão de consumidores nos segmentos residencial, comercial e industrial, em 88 municípios do estado. Sua área de concessão abriga cerca de 26% do Produto Interno Bruto do país.

No último resultado operacional da companhia, a Comgás apresentou resultados sólidos, com forte geração de caixa operacional, refletindo os melhores volumes no trimestre e a reajustes de tarifas, além da eficiências obtidas nas despesas operacionais. Seguimos otimistas com a Comgas, que segue apresentando resultados sólidos e recorrentes, colaborando na significativa melhora da estrutura de capital do grupo (Cosan) e impulsionando a distribuição de lucros aos acionistas. A empresa conta com fundamentos sólidos e, historicamente, tem apresentado resultados resilientes mesmo em cenários adversos.

Por fim, vale destacar a taxa atrativa de dividendos da Comgas, de 7,8% em 12 meses. Além de bons dividendos, a empresa apresenta riscos relativamente baixos e um índice de alavancagem financeira em patamares confortáveis (de 0,8x Dívida Líquida/Ebitda).

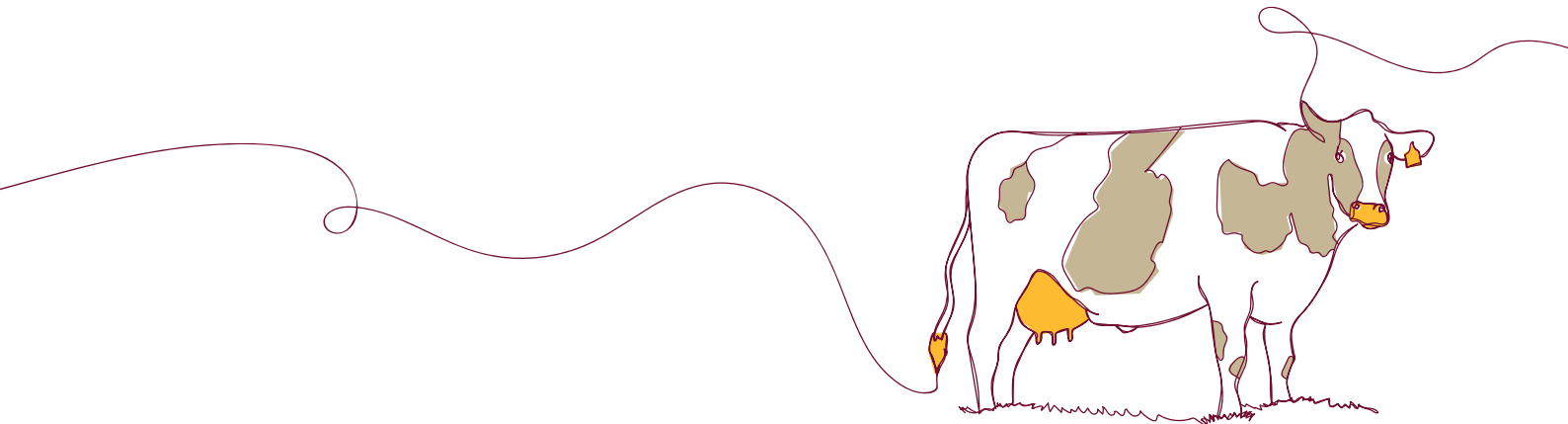
Engie (EGIE3)

A empresa segue melhorando sua estrutura de capital, investindo em energia contratada a fim de reduzir a volatilidade dos preços no segmento de geração. Além disso, vale destacar o dividend yield atrativo do ativo (próximo de 9% nos próximos 12 meses). Assim, sustentamos nossa recomendação: (i) uma das melhores administrações entre as empresas do setor elétrico; (ii) está bem posicionada contra o risco hídrico; e (iii) mantém ótima perspectiva de fluxo de dividendos.

A Engie se destaca por ser uma companhia com forte geração de caixa. A empresa ainda tem apresentado um crescimento expressivo no segmento de geração e transmissão (via aquisições), diversificando e aumentando a duração da sua carteira, e permanecendo ainda com um endividamento em patamares saudáveis (seu índice de alavancagem financeira atingiu próximo de 1,5x no 2T18).

Com relação a sua exposição ao risco hidrológico, destacamos que, no caso da Engie, cerca de 90% de sua garantia física vendida já está contratada em 2018. Assim, a empresa não deve sentir os efeitos de uma atividade econômica ainda fraca. Para 2019 já contratou mais de 90%. Vale ressaltar: a eficiente gestão do seu portfólio -- focada na diversificação e no equilíbrio entre as contratações de curto, médio e longo prazo -- minimizou o impacto mais negativo do GSF.

A melhora do ambiente regulatório também deve impactar positivamente os resultados da empresa. Do lado "macro", as perspectivas de recuperação da atividade econômica também devem impulsionar os volumes da companhia e podemos observar um avanço dos resultados e margens operacionais da Engie, após integração das aquisições. Nos parece um ótimo momento para a ação compor nosso seletivo portfólio.





Comentários e Recomendações

IRB Brasil (IRBR3)

Sustentamos nossa recomendação, em função: (i) da sólida estrutura acionária; (ii) posição dominante no mercado de resseguros brasileiros; (iii) forte desempenho no mercado de seguros nos últimos anos; e (iv) níveis confortáveis de liquidez e alavancagem financeira, o que permite manter o atual patamar de distribuição de dividendos/JCP.

O IRB Brasil tem apresentado números robustos, corroborando com nossa visão positiva para a empresa. Dentre eles: (i) aceleração mais forte dos prêmios, tanto no Brasil como no Exterior; (ii) melhora significativa do índice combinado, evidenciando o bom controle de custos, sinistros e retrocessões; e (iii) índice de sinistralidade em patamares confortáveis, sinalizando a eficiente gestão de riscos e boa precificação de prêmios. O retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) também têm surpreendido e atingiu 33% no 2T18.

Olhando para frente, o cenário de manutenção da taxa Selic também beneficia a empresa, uma vez que não deve mais pressionar os resultados financeiros de IRBR3. Assim, acreditamos que a IRB venha a apresentar um desempenho operacional acima de seus pares. A empresa segue, portanto, bem capitalizada e bem posicionada para executar os planos de longo prazo e entregar sólidos resultados.

Por fim, ainda ressaltamos alguns desinvestimentos que podem propiciar ganhos adicionais a IRB. A Companhia possui ainda diversas participações em shoppings centers, que foram adquiridas ao longo do tempo. Esses ativos, não considerados estratégicos, podem ser vendidos em algum momento, proporcionando ganhos relevantes para o IRB.

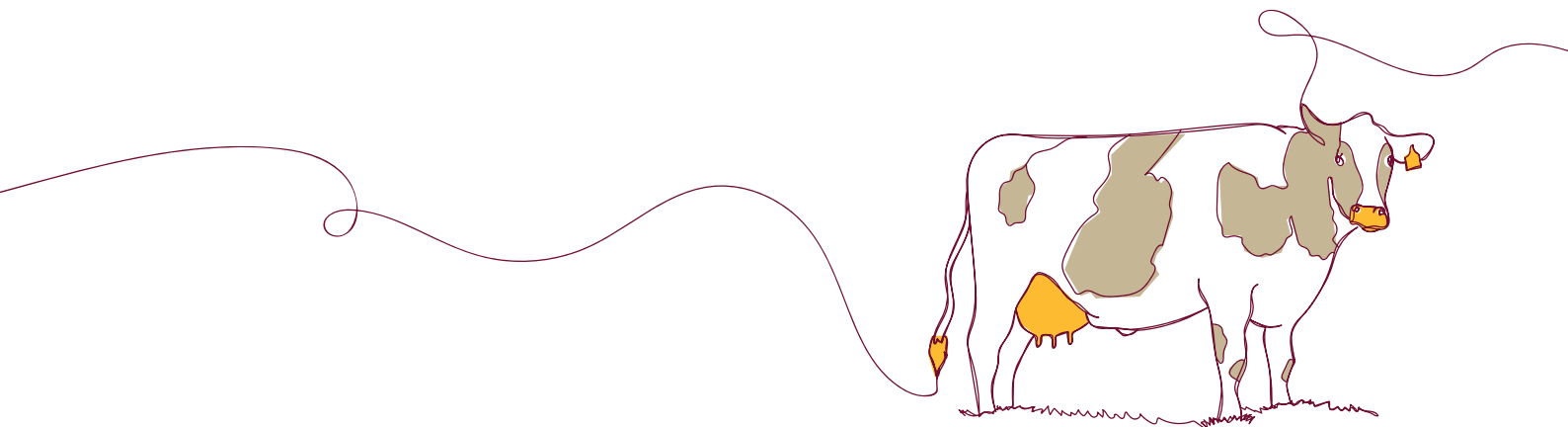
Taesa (TAEE11)

A Taesa compõe uma característica mais defensiva para nossa carteira. A empresa permanece com boa perspectiva de crescimento, com sólida execução das novas concessões, além do atrativo *dividend yield* que as ações estão sendo negociadas.

O baixo risco regulatório da Taesa, que possui contratos longos, com vencimento à partir de 2030, é outro ponto de destaque. A empresa historicamente reporta geração de caixa constantes e robustas, com margens bastante elevadas (margem EBITDA em torno de 85% - 90%). Adicionalmente, o histórico de disciplina de capital nos leilões e o alto rendimento de proventos (Payout médio acima de 90% nos últimos 10 anos) que a empresa apresenta nos deixam confortáveis com o caso de investimento. A empresa também tem reportado menores gastos financeiros, algo que impulsionou o lucro dos últimos períodos. Para os próximos 12 meses projeta-se um *dividend yield* próximo de 10%.

Recentemente, também temos comentado sobre a possibilidade da companhia participar de eventuais aquisições do setor (as oportunidades mais evidentes no momento referem-se aos ativos operacionais da Abengoa e Isolux, assim como potenciais desinvestimentos da Eletrobras no segmento de transmissão). A Taesa conta com um nível de endividamento relativamente baixo, algo que contribui para manter seus investimentos e realizar aquisição de outros ativos. Vemos um valor a ser destravado na Taesa em meio a essa estratégia de crescimento da companhia por meio de aquisição de novos ativos via leilões ou F&A.

Entre os riscos, destaca-se: (i) desenvolvimento dos novos projetos, que podem ter atrasos e custos acima do esperado; e (ii) demora no processo de integração de novos ativos operacionais adquiridos.





Comentários e Recomendações

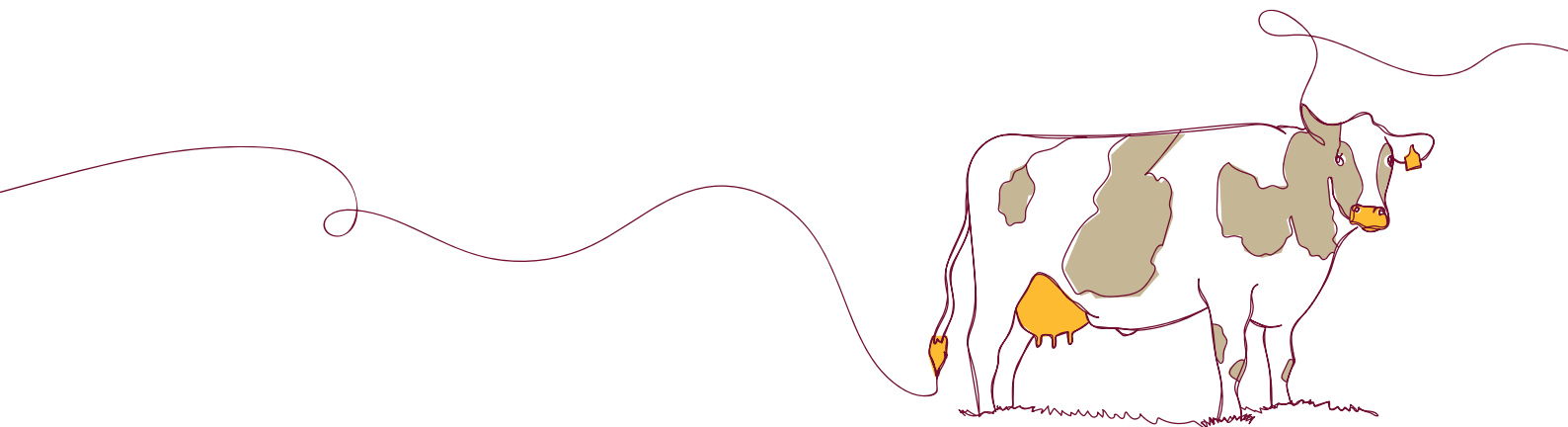
Vale (VALE3)

Seguimos otimistas com a companhia. Esperamos continuidade de números mais fortes da Vale em 2018, após: (i) preços justos do minério de ferro nos atuais patamares (entre US\$ 65-75/ton); e (ii) expectativa de maior geração de fluxo de caixa, com a estratégia de redução da alavancagem financeira e do custo de funding. A Vale tem se tornado mais enxuta, com uma maior eficiência, em termos de custo e alocação de capital, e menos alavancada.

Nos últimos resultados, a Vale tem reportado forte performance operacional, com crescimento na geração de caixa operacional, em meio aos maiores volumes de vendas de Minerais Ferrosos e Metais Básicos, além dos maiores preços de venda nos Metais Básicos. Ressaltamos ainda, a redução da alavancagem financeira. Observamos que a Vale permanece focada na maximização de suas margens e segue bem posicionada para gerenciar a produção e suas vendas de minério de baixa e/ou alta qualidade, de acordo com a demanda do mercado.

Além disso, ressaltamos o foco do management no controle de custos, além da contínua redução de capex e endividamento da Vale. Assim, os dividendos devem continuar aumentando como consequência dessa desalavancagem financeira e sólida geração de caixa. Ressaltamos ainda a nova política de distribuição de dividendos da mineradora, que permanece mais vantajosa para seus acionistas. O valor da remuneração será de 30% do EBITDA Ajustado menos Investimento Corrente apurados na demonstração do resultado do 1º semestre. Gostamos da medida, que deve reportar um dividend yield entre 5-6% em 12 meses.

Entre os riscos: (i) crescente tensão comercial envolvendo EUA e China. Isto é negativo para o comércio global, e pode pressionar ainda mais as commodities no mercado internacional.



CONTATOS

Conheça o nosso time de especialista da área de Investimentos.

ALINE SUN

Head da área de Investimentos

RENDA VARIÁVEL

research@guideinvestimentos.com.br



Luis Gustavo Pereira – CNPI
tavico@guideinvestimentos.com.br

RENDA FIXA

trade@guideinvestimentos.com.br

Bruno M. Carvalho
bmcarvalho@guideinvestimentos.com.br

Gabriel S. Santos
gssantos@guideinvestimentos.com.br

Ricardo Sitonio Maia
rmaia@guideinvestimentos.com.br

Thomaz Telechun da Silva Telles
ttelles@guideinvestimentos.com.br

FUNDOS

gestao.fundos@guideinvestimentos.com.br

Erick Scott Hood
eshood@guideinvestimentos.com.br

Leonardo Uram
luram@guideinvestimentos.com.br

David Rocha
dsrocha@guideinvestimentos.com.br

Rodrigo Fazzolari
rfazzolari@guideinvestimentos.com.br

TRADING

trade@guideinvestimentos.com.br

Luiz Augusto Ceravolo (Guto)
lceravolo@guideinvestimentos.com.br

Thiago Teixeira
tteixeira@guideinvestimentos.com.br

Guilherme Vasone
grocha@guideinvestimentos.com.br

EQUIPE ECONÔMICA

Ignácio Crespo Rey
irey@guideinvestimentos.com.br

Julia Bludeni
jbludeni@guideinvestimentos.com.br

Lucas Stefanini
lstefanini@guideinvestimentos.com.br

Rafael Passos
rpassos@guideinvestimentos.com.br

SALES

sales@guideinvestimentos.com.br

Cristiano Hajjar
chajjar@guideinvestimentos.com.br

Guilherme Diniz
gdiniz@guideinvestimentos.com.br

João Falconi
jfalconi@guideinvestimentos.com.br

Rodrigo Ramalho
rramalho@guideinvestimentos.com.br

"Este relatório foi elaborado pela Guide Investimentos S.A. Corretora de Valores, para uso exclusivo e intransferível de seu destinatário. Este relatório não pode ser reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Guide Investimentos S.A. Corretora de Valores. Este relatório é baseado em informações disponíveis ao público. As informações aqui contidas não representam garantia de veracidade das informações prestadas ou julgamento sobre a qualidade das mesmas e não devem ser consideradas como tal. Este relatório não representa uma oferta de compra ou venda ou solicitação de compra ou venda de qualquer ativo. Investir em ações envolve riscos. Este relatório não contém todas as informações relevantes sobre a Companhia citada. Sendo assim, o relatório não consiste e não deve ser visto como, uma representação ou garantia quanto à integridade, precisão e credibilidade da informação nele contida. Os destinatários devem, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias de investimentos. Os investimentos em ações ou em estratégias de derivativos de ações guardam volatilidade intrinsecamente alta, podendo acarretar fortes prejuízos e devem ser utilizados apenas por investidores experientes e cientes de seus riscos. Os ativos e instrumentos financeiros referidos neste relatório podem não ser adequados a todos os investidores. Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, a situação financeira ou as necessidades específicas de cada investidor. Investimentos em ações representam riscos elevados e sua rentabilidade passada não assegura rentabilidade futura. Informações sobre quaisquer sociedades, valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros objeto desta análise podem ser obtidas mediante solicitações. A informação contida neste documento está sujeita a alterações sem aviso prévio, não havendo nenhuma garantia quanto à exatidão de tal informação. A Guide Investimentos S.A. Corretora de Valores ou seus analistas não aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda decorrente do uso deste documento ou de seu conteúdo. Ao aceitar este documento, concorda-se com as presentes limitações. Os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório declaram, nos termos do artigo 21 da Instrução da CVM Nº 598/2018, que: (I) Quaisquer recomendações contidas neste relatório refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à Guide Investimentos S.A. Corretora de Valores."