

Edição 36: Dando início aos trabalhos

Neste relatório apresentamos a primeira tranche de resultados do 4T19 de nossa carteira, bem como algumas outras expectativas para os demais resultados.

I. **ABCB:** Plantando hoje para colher amanhã — **Manter**
II. **BRDT:** Ajustando recomendações
III. **BBDC:** Preparado para os desafios de 2020? — **Comprar**
IV. **BBSE:** Forte crescimento após reestruturação — **Comprar**
V. **BRSR:** PDD de volta à normalidade — **Comprar**
VI. **EGIE:** TAG novamente um destaque — **Manter**
VII. **ITSA:** Mais do mesmo (que bom!) — **Comprar**
VIII. **VIVT:** Receita em transição — **Manter**
IX. **TAEE:** Aquisição dos ativos de transmissão SJT e SPT — **Manter**
X. Prévias de resultados — Parte 2
XI. Prestando Contas

MONITORIA NORD DIVIDENDOS

Nosso próximo encontro ao vivo ocorrerá na **quinta-feira, 20/02, às 17h30.**

Link para acesso **AQUI**.

I. ABCB: Plantando hoje para colher amanhã

Reduzimos o Preço-Teto de ABCB4 para R$ 20,60 e reiteramos a recomendação de MANTER para ABC Brasil, na esteira de fracos resultados no 4T19. A despeito de avanços positivos na carteira de crédito, a rentabilidade da instituição foi prejudicada principalmente por maiores despesas operacionais. Diante de um *guidance* mais fraco para 2020, optamos por maior conservadorismo em relação a novos aportes em ABCB4.

O ABC Brasil reportou um lucro líquido recorrente de R$ 119,7 milhões, (-2,7% t/t). A cifra decorre principalmente de: i) redução da margem financeira, ii) aumento de despesas com provisão para devedores duvidosos e iii) aumento das despesas de pessoal e outras administrativas. Em contrapartida, desponta como destaque positivo o avanço de serviços do Banco de Investimentos, que faturou R$ 46,2 milhões no período (+110,5% t/t).

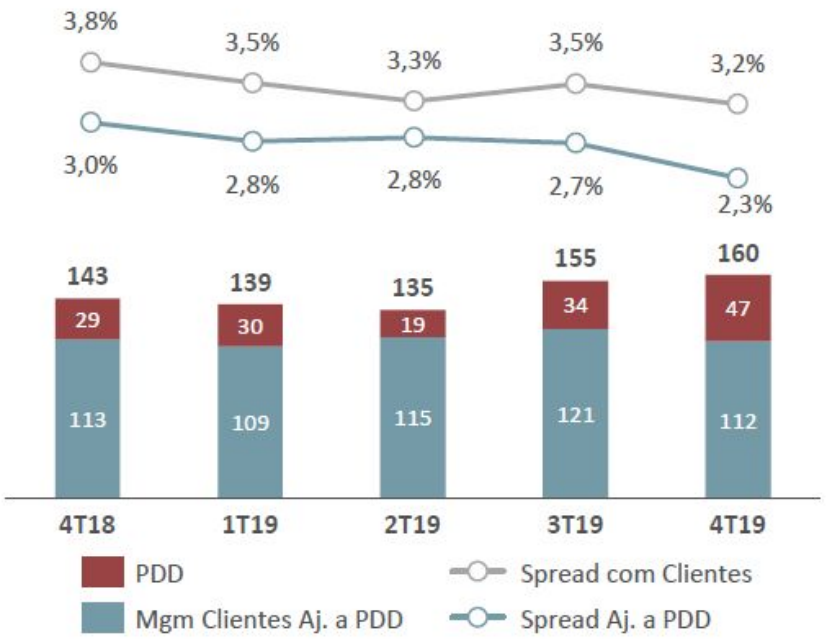
Carteira de crédito: a carteira de crédito expandida fechou o 4T19 com crescimento de +6,8% e saldo de R$ 30,1 bilhões. O ABC Brasil — e

os bancos em geral — tem aproveitado um cenário benigno para tomada de crédito no país, onde os juros em baixa se traduzem em maior oferta de crédito e, consequentemente, menor *spread* bancário.

O segmento de *Large Corporate* cresceu apenas +3,7% t/t, com saldo de R$ 15,4 bilhões e representando 51,2%. Já o segmento *Corporate*, cresceu +10% t/t e atingiu R$ 13,9 bilhões, representando 46,2% da carteira total. Por fim, o segmento *Middle*, onde a Companhia tem direcionado seus maiores esforços, cresceu +12,2% t/t com saldo de R$ 785 milhões, representando 2,6% da carteira total.

Com esse crescimento, esperava-se que o banco registrasse maiores PDDs — e foi exatamente isso que aconteceu. Além disso, os *spreads* com a taxa Selic na mínima histórica também são pressionados.

Spread com Clientes Anualizado[1] (Empréstimos e Títulos Privados)



(R$ milhões)	4T18	1T19	2T19	3T19	4T19
Empréstimos + Títulos Privados | Média	15.097,1	15.776,0	16.431,3	17.723,2	19.718,9

Fonte: RI da Companhia.

***Guidance* denuncia desafios e oportunidades:** o banco espera um crescimento de +11 a +15% para a carteira de crédito em 2020 — o ritmo de +14,9% visto em 2019, bastante superior às expectativas originais para este ano, não deve se repetir.

Por outro lado, visando dar suporte a seus esforços de crescimento, a instituição deve expandir despesas operacionais (pessoal, marketing e tecnologia, principalmente) entre +14 e +18% — a título de comparação, o orçado para 2020 era de 4 a 6% e o realizado foi de +7,4%. Entendemos que foi principalmente o *guidance* de despesas operacionais que *assustou* o mercado quando da divulgação.

Das expectativas divulgadas para 2020, depreendemos que o ABC Brasil entrou em um novo ciclo de investimentos para alavancar seu negócio. Isto deve se traduzir em um ano de ROE mais modesto — e, consequentemente, a possibilidade de dividendos um pouco menores — em prol de maior crescimento futuro.

Desta forma, assumimos uma postura mais conservadora com relação ao desempenho da instituição em 2020 e revisamos para baixo nossas expectativas de dividendos neste ano para ABCB4.

Recomendação: MANTER ABCB4.

II. BRDT: Ajuste de recomendação

Estamos reduzindo nossa recomendação de BR Distribuidora (BRDT3) para MANTER. Sem alterações na tese de investimentos, a nossa mudança decorre pura e simplesmente por conta do *valuation* nos níveis atuais.

A Companhia segue realizando ótimos avanços no seu plano de reestruturação e gerando benefícios econômicos futuros, que poderão nos permitir, em um futuro breve, a revisão de nosso Preço-Teto.

Eventuais revisões poderão decorrer principalmente de i) melhores condições de preço de entrada ou ii) resultados operacionais substancialmente acima do esperado.

Recomendação: MANTER BR Distribuidora (BRDT3).

III. BBDC: Preparado para os desafios de 2020

Bradesco (BBDC4) divulgou resultados positivos e acima das expectativas do mercado. O lucro líquido recorrente apresentou alta de +14% a/a, totalizando R$ 6,6 bilhões, com ROE de 21,2% (+1,5 p.p.) no 4T19. Destacamos também a queda da inadimplência de -0,2 p.p. ante o 4T18, puxada pelo segmento corporativo. O Banco também anunciou dividendos e bonificação de ações de 1:10.

Reiteramos nossa recomendação de COMPRAR BBDC4, com Preço-Teto de R$ 35,80.

O lucro líquido recorrente totalizou R$ 6,6 bilhões (+14% a/a, +1,6% t/t). Dentre os fatores que conduziram a este resultado,

destacamos o crescimento de +9% da margem financeira com clientes e boa execução de mix de produtos, que contribuiu para a mitigação da queda dos *spreads*.

Quanto à carteira de crédito, o Bradesco apresentou expansão de +11,4% a/a, com destaque para o forte crescimento em crédito à Pessoas Físicas, de 19,5% a/a. O financiamento ao consumo (cartão de crédito, consignado, veículos e crédito pessoal) e financiamento imobiliário foram os maiores responsáveis pela expansão do crédito no Banco.

Um ponto interessante neste e nos últimos resultados do Banco é que a originação de crédito realizado pelos canais digitais cresceu substancialmente. Como exemplo, no 4T19 chegaram a atingir R$ 6,4 bilhões (+27% a/a). E falando em carteira de crédito, o índice de inadimplência permaneceu praticamente estável em 3,3%.

O resultado com seguros, que contribuiu com 28,9% do lucro líquido do Banco, apresentou alta de +12,3% a/a, atingindo R$ 3,9 bilhões. O ROAE com seguros evoluiu +1,9 p.p., indo para 24,2%. O destaque neste trimestre ficou para a operação com Vida e Previdência, que cresceu +11% a/a e Saúde com crescimento de +8,3%.

A sinistralidade, por sua vez, interrompeu o crescimento que vinha desde o 2T19 e se manteve estável em 74,2% ante o 3T19, puxada pela queda em Ramos elementares e Saúde.

De um modo geral, o Bradesco mostrou bons números em 2019. O ano de 2020, por sua vez, deve trazer desafios adicionais — aos

quais ficaremos atentos: maior alíquota de CSLL, menores *spreads* na carteira de crédito e maior competição. Este cenário dá o tom do *guidance* para 2020, que nos parece bastante realista:

Indicador	Projeção
Carteira de Crédito Expandida(1)	9% a 13%
Margem Financeira	4% a 8%
Prestação de Serviços	3% a 7%
Despesas Operacionais (Despesas de Pessoal + Administrativas + Outras Despesas Operacionais Líquidas de Receitas)	0% a 4%
Resultado das Operações de Seguros, Previdência e Capitalização (inclui resultado financeiro da operação)	4% a 8%
PDD Expandida (R$ bilhões)	R$13,5 a R$16,5

Fonte: RI da Companhia.

Proventos: o Bradesco aprovou o pagamento de dividendos no valor de R$ 0,058 por ações ordinárias e R$ 0,064 por ações preferenciais, em complemento aos valores já distribuídos relativos ao exercício de 2019. As ações ficarão *ex-dividendos* a partir de 18/02/2020 e o pagamento será realizado em 28/02/2020.

Bonificação em ações: também foi anunciado o aumento de capital social com reservas de lucros e bonificação em ações. Por conta disso, a Companhia irá emitir 806,4 milhões de ações, sendo 403,2 milhões em ONs e 403,2 milhões em PNs que serão gratuitamente atribuídas aos acionistas na proporção de 1 para 10 ações detidas.

A data do direito à Bonificação será divulgada após aprovação do processo pelo Banco Central. Ou seja, as ações negociadas enquanto o

Banco Central não aprova o processo continuam dando direito à bonificação.

Recomendação de COMPRAR BBDC4, até o Preço-Teto de R$ 35,80.

IV. BBSE: Forte crescimento após reestruturação

A BB Seguridade (BBSE3) reportou resultados acima do esperado, fruto de um ótimo desempenho nos principais segmentos da seguradora. Em contrapartida, a Corretora segue com resultado estável. **Reiteramos nossa recomendação de COMPRAR BBSE3, com Preço-Teto de R$ 38,60.**

A Companhia reportou um lucro líquido consolidado de R$ 1,1 bilhão (+34% t/t), impulsionado por três fatores: i) evolução do resultado financeiro na Brasilprev, por conta da dinâmica favorável dos índices de inflação que beneficia os investimentos da controlada *versus* os passivos de benefício; ii) aumento de prêmios emitidos de +4,6% a/a e melhora no índice combinado — índice que mede o percentual de despesas sobre os prêmios emitidos —, que caiu 17,6 p.p. ficando em 76,4%, e iii) efeito da saída do segmento de seguros patrimoniais e automotivos concluído em novembro/18, já que os mesmos apresentavam prejuízo.

Seguros: com lucro líquido ajustado de R$ 338 milhões e alta de +95,6% a/a, o segmento foi impulsionado pela evolução de +11,1% dos prêmios ganhos e com a melhora de praticamente todos os indicadores

operacionais. O destaque nos prêmios emitidos ficou para o segmento rural que cresceu 11,5% a/a. Em contrapartida, os segmentos Vida e Prestamista tiveram fraco desempenho. Além disso, uma queda de 9,1 p.p. na sinistralidade total contribuiu para melhores resultados.

Previdência: o lucro líquido do segmento de previdência foi de R$ 400 milhões no 4T19, apresentando alta de +126,7% a/a. Esse desempenho foi reflexo de dois fatores: i) aumento do resultado financeiro, que refletiu a dinâmica mais favorável da inflação no período, dado a diferença entre as aplicações e os passivos; e ii) aumento das receitas com taxa de gestão, em função de uma saldo médio de reservas maior que o mesmo trimestre do ano passado. O volume de contribuições aos planos de previdência cresceu 3,1% a/a e com índice de resgates no menor patamar histórico da Companhia.

Corretagem: o braço de corretagem da instituição permaneceu com lucro líquido estável no trimestre, apresentando R$ 543 milhões. Mesmo com um avanço de 2,9% das receitas de corretagem, a piora de 2,7 p.p. na margem operacional prejudicou o resultado no segmento.

***Guidance* conservador... de novo?** Comentamos, ao longo de 2019, que acreditávamos que as expectativas divulgadas para o ano findo eram conservadoras demais. De fato, BB Seguridade conseguiu excedê-las — com certa *folga*, inclusive.

Em 2020, podemos estar diante da mesma situação novamente: a Companhia espera um crescimento do resultado operacional entre 7 e 13% neste ano — contra os +13,3% registrados em 2019. Em prêmios

emitidos da Brasilseg, que cresceram 13,9% em 2019, a Seguradora espera crescer um pouco menos, entre 5% a 10%. Já, nas reservas de planos de previdência PGBL e VGBL da Brasilprev, que realizou um crescimento de 13,2% em 2019, a Companhia espera crescer entre 10% a 13%.

Parece-nos demasiado cauteloso, principalmente caso se concretize um cenário macroeconômico mais favorável ao setor.

Reiteramos nossa recomendação de COMPRAR BBSE3, até o Preço-Teto de R$ 38,60.

V. BRSR: PDD de volta à normalidade

O resultado do Banrisul (BRSR6) do 4T19 veio positivo, com um lucro líquido ajustado de R$ 356,3 milhões e crescimento de +22,1% t/t. As despesas com provisão para devedores duvidosos — PDD —, que assustaram no trimestre passado, recuaram -24%, voltando à normalidade. **Reiteramos nossa recomendação de COMPRAR BRSR6 com o Preço-Teto de R$ 28,80.**

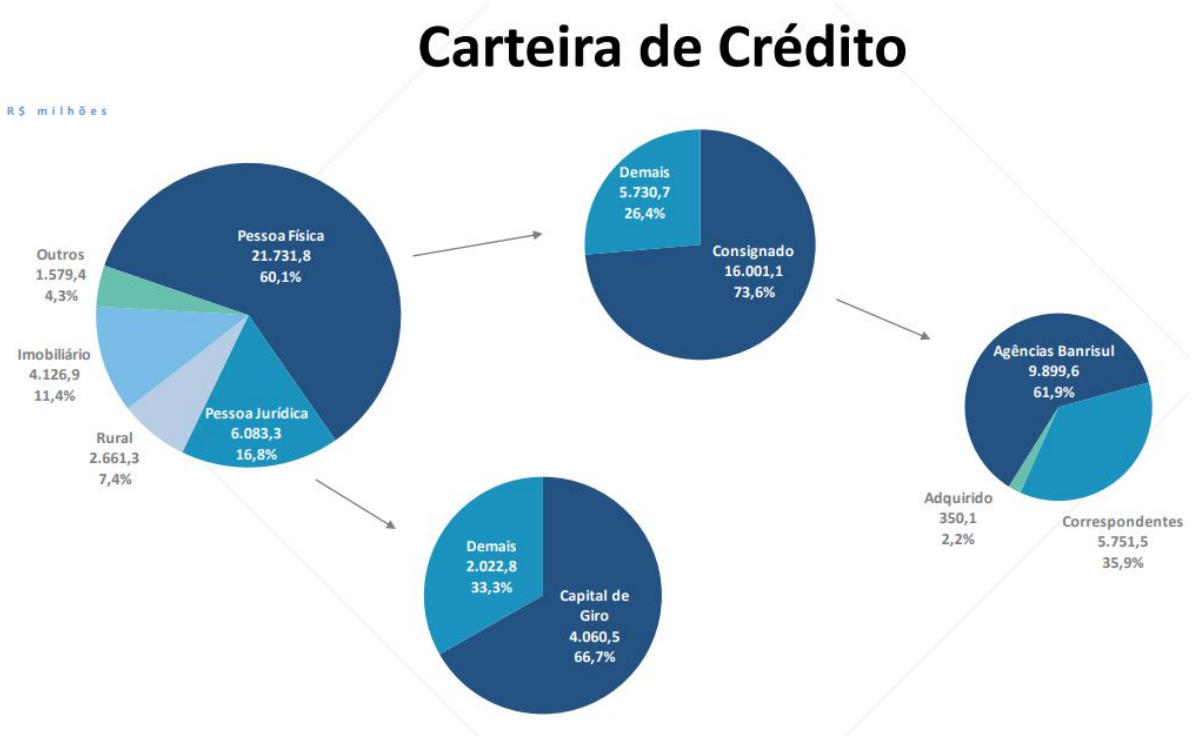
O lucro líquido ajustado do banco, que exclui efeitos não recorrentes, apresentou alta de +22,1% e consequentemente um ROAE (Retorno sobre patrimônio líquido médio) de 19,7% no trimestre (no acumulado do ano 16,9%).

O resultado foi impactado principalmente por i) uma menor despesa com PDD, ii) crescimento das receitas de tarifas bancárias, iii) menores

despesas com intermediação financeira e iv) um maior volume de tributos sobre o lucro.

A margem financeira encerrou o 4T19 com o saldo de R$ 1,4 bilhão, redução de -2,9% t/t. A queda é consequência de uma redução expressiva nas receitas com juros frente à retração das despesas com juros.

Carteira de crédito: o saldo neste trimestre foi de R$ 36,2 bilhões, com alta de +4,4% t/t. A ampliação de R$ 1,5 bilhão no crédito Comercial foi responsável por esta alta, que contou com uma ajuda de fim de ano nas operações de antecipação do 13º salário de 2019, dos servidores do Estado.



Fonte: RI da Companhia.

As despesas de provisão (PDD) apresentaram saldo de R$ 265,1 milhões, caindo -24% t/t. No trimestre passado houve uma alta expressiva da provisão por conta de refinanciamento de contratos de empresas em RJ no estado, portanto, a Companhia por regra precisou baixar e provisionar 100% desses créditos. Com a situação normalizada, a redução reflete a rolagem da carteira por níveis de *rating*, reversão de provisão e incremento das operações de crédito em atraso.

***Guidance*:**

A carteira de crédito cumpriu o meio do projetado em 2019, que estava entre 4% a 8%. Com um cenário mais favorável à tomada de crédito no país, o banco revisou para cima o seu *guidance* e espera crescer entre 9% a 13% em 2020, dando destaque de maior crescimento à carteira comercial Pessoa Física.

As despesas de provisões seguirão com *guidance* estável entre 3% a 4%, mesmo com um maior crescimento da carteira de crédito. O que o Banrisul explica é que, em função da leve recuperação da economia, os níveis de provisão devem continuar em patamares semelhantes ao realizado em 2019. Para isso, o saldo de provisão sobre a carteira de crédito será próximo ao realizado em 2019, entre 7% a 8%.

Quanto aos indicadores de performance, o banco está mais cauteloso. Por conta da limitação do Banco Central sobre as taxas de juros do cheque especial e o aumento dos investimentos que vem fazendo na instituição, o *guidance* para a margem financeira líquida caiu -0,5 p.p.,

ficando numa faixa de 7% a 8%. A expectativa de ROAE também caiu -2 p.p., ficando com uma faixa de 14% a 17%.

Apesar de uma expectativa de menores margens em 2020, Banrisul continua rentável e barato, o que é ótimo para nosso *dividend yield*.

Reiteramos nossa recomendação de COMPRAR Banrisul (BRSR6), com Preço-Teto de R$ 28,80.

VI. EGIE: TAG novamente um destaque

Engie Brasil (EGIE3) divulgou resultados razoáveis e conforme as expectativas de mercado no 4T19, tendo como principais destaques: a melhor execução de preço médio e volume de venda de energia e incremento de custos operacionais e efeitos cada vez mais positivos da incorporação nas operações da TAG.

Seguimos satisfeitos com a estratégia e execução da Companhia, que mesmo após os investimentos recentes e o consequente aumento de alavancagem, segue com balanço confortável e atrativa capacidade de geração de caixa e pagamento de proventos. No entanto, aos patamares atuais de *valuation*, entendemos que não há margem de segurança para novos aportes, o que nos leva a **MANTER Engie Brasil (EGIE3)**.

A **Receita Líquida Consolidada totalizou R$ 2,8 bilhões (+21% a/a)**, positivamente impactada principalmente por i)

aumento no segmento de geração e venda de energia elétrica do portfólio da Companhia, justificado principalmente pelo acréscimo nas transações realizadas no mercado de curto prazo e pela maior quantidade de energia vendida, ii) elevação decorrente das operações de *trading* de energia e iii) aumento das receitas relacionadas ao segmento de transmissão.

Destacamos que parte dos acréscimos mencionados no item i) foram oriundos das operações da Usina Termelétrica Pampa Sul, do Conjunto Eólico Campo Largo e do Conjunto Eólico Umburanas, cujos inícios das operações comerciais ocorreram entre 2018 e 2019.

Os Custos Operacionais totalizaram R$ 1,8 bilhão (+30% a/a), influenciados principalmente por incremento nos custos do segmento de geração e venda de energia do portfólio da Companhia — motivado pela entrada em operação comercial de Pampa Sul, Campo Largo Fase 1 e Umburanas Fase 1 — e de *trading* de energia.

A Companhia reportou resultado positivo de Equivalência Patrimonial, no montante de R$ 87 milhões, oriundo da controlada em conjunto TAG — efeito este que vêm se tornando cada vez mais positivo.

O **EBITDA ajustado** obtido foi de R$ 1,3 bilhão (+22% a/a), impactado principalmente por i) aumento do volume de venda, desconsiderando as operações de *trading*, ii) resultado positivo de participação societária na TAG, iii) menor volume de compras de energia para a gestão de portfólio da Companhia, iv) acréscimo no resultado das transações realizadas no mercado de curto prazo no segmento de geração e venda de energia do portfólio da Companhia e v) aumento no custo de combustíveis.

Destacamos que a variação foi positivamente impactada pelos resultados da TAG, que não estava presente no resultado da Companhia no 4T18. Desconsiderando este efeito, a variação teria sido de +13,6%.

Com Resultado Financeiro Líquido negativo em R$ 407 milhões, majorados pelo maior volume de contratação de financiamentos pela Companhia, o **Lucro Líquido** totalizou R$ 617 milhões (-19% a/a).

O endividamento líquido, que aumentou em função do financiamento para formação de capital de giro e novos investimentos ao longo dos últimos anos, segue em patamares adequados de 2,0 vezes em relação ao EBITDA.

Por parte da empresa, novidades decorreram acerca da continuação do interesse em novos investimentos no segmento de transmissão de energia através de novos leilões, bem como **aprovação de proposta de dividendos complementares sobre o lucro líquido do exercício de 2019, no montante de R$ 949,7 milhões (R$ 1,1640 por ação).** A data de pagamento dos proventos ainda será definida.

Em suma, **um resultado com melhor execução de volumes e preços e maior contribuição por parte da TAG em relação aos trimestres anteriores**, contando também com aumento de custos oriundos de novas operações e, ainda, volume de juros consideráveis — que tendem a declinar daqui para frente. Tudo considerado, apesar da queda dos níveis de ROE e ROIC, entendemos que a Companhia segue entregando desempenho positivo e, inclusive, de melhor performance em relação a alguns de seus pares.

Nossa percepção com relação à tese de investimento é a mesma, confirmando nossas expectativas sobre o ativo. Por ora, seguimos confortáveis com a boa capacidade de distribuição de proventos e com as perspectivas de manutenção dos atuais níveis de *payout* daqui para frente. Contudo, por questões de *valuation*,

entendemos que não há margem de segurança para novos aportes, o que nos leva a **MANTER Engie Brasil (EGIE3).**

VII. ITSA: Mais do mesmo (que bom!)

Sem grandes novidades, Itaúsa (ITSA) divulgou os resultados no 4T19 na última segunda-feira (17/02). A *holding* foi beneficiada pelo bom resultado do Banco Itaú, bem como de melhora marginal nos números das investidas. **Reiteramos nossa recomendação de COMPRAR ITSA4, até o Preço-Teto de R$ 15,00.**

Vale lembrar que a Itaúsa é, na verdade, uma *holding* que possui investimentos em 4 empresas: Banco Itaú, Alpargatas, Duratex e NTS (não listada da bolsa). Hoje, o Itaú corresponde por aproximadamente 92% dos investimentos da *holding*.

Diversificação

Como já comentamos em relatório anterior, a *holding* sinalizou ao mercado que pretende diversificar um pouco seus investimentos — hoje concentrados em Itaú.

Ao final do ano passado, a empresa comunicou que, em associação a outra empresa, formou uma *joint venture* — Grupo Adquirente — visando a compra da totalidade das ações da Liquigás. Até o momento, a operação está sob análise e aprovação do CADE.

Nessa sociedade, a Itaúsa ficará com 49% do capital social, que a princípio custará para a empresa R$ 1,4 bilhão.

Banco Itaú

O Banco Itaú mostrou bons resultados no 4T19, bem como no consolidado de 2019. No ano, houve aumento de +13,1% da carteira de crédito para Pessoas Físicas (PF) e de +25,3% no segmento de Micro, Pequenas e Médias empresas.

Em 2019, o lucro líquido recorrente do Itaú chegou a R$ 26,3 bilhões, alta de +4,9% em relação a 2019. Houve melhora na rentabilidade sobre o patrimônio líquido (ROE), que chegou a 21,1% ao final de 2019 — um pouco melhor do que o apurado em 2018.

Gostamos do resultado do Itaú e vemos que o banco deve manter a trajetória de crescimento e rentabilidade ao longo deste ano, dada a recuperação econômica que aumentará a demanda por crédito e serviços bancários.

Proventos

Junto ao anúncio de resultados, a Itaúsa comunicou o pagamento de dividendos e juros sobre capital próprio no montante de R$ 0,226 e R$ 0,18479, respectivamente. Os acionistas detentores de ITSA até o dia 20/02/2019 terão o direito de receber esses proventos.

No ano, a empresa distribuiu aos seus acionistas R$ 7 bilhões, cerca de 68% do lucro líquido apurado no período — *payout*.

Futuro

Nossa tese de investimentos em ITSA baseia-se em dois pilares: a compra de Itaú com desconto, por meio da *holding*; e a distribuição de dividendos proveniente das investidas — principalmente Itaú.

Como dissemos, seguimos confiantes que Itaú deve mostrar bom resultado em 2020, em nada alterando a dinâmica de distribuição de proventos à ITSA, ou seja, nossa estratégia de *dividend yield* está preservada.

Todavia, apesar de gostarmos da sinalização da holding quanto a diversificação de investimentos, estamos atentos às oportunidades que podem se materializar e também à maneira pela qual a diretoria deve perseguir essa expansão. Um eventual corte na distribuição de dividendos não nos agradaria.

Reiteramos nossa recomendação de COMPRAR ITSA4, até o Preço-Teto de R$ 15,00.

VIII. VIVT: Receita em transição

A Telefônica Brasil (VIVT4) reportou números abaixo do esperado. A Companhia ainda sente os reflexos da tendência do setor de telecomunicações, que é a troca de serviços de voz por dados, assim como a de serviços de Banda Larga no lugar do cobre e TV por satélite para Banda Larga Fibra.

A Vivo reportou um lucro líquido com queda de -14,3% a/a, registrando R$ 1,3 bilhão, devido a um maior pagamento de tributos no 4T19.

Reiteramos nossa recomendação de MANTER VIVT4.

Consolidado: os números em conjunto vieram fracos, com receita operacional líquida de R$ 11,4 bilhões com alta +2,6% a/a — o destaque fica para o segmento móvel, que avançou +5,7%. Por sua vez, o

segmento Fixo caiu -2,8% e continua sofrendo a pressão da queda da demanda por voz.

Os custos operacionais tiveram queda de -8,9%, com saldo de R$ 6,4 bilhões. O avanço veio por conta de menores custos dos serviços prestados, principalmente em interconexão.

Por sua vez, o EBITDA recorrente apresentou alta de +17,3%, refletindo a expansão da rede de banda larga Fibra e da rede móvel, assim como o aumento das depreciações e amortizações.

Mesmo assim, a Companhia apresentou queda de -14% no lucro líquido, reportando um saldo de R$ 1,3 bilhão, justificado por maiores tributos e despesas com depreciação e amortização.

Móvel: o movimento de conversão dos clientes pré-pago para pós-pago contíinua em todas as operadoras, e na Vivo não foi diferente. A operadora apresentou um crescimento de +6,9% a/a no total de acessos no pós-pago, contra -4,1% a/a no total de acessos pré-pago.

As receitas subiram +5,7% a/a, com principal contribuição do segmento de Dados e Serviços digitais, enquanto que as receitas com Voz caíram -11.8% a/a. Da receita total com móvel, o faturamento com Voz representa hoje 17,5%.

Fixo: a companhia experimentou uma queda no total de acessos de -13,5% a/a, principalmente causada pelos serviços de Banda Larga, TV por assinatura e Voz. Em contrapartida, os esforços de investimentos em Fibra tem refletido no crescimento expressivo dos acessos nos novos produtos, como Banda Larga à Fibra e IPTV.

Tudo considerado, o faturamento total do Negócio Fixo foi de R$ 3,9 bilhões, apresentando queda de -2,8% a/a.

Em termos de investimentos, a Vivo desembolsou R$ 8,8 bilhões no ano de 2019 (20% do faturamento total), sendo praticamente voltado para implementações da Fibra e para o 4G e 4.5G. A Companhia espera gastar até R$ 9 bilhões em 2020.

Proventos

A Companhia deliberou um total de R$ 5,8 bilhões de pagamento em proventos no ano de 2019, o que representou um *payout* de 115% do lucro auferido no exercício. Desde a nossa recomendação, já colhemos 7,4% em *dividend yield*.

Os proventos serão pagos em agosto/2020 e dezembro/2020, conforme tabela abaixo:

2019	Deliberação	Posição Acionária	Valor Bruto (R$ Milhões)	Valor Líquido (R$ Milhões)	Classe de Ação	Valor Bruto por Ação (R$)	Valor Líquido por Ação (R$)	Data de Pagamento
Dividendos (base em dez/19)	a ser deliberado em 08/04/2020[1]	08/04/2020	2.196	2.196	ON PN	1,219332 1,341265	1,219332 1,341265	Dezembro/20
Dividendos (base em nov/19)	19/12/2019	30/12/2019	1.000	1.000	ON PN	0,555362 0,610898	0,555362 0,610898	Agosto/20
JSCP (base em nov/19)	19/12/2019	30/12/2019	350	298	ON PN	0,194377 0,213814	0,165220 0,181742	Agosto/20
JSCP (base em 2019)	17/06/2019	28/06/2019	968	823	ON PN	0,537590 0,591349	0,456952 0,502647	Agosto/20
JSCP (base em mar/19)	17/04/2019	30/04/2019	570	485	ON PN	0,316556 0,348212	0,269073 0,295980	Agosto/20
JSCP (base em 2019)	15/02/2019	28/02/2019	700	595	ON PN	0,388753 0,427629	0,330440 0,363484	Agosto/20

Fonte: RI da Companhia.

Além disso, a Vivo aprovou o pagamento de R$ 270 milhões, sendo R$0,15 por ação ordinária e R$0,16 por ação preferencial. A serem pagos até 31/12/2021.

2020	Deliberação	Posição Acionária	Valor Bruto (R$ Milhões)	Valor Líquido (R$ Milhões)	Classe de Ação	Valor Bruto por Ação (R$)	Valor Líquido por Ação (R$)	Data de Pagamento
JSCP (base em jan/20)	14/02/2020	28/02/2020	270	230	ON PN	0,149948 0,164942	0,127456 0,140201	Até 31/12/2021

Fonte: RI da Companhia.

O que esperar para 2020

Este é um ano importante para as operadoras. Temos no radar:

i) o leilão do 5G que a Vivo ainda aguarda a conclusão dos termos pela Anatel;

ii) a conversão da receita entre Fibra e outras tecnologias mais defasadas;

iii) a consolidação do setor no segmento móvel, já que a Vivo não descarta novas oportunidades em M&A. Teriam interesse em parcela do segmento móvel da Oi? Não sabemos;

iv) parcerias no segmento fixo. A Companhia já deu largada ao modelo de franquias junto a pequenas operadoras que atuam em regiões que não são de interesse. Em teleconferência, a Vivo afirmou que começaram a lançar seus primeiros testes e os resultados têm sido satisfatórios, mas ainda irrelevantes no balanço.

As perspectivas para o setor são positivas. Em nosso ponto de vista, a Vivo está bem posicionada e já colhe bons resultados com a Fibra, estando bem preparada para os leilões de 5G.

Reiteramos nossa recomendação de MANTER VIVT4.

IX. TAEE: Aquisição dos ativos de transmissão SJT e SPT

A **Taesa (TAEE11)** comunicou ao mercado, no último dia 14, que concluiu a aquisição de 100% das ações representativas do capital total

da São João Transmissora de Energia (“SJT”) e da São Pedro Transmissora de Energia S.A. (“SPT”).

A aquisição foi feita por meio do pagamento no valor total de aproximadamente R$ 753 milhões, conforme termos previstos em contrato.

Além disso, também foi ressaltado pela Companhia que a aquisição das transmissoras Triangulo Mineiro Transmissora de Energia (TMT) e Vale do São Bartolomeu Transmissora de Energia (VSB), ainda está sujeita ao cumprimento de algumas condições, como a autorização regulatória da ANEEL e do CADE, o que nos leva a aguardar posicionamentos futuros sobre o assunto.

Vêmos a aquisição como neutra para a tese e seguimos acreditando na atratividade do ativo para uma estratégia de dividendos, principalmente no que se refere às receitas fixas e à previsibilidade de fluxo de caixa. Porém, aos patamares atuais de preço, preferimos continuar com a recomendação de **MANTER TAEE (TAEE11).**

X. Prévia de resultados - Parte 2

AES Tietê (TIET11)

Divulgação: 27/02

Viés: Neutro

Acreditamos que **AES Tietê (TIET11)** continuará apresentando boas margens, *payout* atrativo, geração suficiente para fazer frente aos investimentos e à distribuição e uma certa previsibilidade na sua atividade, dada a receita já contratada.

Esperamos, também, retomada para a normalidade no que se refere ao volume de chuvas, o que pode se traduzir em ainda maior geração e menor exposição ao mercado à vista, bem como continuidade no processo de diversificação através de fontes renováveis.

Aguardaremos os resultados e o posicionamento por parte do *management* para, se for o caso, revisarmos nossas expectativas acerca da tese. Por ora preferimos aguardar, o que nos leva a **MANTER AES Tietê (TIET11).**

Em milhões	4T19E	4T18	Var %	3T19	Var %
Receita	526	467	13%	525	0%
EBITDA	247	276	-11%	256	-4%
Margem EBITDA	47%	59%	-12p.p	49%	-2p.p
Lucro Líquido	82	107	-23%	97	-16%

Isa CTEEP (TRPL4)

Divulgação: 04/03

Viés: Neutro

Esperamos relativa estabilidade de receitas e um desempenho conforme o que já vêm sendo demonstrando no que se refere a execução de custos e despesas. Além disso, a manutenção da forte geração de caixa e a atrativa na distribuição de proventos segue em linha com as nossas expectativas.

Em milhões	4T19E	4T18	Var %	3T19	Var %
Receita	734	1.027	-29%	737	0%
EBITDA	564	740	-24%	418	35%
Margem EBITDA	77%	72%	7p.p	57%	20p.p
Lucro Líquido	435	708	-39%	435	0%

MANTER ISA CTEEP (TRPL4).

XI. Prestando contas

Recomendações em Aberto

Este é o *status* das recomendações em aberto da série *Nord Dividendos* até o fechamento de **19/02/2020**:

Rank	Ativo	Data Início	Rec. Atual	Preço			Yield 12m	Retorno			Est. Próx. Provento
				Início	Atual	Teto		Prov.	G. Cap.	Total	
1	BRSR6	11/09/19	COMPRAR (11/09/19)	23,36	19,71	28,80	7,3%	0,9%	-15,6%	-14,7%	Abr
2	BBDC4	04/02/20	COMPRAR (04/02/20)	33,11	32,66	35,80	5,5%	0,0%	-1,4%	-1,3%	Mar
3	BBSE3	23/01/19	COMPRAR (08/01/20)	29,56	34,06	38,60	6,3%	16,4%	15,2%	31,6%	Ago
4	ITSA4	15/05/19	COMPRAR (08/01/20)	11,21	13,34	15,00	5,6%	7,5%	19,0%	26,5%	Mai
5	BRDT3	25/09/19	MANTER (19/02/20)	27,02	29,84	29,30	4,9%	1,5%	10,4%	11,9%	Abr
6	ABCB4	03/04/19	MANTER (22/01/20)	18,91	21,64	20,60	4,8%	4,7%	14,4%	19,2%	Jul
7	TRPL4	21/11/18	MANTER (22/01/20)	18,03	22,71	22,30	7,0%	17,1%	26,0%	43,1%	Mar
8	CCRO3	20/03/19	MANTER (14/05/19)	12,36	18,72	17,90	4,8%	6,2%	51,5%	57,6%	Mar
9	LEVE3	05/12/18	MANTER (08/01/20)	23,68	30,00	29,00	6,0%	9,0%	26,7%	35,7%	Abr
10	VIVT4	19/12/18	MANTER (04/12/19)	46,80	58,50	55,20	5,5%	7,7%	25,0%	32,7%	Mar
11	TAEE11	08/11/18	MANTER (04/12/19)	22,48	31,57	29,80	7,2%	12,6%	40,4%	53,0%	Abr
12	EGIE3	20/02/19	MANTER (04/12/19)	42,32	50,85	45,60	6,6%	3,7%	20,2%	23,8%	Abr
13	TIET11	04/12/19	MANTER (18/12/19)	13,22	15,82	14,00	8,5%	0,7%	19,7%	20,4%	Mar

A coluna "**Estimativa Próximo Provento**", *como o próprio nome sugere*, representa uma **estimativa** de mês de distribuição e tem como base pura e simplesmente eventuais regularidades depreendidas do histórico de distribuição das Companhias. Esta informação não é e não deve ser entendida como uma previsão de anúncio de proventos.

Proventos Anunciados

A tabela a seguir apresenta os proventos **efetivamente anunciados** pelas Companhias da Carteira Nord Dividendos, mas que ainda não atingiram a data EX na data de publicação deste relatório.

Ativo	Provento	Valor	Data Anúncio	Data EX
ITSA4	JCP	0,1848	17/02/2020	20/02/2020
ITSA4	Dividendo	0,2260	17/02/2020	20/02/2020
VIVT4	JCP	0,1402	14/02/2020	02/03/2020
BBDC4	Dividendo	0,0161	07/02/2020	TBA

Proventos - Histórico 2020

A tabela a seguir apresenta o histórico de proventos da Carteira Nord Dividendos ao longo do ano de 2020.

Ativo	Provento	Valor	Data Ex	Data Pagamento	Status
BBSE3	Dividendos	1,9084	14/02/2020	27/02/2020	EX

Proventos – Histórico 2018 e 2019

A tabela a seguir apresenta o histórico de proventos **efetivamente anunciados** pelas Companhias da Carteira Nord Dividendos até o final de 2019.

Ativo	Provento	Valor (Líq)	Data Ex	Data Pgto	Status
ITSA4	Dividendo	0,02000	02/03/2020	06/03/2020	ANUNCIADO
BBSE3	R. Capital	1,35230	10/01/2020	30/04/2020	EX
LEVE3	JCP	0,07898	03/01/2020	25/05/2020	EX-JURO
VIVT4	Dividendo	0,61090	02/01/2020	ago/20	EX-PROVENTO
VIVT4	JCP	0,18174	02/01/2020	ago/20	EX-JURO
ABCB4	JCP	0,41735	02/01/2020	14/01/2020	PAGO
TAEE11	JCP	0,15335	17/12/2019	27/12/2019	PAGO
TRPL4	JCP	0,13913	16/12/2019	20/01/2020	PAGO
ITSA4	JCP	0,00506	13/12/2019	30/04/2020	EX-JURO
TIET11	JCP	0,09460	11/12/2019	A definir	EX-JURO
BRDT3	JCP	0,39422	5/12/2019	30/06/2020	EX-JURO
VIVT4	Dividendo	1,50811	04/12/2019	17/12/2019	PAGO
EGIE3	Dividendo	1,09495	3/12/2019	29/01/2020	PAGO
EGIE3	JCP	0,36878	3/12/2019	A definir	EX-JURO
ITSA4	Dividendo	0,02000	02/12/2019	02/01/2020	PAGO
LEVE3	JCP	0,46373	22/11/2019	20/12/2019	PAGO
TAEE11	Dividendo	0,35169	21/11/2019	29/11/2019	PAGO
TAEE11	JCP	0,16133	21/11/2019	29/11/2019	PAGO
BRSR6	JCP	0,22184	12/11/2019	09/12/2019	PAGO
TRPL4	Dividendo	0,44554	11/11/2019	03/12/2019	PAGO
TRPL4	JCP	0,28826	11/11/2019	03/12/2019	PAGO
CCRO3	Dividendo	0,46535	21/10/2019	31/10/2019	PAGO
ITSA4	Dividendo	0,02000	02/09/2019	01/10/2019	PAGO
ITSA4	Dividendo	0,34050	16/08/2019	23/08/2019	PAGO
BBSE3	Dividendo	0,89882	12/08/2019	21/08/2019	PAGO
TAEE11	JCP	0,16957	09/08/2019	19/08/2019	PAGO
TAEE11	Dividendo	0,52256	09/08/2019	19/08/2019	PAGO
TRPL4	JCP	0,47786	05/08/2019	19/08/2019	PAGO
ABCB4	JCP	0,47515	05/07/2019	17/07/2019	PAGO
VIVT4	JCP	0,50265	01/07/2019	ago/20	EX-JUROS
ITSA4	Dividendo	0,02000	03/06/2019	01/07/2019	PAGO
TUPY3	Dividendo	0,17340	22/05/2019	18/06/2019	PAGO
TAEE11	JCP	0,19215	20/05/2019	28/05/2019	PAGO
TAEE11	Dividendo	0,05478	20/05/2019	28/05/2019	PAGO
CCRO3	Dividendo	0,29703	08/05/2019	16/05/2019	PAGO
LEVE3	Dividendo	1,49817	07/05/2019	21/05/2019	PAGO
EGIE3	Dividendo	0,09401	07/05/2019	27/09/2019	PAGO
TAEE11	Dividendo	0,16595	03/05/2019	14/05/2019	PAGO
VIVT4	JCP	0,29598	02/05/2019	ago/20	EX-JUROS
CSMG3	JCP	0,35635	27/03/2019	20/05/2019	PAGO
TUPY3	JCP	0,58955	20/03/2019	28/03/2019	PAGO
TUPY3	Dividendo	0,26010	20/03/2019	28/03/2019	PAGO
CSMG3	JCP	0,62026	11/03/2019	10/06/2019	PAGO
VIVT4	JCP	0,36348	01/03/2019	ago/20	EX-JUROS
BBSE3	JCP	0,68255	15/02/2019	26/02/2019	PAGO
CGAS5	JCP	0,07293	04/01/2019	17/01/2019	PAGO
LEVE3	JCP	0,0819	03/01/2019	21/05/2019	PAGO
TAEE11	JCP	0,33938	18/12/2018	28/12/2018	PAGO
TRPL4	Dividendo	0,9607175	12/07/2018	17/12/2018	PAGO
TRPL4	JCP	0,7637175	07/12/2018	17/12/2018	PAGO
TAEE11	Dividendo	0,71157	12/11/2018	22/11/2018	PAGO

Recomendações Encerradas

Estas são as recomendações já encerradas da série *Nord Dividendos*. As recomendações de Venda de cada um dos Ativos constam nos relatórios publicados nas respectivas datas finais.

Ativo	Data Início	Data Final	Preço Início	Preço Final	Proventos Recebidos	Resultado Total
TUPY3	06/02/19	04/02/20	18,38	25,76	1,0230	45,7%
CGAS5	19/12/18	07/03/19	56,51	81,60	0,0729	44,5%
CSMG3	21/11/18	02/05/19	49,26	69,00	0,9766	42,1%

A próxima edição do *NORD Dividendos* será divulgada no dia 04/03/2020, após o fechamento do mercado. Fique atento!

Dúvidas, sugestões e críticas são sempre muito bem-vindas. Nosso canal de comunicação é o e-mail nd@nordresearch.com.br

Até lá!

Ricardo Schweitzer, CNPI

Em observância aos Artigos 20 e 21 da Instrução CVM nº 598/2018, o Analista **Ricardo Schweitzer** declara:

I. Que é o responsável principal pelo conteúdo do presente Relatório de Análise;
II. Que as recomendações constantes no presente Relatório de Análise refletem única e exclusivamente suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente, inclusive com relação à **Nord Research**;

Em observância ao Artigo 22 da Instrução CVM nº 598/2018, a **Nord Research** esclarece que oferece produtos contendo recomendações de investimento pautadas por diferentes estratégias e/ou elaborados por diferentes Analistas. Dessa forma, é possível que um mesmo valor mobiliário encontre recomendações distintas em diferentes produtos por nós oferecidos. As indicações do presente Relatório de Análise, portanto, devem ser sempre consideradas no contexto da estratégia que o norteia.