

Carteira de Dividendos

Abril de 2026

Rodolfo Amstalden
Analista responsável
CNPI

Ruy Hungria
Analista responsável
CNPI

Isabelle Oliveira
Analista
CNPI



Carteira de Dividendos: abr/2026

Objetivo da Carteira de Dividendos

Neste relatório compartilhamos uma carteira de ações que atendem os requisitos que consideramos mais importantes para um portfólio focado em dividendos. O objetivo é encontrar empresas que possuem capacidade de geração de caixa livre (GCL) comprovada, distribuição de proventos sustentáveis e que proporcionam aos seus acionistas o benefício dos juros compostos (compounding).

Damos preferência para modelos de negócio resilientes, com vantagens competitivas, em setores de fortes tendências seculares, previsibilidade de resultados e boa margem de segurança (níveis de valuation e carregamento).

A carteira é composta por oito ativos, com pesos iguais (12,5%) e que atendem todos os pontos citados acima. **É possível investir diretamente na Empiricus Dividendos pelo BTG Investimentos (Investir > Renda Variável > Carteiras Recomendadas).**

Sumário Executivo

Depois de um começo de ano com recordes seguidos, o Ibovespa apresentou a primeira queda mensal desde julho de 2025 por conta do conflito no Oriente Médio. Ainda assim, o desempenho do Ibovespa na comparação com outros índices globais mostra que os ativos brasileiros seguem chamando atenção.

Além disso, por mais que a alta do petróleo tenha piorado as perspectivas para a Selic, o Brasil ainda é um dos países que terá corte na taxa de juros e os outros pilares da tese de investimentos no Brasil seguem de pé (diversificação para fora dos EUA, valuations atrativos e Eleições). Por fim, vale ressaltar que por estar distante geograficamente do conflito e ser exportador líquido de petróleo, o Brasil ficou até mais atrativo relativamente a vários outros emergentes mais diretamente impactados pelo conflito.

Seguimos construtivos com os ativos brasileiros, mas entendemos que o contexto ainda exige muita seletividade de empresas. Com isso em mente, optamos por trocar Cyrela (CYRE3) por SLC Agrícola (SLCE3), que apresentou resultados sólidos referentes ao 4T25 e se beneficia de um panorama mais favorável para o preço dos grãos.

Comentários do mês

Depois de um primeiro bimestre marcado por recordes consecutivos para o Ibovespa, a guerra entre Estados Unidos e Irã alterou essa dinâmica em março.

O principal índice brasileiro recuou 0,7% em março, marcando a primeira queda mensal desde julho de 2025. Apesar disso, o índice brasileiro se saiu relativamente bem na comparação com alguns pares, o que fica mais claro quando observamos as quedas de 9% do ETF MSCI Mercados Emergentes (EEM) e de 4% da Nasdaq e S&P 500 no mesmo período.

É claro que boa parte desse desempenho superior está relacionado às petroleiras, o que inclusive ajudou a nossa carteira – Petrobras disparou 24% no mês.

Mas ainda que a guerra tenha piorado um pouco o cenário (especialmente para os juros), boa parte dos pilares que sustentaram a valorização do Ibovespa desde meados do ano passado seguem de pé.

Para começar, o movimento de diversificação para fora dos EUA continuou ajudando, e o fluxo estrangeiro na bolsa brasileira superou R\$ 8 bilhões em março (de acordo com último dado público). Além disso, o múltiplo das nossas empresas (especialmente as com foco doméstico) segue abaixo da média. Por fim, o gatilho eleitoral ganhou força após as últimas pesquisas mostrarem Flávio Bolsonaro empatado ou até à frente de Lula em alguns cenários.

Dentre os pilares que sustentam a tese, aquele que se enfraqueceu foi o do afrouxamento monetário, por conta de dados de inflação muito ruins divulgados ao longo do mês e pela forte alta dos combustíveis. Se começamos o ano com uma perspectiva de ver a Selic em 12% no fim de 2026, agora esse número já foi revisado para 13,5%-13,75%, e pode subir mais a depender da extensão do conflito.

Ainda que o Comitê de Política Monetária (Copom) tenha cortado 25 bps em março e indicado mais cortes pela frente (uma postura vista como *dovish*, dado o contexto geopolítico), a guerra pode acabar forçando menos cortes, a depender da dinâmica da inflação nos próximos meses.

Outro ponto a se observar é como essa alta de preços afetará a popularidade do governo, e qual será sua reação em ano de eleição.

Isso porque, logo em seu primeiro desafio, o governo já deu sinais de que não está disposto a ver os preços subirem, criando subsídios para tentar impedir a alta do diesel na bomba. Algumas notícias recentes também apontam para um possível represamento nos reajustes das tarifas de energia. Nessa linha, novas medidas populistas podem voltar a levantar preocupações fiscais, estressar o dólar e a curva de juros, o que traria pressão adicional sobre os ativos.

Apesar desse ruído político, é importante destacar que o Brasil também ganha em alguns aspectos. Para começar é um emergente exportador de petróleo e que está geograficamente bem distante do conflito – qualquer país emergente importador de petróleo ou que esteja próximo das regiões afetadas perderá muita atratividade na comparação com o Brasil.

Isso combinado com o fato de termos uma democracia consolidada e um ambiente regulatório minimamente confiável (pelo menos na comparação com outros emergentes) nos colocam como bons candidatos para capturar parte desse fluxo.

Ou seja, comparado com fevereiro, o cenário do início de abril é certamente mais desafiador. Por outro lado, os principais pilares da tese de investimento em ativos locais continuam, os valuations seguem atrativos e, ainda que a perspectiva para a Selic tenha piorado um pouco, o Brasil ainda permanece entre os poucos países que verão seus juros caírem no ano.

Nesse contexto, seguimos construtivos com ações brasileiras, mas entendemos que o contexto ainda exige muita seletividade, com papéis menos dependentes do afrouxamento monetário, que tenham claras vantagens competitivas e posições de destaque em seus setores.

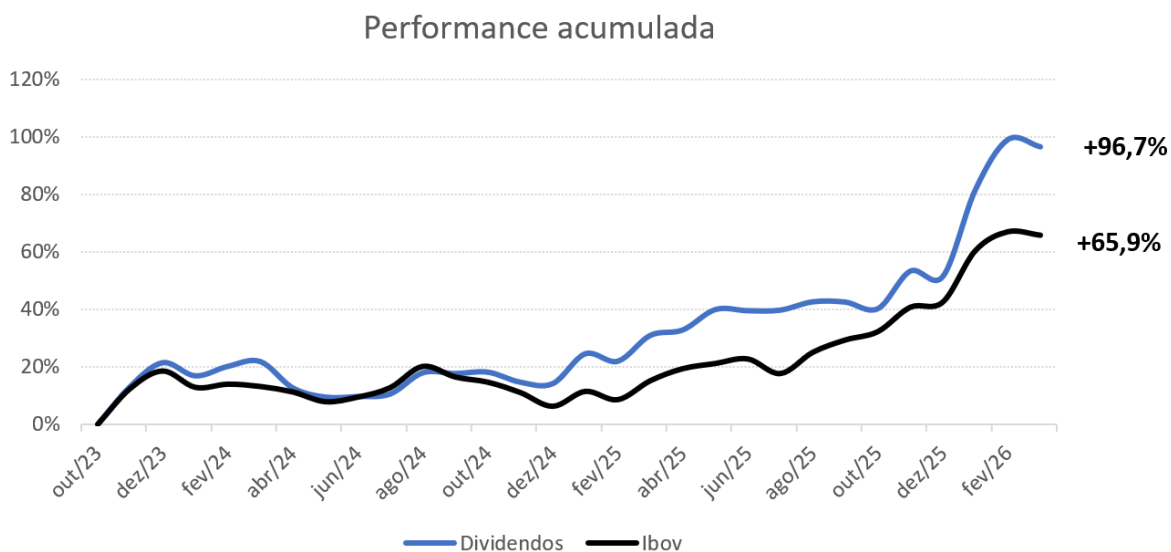
Ticker	Março/26 (%)
PETR4	+23,7%
B3SA3	+2,8%
PSSA3	-2,4%
AXIA6	-4,0%
VIVT3	-4,4%
ITUB4	-6,3%
MULT3	-8,8%
CYRE3	-11,1%
Retorno da Carteira	-1,3%

No mês de março, o destaque positivo foi Petrobras, ajudada pela forte valorização do petróleo no período. Cyrela, por outro lado, esteve entre os destaques negativos, atrapalhada pela perspectiva de piora para os juros, o que afeta o apetite por financiamentos imobiliários.

Com isso em mente, optamos por trocar Cyrela (CYRE3) por SLC Agrícola (SLCE3), que apresentou resultados sólidos referentes ao 4T25 e se beneficia de um panorama mais favorável para o preço dos grãos.

Ativos para o mês	Peso
Axia (AXIA6)	12,5%
B3 (B3SA3)	12,5%
Itaú (ITUB4)	12,5%
Multiplan (MULT3)	12,5%
Petrobras (PETR4)	12,5%
Porto (PSSA3)	12,5%
SLC Agrícola (SLCE3)	12,5%
Telefônica – Vivo (VIVT3)	12,5%

Abaixo apresentamos o desempenho histórico da carteira.



Ano	Carteira	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	ANO	Acumulado
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%	-2,9%	-0,5%	-6,0%	14,1%
	Ibovespa	-4,8%	1,0%	-0,7%	-1,7%	-3,0%	1,5%	3,0%	6,5%	-3,1%	-1,6%	-3,1%	-4,3%	-10,4%	6,3%
2025	Carteira de Dividendos	9,1%	-2,1%	7,4%	1,5%	5,3%	-0,3%	0,2%	2,1%	-0,1%	-1,6%	9,3%	-1,2%	32,8%	51,5%
	Ibovespa	4,9%	-2,6%	6,1%	3,7%	1,5%	1,3%	-4,2%	6,3%	3,4%	2,3%	6,4%	1,3%	34,2%	42,6%
2026	Carteira de Dividendos	19,9%	9,7%	-1,3%										29,8%	96,7%
	Ibovespa	12,6%	4,1%	-0,7%										16,3%	65,9%

Multiplan (MULT3)

Multiplan é uma das maiores e melhores administradoras de shopping centers do país.

i) Excelente histórico de execução operacional e boa gestão de espaços, com portfólio de ativos premium, bem localizados em áreas de crescimento e renda acima da média nacional. O portfólio voltado para classes de renda elevada também contribui para resultados menos dependentes do ambiente macro.

ii) Ótimo histórico de alocação de capital, seja na compra e venda de shoppings, recompra de ações ou expansões de ativos, que agregam muito valor com baixos riscos comerciais.

iii) Beneficiada pelo ciclo de cortes de juros, dado o maior endividamento que as pares.

iv) Resultados do 4T25 acima das expectativas do mercado, com crescimento de vendas, manutenção da elevada ocupação e expansão de margens, reforçando a qualidade dos ativos e da gestão.

Riscos: erros de alocação de capital, especialmente compra/venda de ativos, reversão da expectativa de cortes de juros e forte desaceleração econômica, ainda que esteja posicionada em um segmento mais resiliente.



Ticker	MULT3
Valor de Mercado	R\$ 16,3 bi
P/L (26E)	13,5x
EV/Ebitda (26E)	10,9x
DY (26E)	3,6%
Performance (YTD)	+17,8%

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



Itaú (ITUB4)

O Itaú Unibanco (ITUB4) atua em mais de 18 países e é o maior banco privado da América Latina. Entre os pilares da tese, podemos citar:

i) Performance superior em crédito: capacidade de antecipar ciclos de crédito, ajustando o risco da carteira conforme o cenário antevisto – uma habilidade que diferencia o banco da maioria dos pares.

ii) Experiência do cliente: a jornada do cliente se tornou mais prioritária na estratégia, o que vemos como proteção da elevada participação de mercado do banco.

iii) Eficiência: a transformação digital, com migração da estrutura para a nuvem e automatização de processos com IA, deve ser uma alavanca adicional para a manutenção do ROE em patamar elevado.

iv) Valuation: ITUB4 negocia a 2,1x seu valor patrimonial, o que representa um prêmio sobre seus principais pares, mas amplamente justificado pela rentabilidade superior e a consistência na execução.

Riscos: i) desaceleração relevante da concessão de crédito; ii) aumento de inadimplência maior que a esperada; e iii) competição irracional no crédito.

	
Ticker	ITUB4
Valor de Mercado	R\$ 475,7 bi
P/L (26E)	8,8x
DY (26E)	7,4%
Performance (YTD)	+11,9%

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



Telefônica – Vivo (VIVT3)

A Vivo (VIVT3) é a maior companhia de telecomunicações do país, com histórico operacional mais longo e eficiente que suas rivais. Estão entre os pilares da tese:

i) Crescimento sustentável: os principais negócios (móvel, fibra e B2B) seguem mostrando crescimento consistente, sustentando expansão de ebitda e lucro.

ii) Controle de Capex: nos últimos anos, a Vivo investiu pesado em avenidas importantes de expansão (fibra e 5G). Agora, ela consegue desacelerar os investimentos, o que se traduz em maior potencial de distribuição de proventos

iii) Mudança do regime de concessão para autorização: além de economias anuais da ordem de R\$ 1 bilhão e venda de ativos, permitirá que a companhia foque nos segmentos que mais crescem (fibra e 5G), ao invés de voz.

iv) Valuation atrativo (5,1x valor da firma/ebitda e 6,9x fluxo de caixa), mesmo depois da forte alta recente.

Riscos: i) competição acirrada e/ou desaceleração acentuada nos segmentos móvel e fibra; ii) aumento acentuado do Capex.



Ticker	VIVT3
Valor de Mercado	R\$ 131,8 bi
P/L (26E)	13,9x
EV/Ebitda (26E)	5,1x
DY (26E)	6,5%
Performance (YTD)	+25,1%

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



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.

Pilares da tese:

i) Diversificação: a atuação em novas vertentes, como dados, novos tipos de ativos (cripto, entre outros), tem ajudado a reduzir a dependência da renda variável e abre novas avenidas importantes de crescimento.

ii) Alta sensibilidade ao fluxo estrangeiro e melhora do apetite por risco com juros menores, que empurram mais investidores para a renda variável, que apesar da diversificação, ainda é bastante relevante. Esses fatores já têm ajudado desde o início do ano.

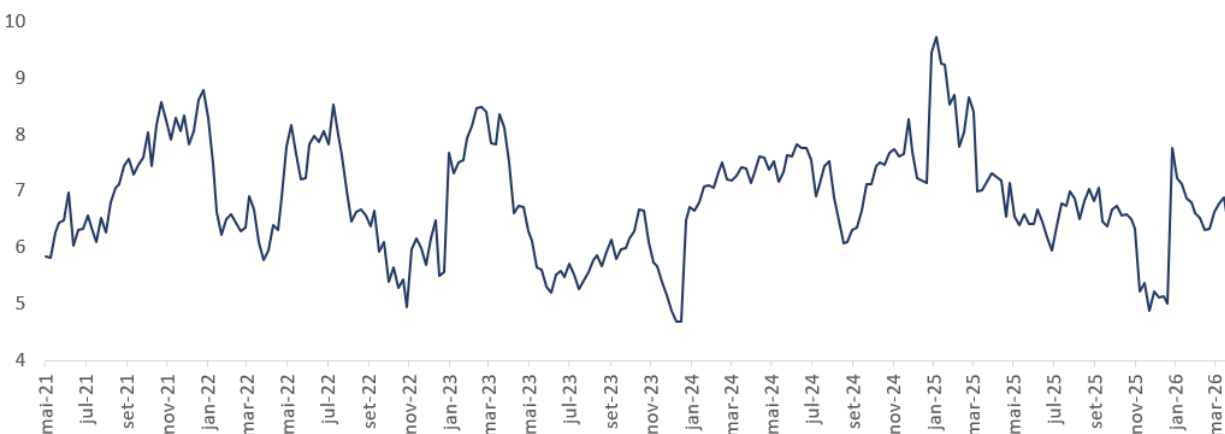
iii) Valuation: B3SA3 negocia por 15,5x o lucro estimado para 2026, patamar atrativo diante do múltiplo médio de 17,7x nos últimos dez anos.

Riscos: i) piora das expectativas de corte de juros; ii) reversão do fluxo estrangeiro.



Ticker	B3SA3
Valor de Mercado	R\$ 92,9 bi
P/L (26E)	15,5x
EV/Ebitda (26E)	10,7x
DY (26E)	6,6%
Performance (YTD)	+36,2%

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



Petrobras (PETR4)

Petrobras explora e produz (E&P) petróleo, um segmento que pode ser um baita gerador de caixa nas mãos de quem tem know-how e bons ativos.

Pilares da tese:

i) Pré-sal: além do petróleo leve, ótima qualidade e valor comercial, a quantidade de óleo e a produtividade são brutais, o que proporciona alta diluição de custos e um lifting cost muito competitivo.

ii) Petróleo valorizado: mesmo com preocupações de sobreoferta, o petróleo se manteve firme acima dos US\$ 60/barril. A forte alta com o conflito no Irã apenas reforça sua importância como hedge geopolítico.

iii) Alocação de capital: a maior parte do capex é investida em E&P, o que é positivo para a rentabilidade e para os dividendos (isso foi reafirmado no Plano de Investimentos 2026-2030).

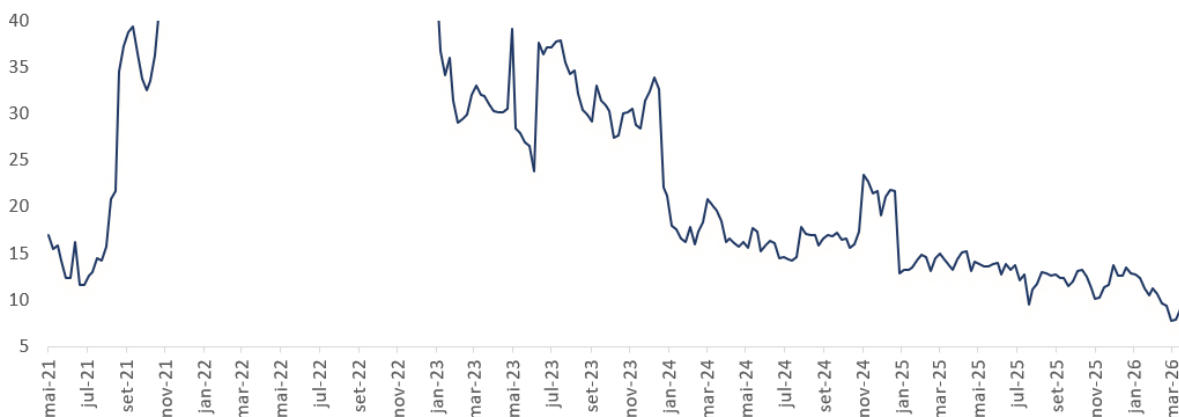
iv) Valuation: por apenas 3,7x ev/ebitda e um dividend yield de 9%, PETR4 apresenta yields e valuation atrativos, além de ser uma das teses que mais podem se beneficiar do cenário eleitoral.

Risco: i) possíveis interferências políticas (mitigadas pela Lei das Estatais); ii) mudança de alocação de capital para vertentes com pouca rentabilidade;



Ticker	PETR4
Valor de Mercado	R\$ 666,3 bi
P/L (26E)	6,2x
EV/Ebitda (26E)	3,7x
DY (26E)	8,6%
Performance (YTD)	+57,9%

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



Porto (PSSA3)

Líder no segmento de seguro auto com participação de mercado relevante, Porto é uma tese que une um longo e ótimo histórico de execução com múltiplos interessantes. Além de Seguro, a Porto conta com outras três divisões: Saúde, Bank e Serviços

i) Diversificação com rentabilidade: a companhia tem buscado diversificar seu portfólio com a venda de outros tipos de seguro (como celular, vida, residência, etc) e também em outras verticais, como Saúde/Odonto, Serviços e Banco, com rentabilidades elevadas e ótimo crescimento, amenizando o momento mais desafiador para frotas.

ii) Resultado financeiro: o rendimento das aplicações da Porto é superior a 50% do lucro antes de impostos, o que também se torna uma vantagem em momentos de Selic elevada, como o atual. É verdade que a expectativa é de cortes da Selic nos próximos meses, mas o nível ainda permanecerá elevado o suficiente para sustentar bons resultados nessa frente.

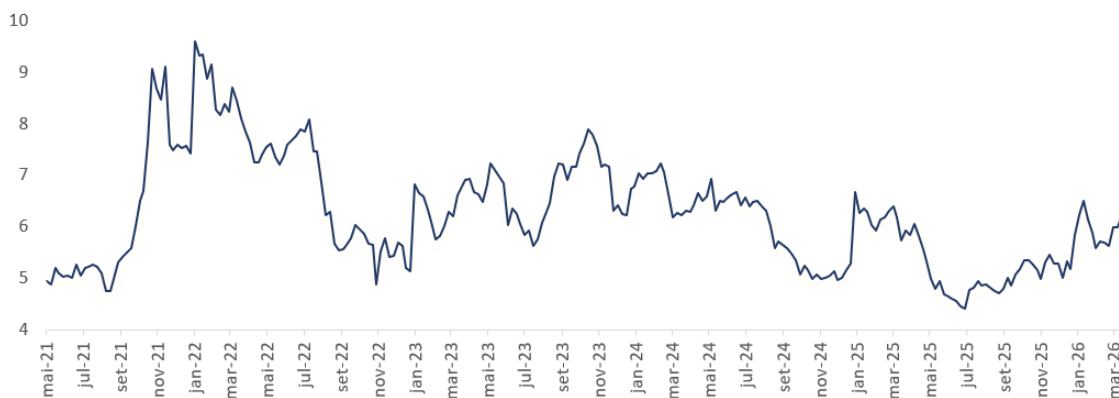
ii) Valuation atrativo e bom carregamento: PSSA negocia por apenas 8,8x lucros esperados para 2026, um dividend yield superior a 5,0% e chances de surpreender positivamente o mercado.

Riscos: i) aumento da sinistralidade e desaceleração em Auto (dada sua relevância) e na Porto Saúde (dado o seu crescimento projetado); ii) desastres naturais.



Ticker	PSSA3
Valor de Mercado	R\$ 32,7 bi
P/L (26E)	8,8x
EV/Ebit (26E)	10,1x
DY (26E)	5,9%
Performance (YTD)	+5,6%

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



Axia Energia (AXIA6)

A Axia Energia 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. Entre os pilares que sustentam nossa visão positiva estão:

i) Melhorias pós privatização: a companhia vem passando por uma profunda transformação, com redução de endividamento, corte de gastos, venda de ativos non core e redução de contingentes.

ii) Preço de energia: a combinação de gargalos de transmissão e piora dos níveis dos reservatórios têm ajudado a elevar os preços de energia, uma situação que não deve ser revertida tão cedo – bom para os resultados da Axia, que acertadamente tem adotado uma estratégia de manter boa parte do portfólio descontratado para aproveitar essa valorização.

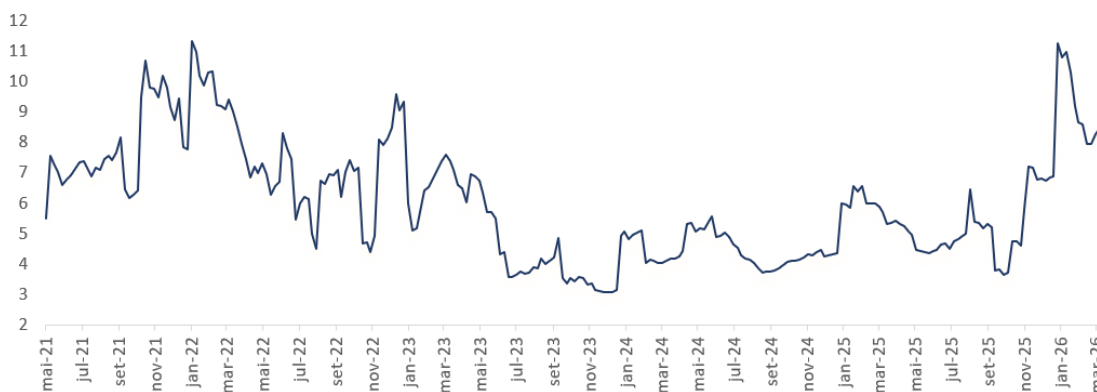
iii) Valuation: AXIA6 negocia por 7,2x ev/ebitda, um dos níveis mais atrativos do setor, e conta com melhoria de eficiência, modernização dos ativos de transmissão e captura da valorização dos preços de energia.

Riscos: i) interferência do governo (tentativas passadas foram frustradas, mas podem repetir e impactar o preço da ação); ii) queda do preço de energia dada sua elevada descontratação;



Ticker	AXIA6
Valor de Mercado	R\$ 171,1 bi
P/L (26E)	14,3x
EV/Ebitda (26E)	7,2x
DY (26E)	7,0%
Performance (YTD)	+22,4%

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



SLC Agrícola (SLCE3)

A SLC Agrícola é a melhor operadora do agronegócio do país, destacando-se por um modelo de negócio cada vez mais asset light. Os pilares da tese são:

i) Superioridade do agro brasileiro: o setor tem se destacado e ganhado relevância no mercado internacional, e ainda conta com grande capacidade de expansão, dada a quantidade de terras não cultivadas. A demanda crescente por biocombustíveis e alimentos mantém perspectivas positivas para o aumento de produção de grãos brasileiros.

ii) Produtividade acima da média: a companhia entrega consistentemente resultados acima do mercado, reforçando sua eficiência operacional mesmo em cenários setoriais adversos.

iii) Asset light: o foco cada vez maior em arrendamento ao invés de aquisição de terra permite maior flexibilidade na alocação de capital, sustentando um crescimento de baixo custo e níveis elevados de ROIC.

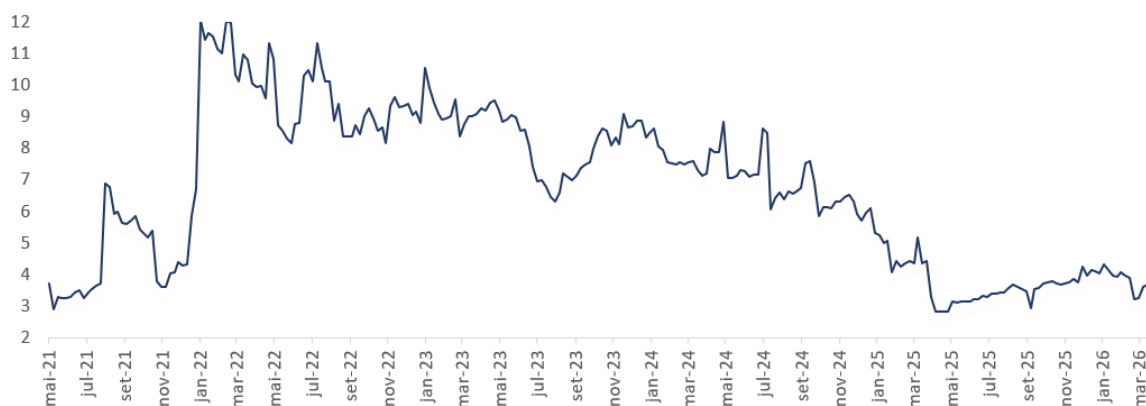
iv) Hedge macro: em um negócio perene e de demanda estruturalmente positiva no longo prazo, a tese funciona como um hedge natural para momentos macroeconômicos adversos.

Riscos: i) clima adverso que leve a uma quebra representativa de safra; ii) aquisições por preços desfavoráveis; iii) alta maior do que a esperada nos custos com fertilizantes.



Ticker	SLCE3
Valor de Mercado	R\$ 9,3 bi
P/L (26E)	11,5x
EV/Ebitda (26E)	6,6x
DY (26E)	3,6%
Performance (YTD)	+31,1%

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



Fontes: Bloomberg e Empiricus.

Histórico de dividend yield

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	Total
2023												2,3%	2,3%
2024	0,2%	0,0%	4,7%	0,6%	3,4%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	0,5%	0,6%	10,7%
2025	0,4%	0,0%	6,1%	0,8%	0,4%	0,3%	1,2%	0,8%	0,3%	0,0%	0,2%	4,4%	15,7%
2026	4,8%	0,2%	0,2%										5,3%

Um abraço e bons investimentos,

Rodolfo Amstalden, CNPI – Analista responsável pela estratégia

Ruy Hungria, CNPI – Analista responsável pela estratégia

Isabelle Oliveira, CNPI

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.