

# Carteira de Dividendos

## Maio de 2026

**Rodolfo Amstalden**  
Analista responsável  
CNPI

**Ruy Hungria**  
Analista responsável  
CNPI

**Isabelle Oliveira**  
Analista  
CNPI



# Carteira de Dividendos: mai/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 carregos).

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

O mercado chegou ao fim de abril com as mesmas incertezas sobre o fim do conflito entre Estados Unidos e Irã, o que tem resultado em aumento das expectativas para inflação e, consequentemente, para a Selic. Diante disso, o Ibovespa até apresentou um desempenho digno no mês, e contou com fluxo gringo positivo. Isso só reforça o que temos falado: mesmo nesse contexto, os ativos brasileiros seguem atrativos de maneira geral.

Mas nem todas as empresas se aproveitam igualmente desse fluxo. Na verdade, o mês de abril continuou mostrando uma clara preferência por empresas consolidadas e conhecidas, com baixo endividamento, boa geração de caixa e menos sensíveis à política monetária. Assim, nossa carteira segue bem-posicionada e vem apresentando ótimo desempenho no ano, justamente por sua composição focada em empresas sólidas e pagadoras de dividendos.

Para o mês, propomos a saída de SLC Agrícola (SLCE3) por conta da piora nas perspectivas de custos e colocamos Vale (VALE3), que segue entregando evolução consistente de resultados, especialmente em sua divisão de metais básicos.

## Comentários do mês

O mercado chegou ao fim de abril fazendo a mesma pergunta que tinha no início do mês: até quando vai durar o conflito entre Estados Unidos e Irã?

Ao longo do mês, chegamos a ver alguma aproximação entre as partes e até um anúncio de cessar-fogo – dia em que o Ibovespa subiu quase 3%, inclusive.

Mas as negociações têm sido muito mais difíceis do que o mercado gostaria, com troca de acusações e exigências que minimizam as chances de um encerramento do conflito tão cedo.

Em termos práticos, a cada dia que a guerra se estende, as expectativas para a inflação aumentam e, conseqüentemente, para a Selic também.

O relatório Focus, que começou 2026 esperando um IPCA de 4,0% e uma Selic de 12,25%, agora tem números mais próximos de 4,9% e 13,0%, respectivamente – e com viés de alta, em nossa visão.

Aliás, os últimos dados de inflação apresentados em abril (destaque para o IPCA-15, que subiu 0,89% em um mês) reforçam essa tese.

Diante desse cenário bem mais turvo, o Banco Central ajustou o discurso e a magnitude dos cortes: repetiu em abril a redução de 0,25 p.p. na Selic (menor que os cortes de 0,50 p.p. esperados no início do ano).

Diante dessa piora de expectativas, o Ibovespa até apresentou um desempenho digno no mês, dada as circunstâncias, e ainda contou com fluxo gringo positivo de R\$ 6,8 bilhões.

Talvez mais importante ainda seja o desempenho do real, que subiu 4% frente ao dólar e apenas reforça aquilo que temos falado nos últimos meses: mesmo com a guerra e eventuais ajustes nas perspectivas de juros e lucros corporativos, os ativos brasileiros seguem atrativos de maneira geral.

O Brasil ainda está entre os poucos países onde haverá cortes de juros e o interesse pela diversificação para fora dos Estados Unidos segue forte. Além disso, o Brasil está bem distante do conflito, é um grande fornecedor de commodities e ainda tem um possível gatilho eleitoral pela frente. Ou seja, o país segue bem-posicionado e a continuidade do fluxo gringo em abril apenas comprova isso.

O problema é que nem todas as empresas se aproveitam igualmente desse fluxo. Na verdade, o mês de abril continuou mostrando uma dinâmica que vem se repetindo desde o fim do ano passado: uma clara preferência por empresas mais consolidadas e conhecidas, com baixo endividamento, boa geração de caixa e menos sensíveis à política monetária.

Do outro lado do espectro, empresas com maior foco doméstico e que são mais dependentes do ciclo de juros têm sofrido mais, o que fica claro quando comparamos a diferença de desempenhos entre os índices Ibovespa (+16%) e Small Caps (2,4%) até aqui em 2026.

Nossa carteira segue bem-posicionada neste contexto e vem apresentando ótimo desempenho no ano até aqui, justamente por sua composição focada justamente em empresas sólidas e pagadoras de dividendos.

Ticker	Abril/26 (%)
AXIA6	+7,0%
PETR4	+2,2%
PSSA3	+0,3%
MULT3	-0,3%
ITUB4	-0,6%
B3SA3	-1,6%
VIVT3	-4,5%
SLCE3	-9,1%
<b>Retorno da Carteira</b>	<b>-0,8%</b>

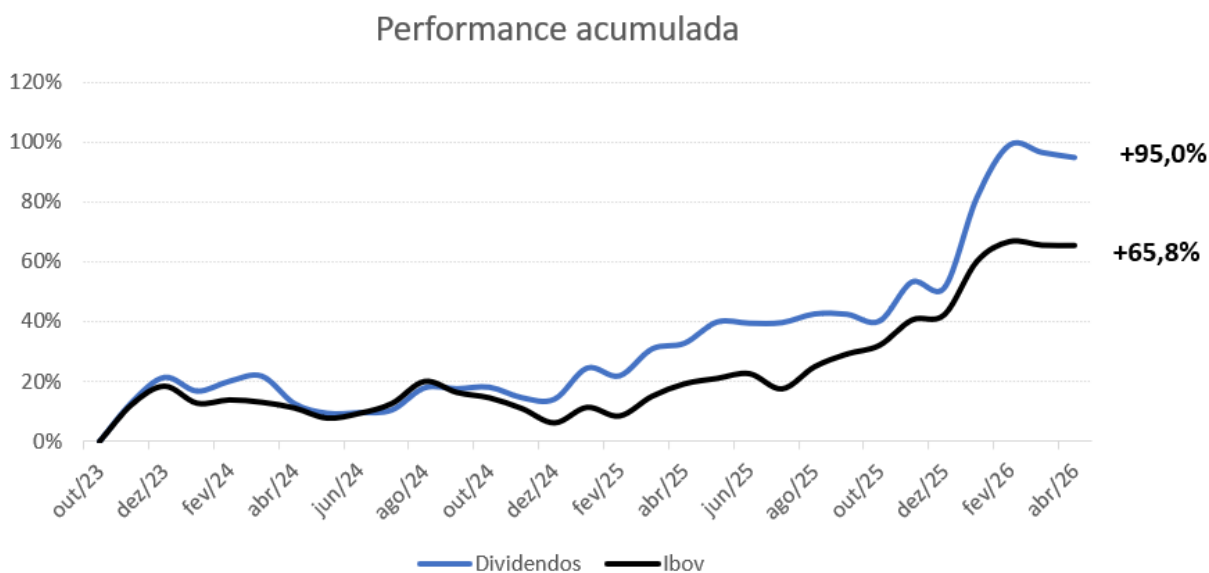
O destaque positivo do mês foi Axia Energia, que segue sendo beneficiada pela revisão de preços de energia para cima. Na ponta negativa, as ações da SLC Agrícola acabaram sendo pressionadas pela piora nas perspectivas de custos, por conta da guerra.

Para este mês, propomos a saída de SLC Agrícola (SLCE3) pelo motivo mencionado e colocamos Vale (VALE3) em seu lugar, que segue entregando evolução consistente de resultados, especialmente em sua divisão de metais básicos.

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%
Telefônica – Vivo (VIVT3)	12,5%
Vale (VALE3)	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%	-0,8%									28,7%	95,0%
	Ibovespa	12,6%	4,1%	-0,7%	-0,1%									16,3%	65,8%

## Multiplan (MULT3)

Multiplan é uma das maiores e melhores administradoras de shopping centers do país. Estão entre os pilares da tese:

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.

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	<b>MULT3</b>
Valor de Mercado	<b>R\$ 16,3 bi</b>
P/L (26E)	<b>14,0x</b>
EV/Ebitda (26E)	<b>10,9x</b>
DY (26E)	<b>3,5%</b>
Performance (YTD)	<b>+17,3%</b>

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



Fontes: Bloomberg e Empiricus.

## 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.

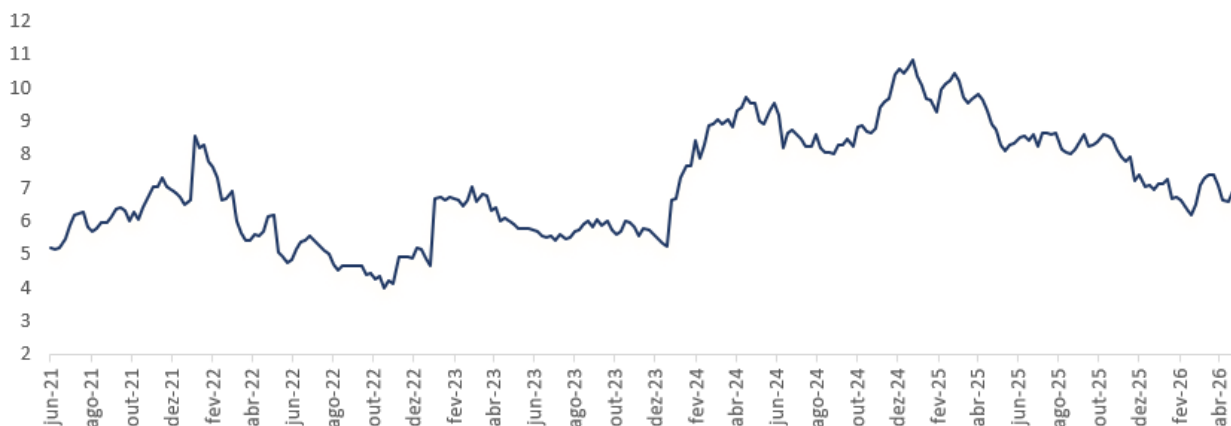
iii) Eficiência: a transformação digital, com migração da estrutura para a nuvem e automatização de processos com IA, deve ser uma alavanca adicional para a manutenção do ROE em patamar elevado.

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	<b>ITUB4</b>
Valor de Mercado	<b>R\$ 478,3 bi</b>
P/L (26E)	<b>9,1x</b>
DY (26E)	<b>7,1%</b>
Performance (YTD)	<b>+10,6%</b>

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.

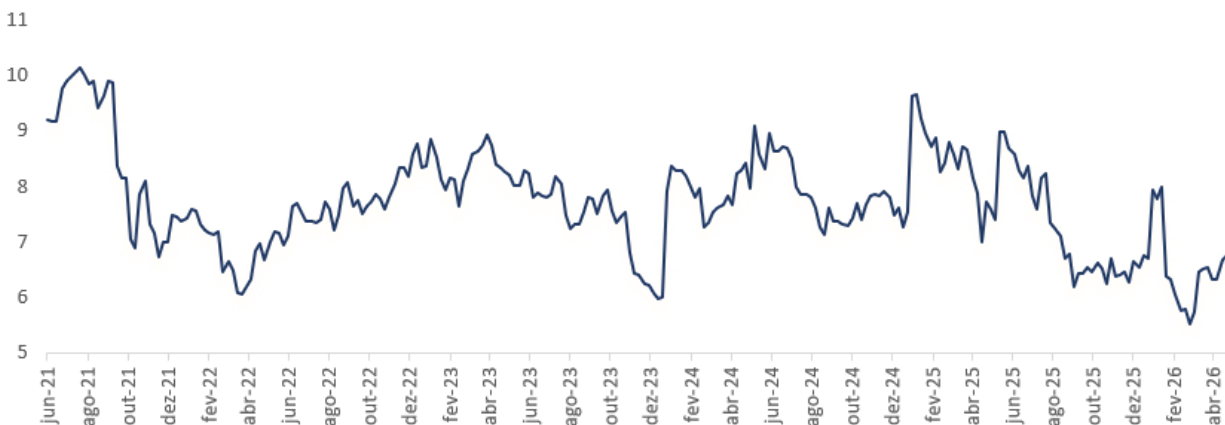
iv) Valuation atrativo (5,1x valor da firma/ebitda e 6,9x fluxo de caixa), mesmo depois da forte alta no ano.

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



Ticker	VIVT3
Valor de Mercado	R\$ 125,4 bi
P/L (26E)	13,0x
EV/Ebitda (26E)	5,1x
DY (26E)	6,9%
Performance (YTD)	+18,6%

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. Entre os pilares da tese, podemos citar:

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.

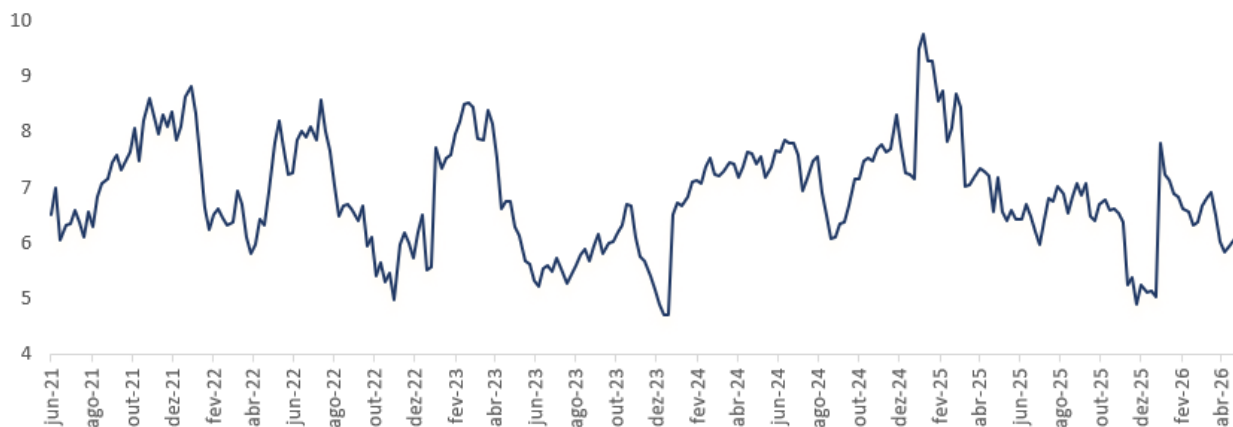
iii) Valuation: B3SA3 negocia por 15,5x o lucro estimado para 2026, patamar atrativo diante do múltiplo médio de 17,7x nos últimos dez anos.

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

**[B]<sup>3</sup>**

Ticker	<b>B3SA3</b>
Valor de Mercado	<b>R\$ 91,0 bi</b>
P/L (26E)	<b>15,1x</b>
EV/Ebitda (26E)	<b>10,9x</b>
DY (26E)	<b>6,4%</b>
Performance (YTD)	<b>+34,6%</b>

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



Fontes: Bloomberg e Empiricus.

## 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. Estão entre os 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).

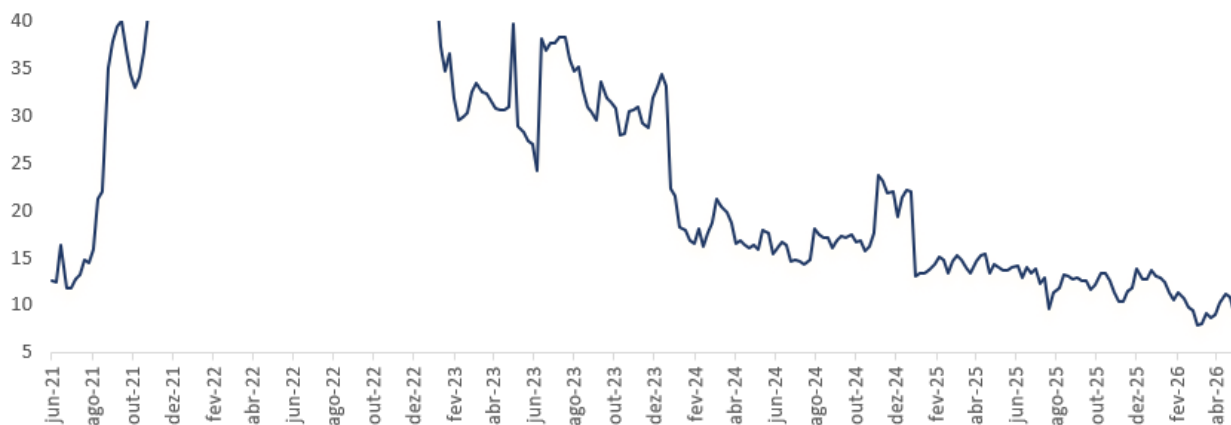
iv) Valuation: por apenas 3,5x ev/ebitda e um dividend yield de 9,6%, PETR4 apresenta yields e valuation atrativos, além de ser uma das teses que mais podem se beneficiar do cenário eleitoral.

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\$ 674,6 bi
P/L (26E)	4,7x
EV/Ebitda (26E)	3,5x
DY (26E)	9,6%
Performance (YTD)	+59,0%

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



Fontes: Bloomberg e Empiricus.

## 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. Entre os pilares da tese, podemos citar:

i) Diversificação com rentabilidade: a diversificado 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 frota.

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. Mesmo com alguns cortes projetados, a taxa permanecerá elevada o suficiente para sustentar bons resultados nessa frente.

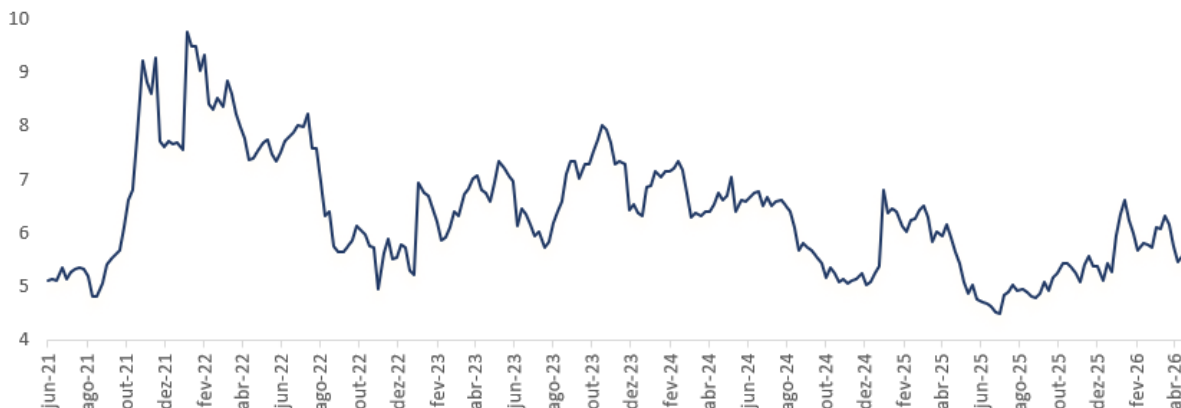
ii) Valuation atrativo e bom carregamento: PSSA negocia por apenas 9,0x lucros esperados para 2026, um dividend yield superior a 5,0% e chances de surpreender positivamente o mercado.

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	<b>PSSA3</b>
Valor de Mercado	<b>R\$ 32,2 bi</b>
P/L (26E)	<b>9,0x</b>
EV/Ebit (26E)	<b>10,3x</b>
DY (26E)	<b>6,0%</b>
Performance (YTD)	<b>+6,7%</b>

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 maior participação de fontes intermitentes 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.

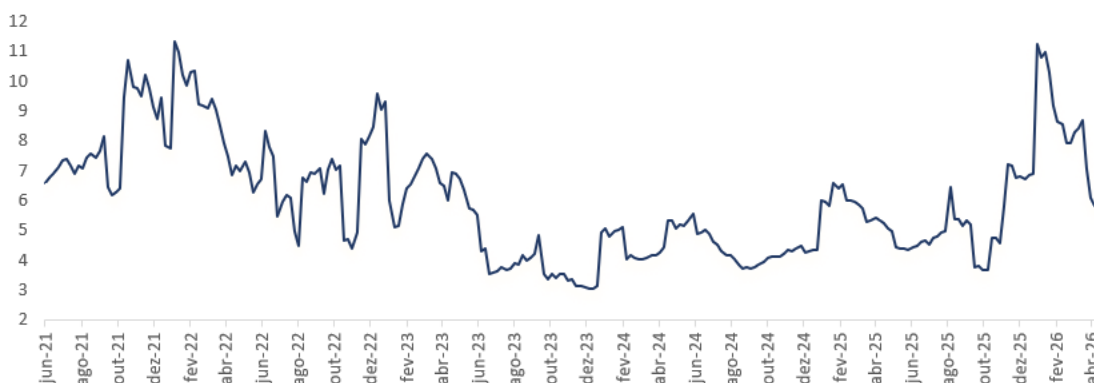
iii) Valuation: AXIA6 negocia por 7,6x ev/ebitda, um dos níveis mais atrativos do setor, e conta com melhoria de eficiência, modernização dos ativos de transmissão e captura da valorização dos preços de energia.

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 descontração;



Ticker	<b>AXIA6</b>
Valor de Mercado	<b>R\$ 181,5 bi</b>
P/L (26E)	<b>14,3x</b>
EV/Ebitda (26E)	<b>7,6x</b>
DY (26E)	<b>5,4%</b>
Performance (YTD)	<b>+31,4%</b>

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



## Vale (VALE3)

A Vale é uma das maiores mineradoras globais e líder na produção de minério de ferro, além de possuir exposição relevante a cobre e níquel, o que adiciona opcionalidade à tese. Estão entre os pilares da tese:

i) Minério de ferro resiliente: o minério tem se mostrado mais resistente do que o esperado ao longo dos últimos ciclos, sustentado por dinâmica de oferta mais restrita, elevada depleção global e demanda ainda sólida, com maior diversificação geográfica. Além disso, a Vale está entre os produtores de menor custo, o que traz muito mais segurança à tese.

ii) Previsibilidade operacional: nos últimos anos a Vale investiu em melhorias operacionais que se traduziram em menos paradas, maior previsibilidade, aumento de produção e consequente diluição de custos.

iii) Forte geração de caixa e retorno ao acionista: Vale combina elevada geração de caixa e potencial de retorno ao acionista próximo de dois dígitos, sustentado por dividendos recorrentes e eventuais distribuições adicionais.

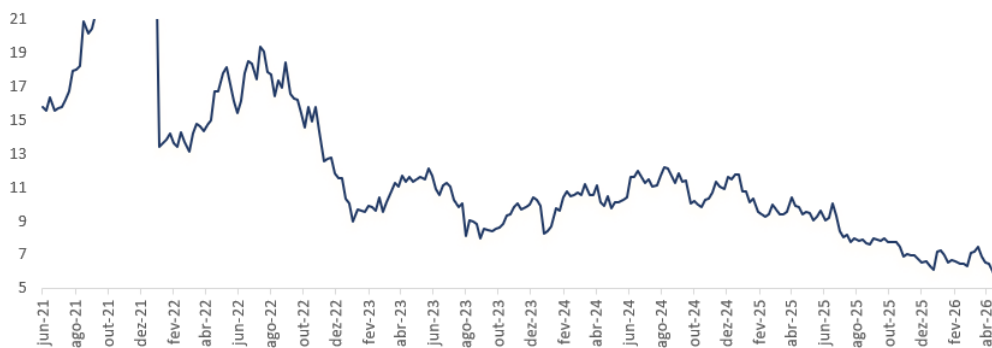
iv) Potencial em metais básicos: a divisão de cobre (e, em menor grau, níquel) vem ganhando relevância e pode destravar valor ao longo do tempo, em um movimento ainda pouco refletido no valuation atual.

Riscos: i) queda relevante do preço do minério de ferro; ii) deterioração da demanda global; iii) riscos regulatórios ou ambientais.



Ticker	<b>VALE3</b>
Valor de Mercado	<b>R\$ 346,6 bi</b>
P/L (26E)	<b>8,1x</b>
EV/Ebitda (26E)	<b>4,9x</b>
DY (26E)	<b>8,9%</b>
Performance (YTD)	<b>+12,4%</b>

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



## Histórico de dividend yield

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	Total
<b>2023</b>												2,3%	2,3%
<b>2024</b>	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%
<b>2025</b>	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%
<b>2026</b>	4,8%	0,2%	0,2%	0,0%									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.