

Instituições Financeiras Não Bancárias – Perspectivas para 2024

Atualizando Recomendações, Preços-Alvo e Estimativas

Henrique Navarro

Arnon Shirazi, CFA

Anahy Rios

Perspectivas para 2024 – Brasil: Se tentarmos encontrar um tema comum para todas as empresas desse grupo eclético, acreditamos que seria o ciclo de afrouxamento monetário. Nesse sentido, temos uma situação interessante em que há de fato um impacto positivo do ambiente de taxa Selic mais baixa, mas esse impacto positivo é mais em termos de sentimento do que no nível operacional, porque independentemente da queda de 317 bps na taxa média de juros locais em 2024 vs. 2023, o Brasil ainda será um país com uma taxa Selic de dois dígitos em 2024 (~10% de taxa Selic média). Assim, o verdadeiro impacto de uma Selic mais baixa pode ser mais uma história de 2025 para a XP (à medida que os investidores pessoa física migram da renda fixa para os fundos de ações) e B3 (graças ao aumento de ADTV). Devido ao melhor momento (prevemos o maior crescimento a/a do LPA entre as empresas que cobrimos) e narrativa (esperamos que novas verticais desbloqueiem valor), a XP é a nossa *Top Pick*.

XP: Com forte previsão de crescimento do LPA para 2024 (apoiado um comparativo fácil) e 2025 (apoiado pela recuperação do *take-rate*, AuC e novas verticais), a XP continua sendo a nossa *Top Pick* entre as Instituições Financeiras Não Bancárias sob nossa cobertura. Observamos que, se a empresa entregar o ponto médio do *guidance* para 2026, ela estaria sendo negociada a um P/L 2026 de 11x, barato, em nossa visão.

B3: Prevemos que o ADTV cresça 15% a/a, para R\$ 29 bilhões, levando a um lucro líquido ajustado de R\$ 5,257 bilhões, 5% acima do consenso. Os ganhos de eficiência devem desempenhar um papel importante em 2024, de acordo com o *guidance* da B3, implicando um potencial altista para os nossos números de 2024. Atualizamos novamente nossa análise de sensibilidade: para cada R\$ 5 bilhões de aumento do ADTV, nosso preço-alvo aumentaria em ~R\$ 3,00. Reiteramos nosso preço-alvo de R\$ 17,00 (2024E), mantendo a recomendação de “Manutenção”.

Itaúsa: A Itaúsa continua sendo uma *proxy* para investir no Itaú com um desconto significativo, e temos uma recomendação de “Compra” para as ações do Itaú Unibanco. Destacamos, porém, que o desconto da Itaúsa em relação à NAV ainda é considerável, e não vemos redução material no curto prazo.

Pátria Investimentos: O Pátria está no caminho para entregar um bom 2023, na nossa visão, e esperamos que 2024 seja ainda melhor, já que a empresa converge com sucesso para seu *guidance* de 2025. Desde seu IPO, em 2021, a execução do plano de crescimento da empresa tem sido sólida, com amplas transações de M&A realizadas. Para 2024, esperamos um lucro distribuível de US\$ 218 milhões, alta de 27% a/a. Estamos apresentando nosso preço-alvo de US\$ 23,00 (2024E) e reiterando nossa recomendação de “Compra”.

ClearSale: Estamos rebaixando a ação para “Manutenção”, além de apresentar nosso preço-alvo R\$ 3,50 (2024E). Nosso rebaixamento pode ser explicado por: (i) resultados fracos nos últimos dois anos; (ii) queima contínua de caixa; e (iii) a falta de visibilidade sobre os próximos anos. Na nossa visão, 2024 deve ser um ano melhor em relação a 2023, mas não o suficiente para sustentar uma perspectiva positiva.

Figura 1 – Alterações

	Target Price		Recommendation	
	old	new	old	new
Brazil				
XP Inc.	\$36.00	\$36.00	Outper.	Outper.
B3	R\$ 17.00	R\$ 17.00	Neutral	Neutral
Itaúsa	R\$ 12.00	R\$ 14.00	Outper.	Outper.
Pátria	\$20.00	\$23.00	Outper.	Outper.
ClearSale	R\$ 12.00	R\$ 3.50	Outper.	Neutral

Fonte: Santander Research.

Visão do Setor

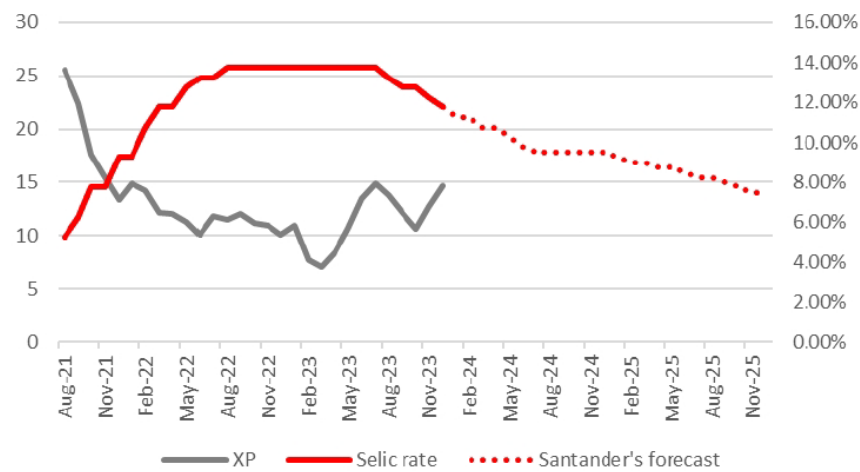
Figura 2 – Tabela Comparativa

Company	Ticker	Rating	Current Price	Target Price	Upside	Market Cap. (US\$) (bn)	ADTV 3 Months (lci cmcy) (mn)	P/BV		P/E		EPS Growth		ROAE		Dividend Yield	
								2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Brazil																	
XP Inc	XP	Outperform	USD 25.5	USD 33.0	29.4%	USD 2.8	USD 120.0	3.1x	2.7x	14.6x	12.1x	23.4%	20.3%	21.3%	22.5%	4.0%	4.0%
B3	B3SA3	Neutral	BRL 14.0	BRL 17.0	21.6%	USD 15.9	BRL 490.0	4.1x	4.1x	15.4x	14.1x	23.5%	9.4%	26.8%	29.3%	6.7%	7.3%
Pátria	PAX	Outperform	USD 14.0	USD 23.0	64.1%	USD 0.4	N/A	N/A	N/A	14.7x	11.8x	26.7%	24.7%	N/A	N/A	5.8%	7.2%
ClearSale	CLSA3	Neutral	BRL 3.4	BRL 4.0	18.3%	USD 0.1	N/A	0.9x	0.9x	33.5x	45.9x	N/M	N/A	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Fontes: Estimativas do Santander, Bloomberg.

É a hora das empresas de beta alto. Agosto de 2023 marcou o primeiro corte na taxa Selic desde agosto de 2020, e nossa equipe macro espera que os cortes continuem gradualmente até o ano de 2025, quando a Selic pode chegar a 7%. Em ciclos de flexibilização tão longos, empresas de beta alto como a XP tendem a ter um bom desempenho, e acreditamos que é provável que ela se beneficie mais de uma Selic mais baixa: o desempenho do preço da XP é de ~80% correlacionado à taxa Selic, de acordo com dados históricos (quando a Selic estava em ~5%, em 2021, o P/L da XP chegou a 30x.).

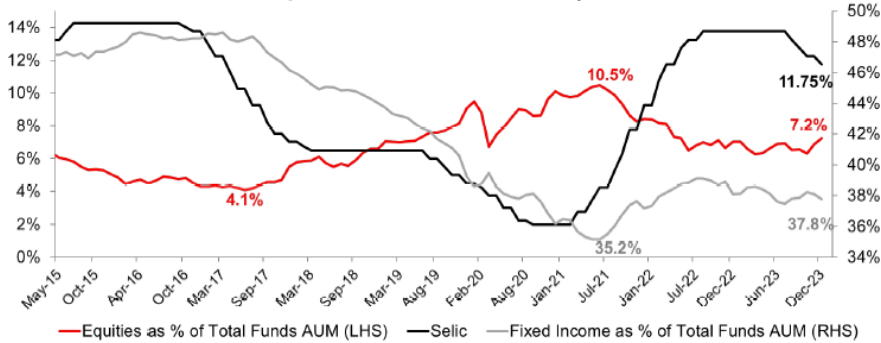
Figura 3 – Evolução do P/L da XP vs. Selic



Fonte: Bloomberg.

Mantemos nossa visão de que as ações devem se recuperar gradualmente à medida que a taxa Selic continua caindo. Em 4 de janeiro de 2022, nosso relatório mensal "Monitoramento do Fluxo de Ações para Renda Fixa" sugeriu que o percentual de AuM dos fundos de ações sobre o total da indústria de fundos no Brasil havia atingido um piso de 6,3% – número que finalmente foi alcançado em outubro de 2023, precisamente em 6,3%. Após uma leve recuperação, os últimos dados do setor mostram que o AuM dos fundos de ações de R\$ 602 bilhões representou 7,2% do AuM total do setor em dezembro de 2023.

Figura 4 – Fundos de Ações e Fundos de Renda Fixa em % do AuM Total dos Fundos – Uma Taxa SELIC Menor Poderia Impulsionar o Momento das Ações



Fontes: ANBIMA e Santander.

O lado bom – Cenário base para 2024. Agora, buscamos analisar esses números para prever o pico, e não mais o piso. Olhando para dados mais recentes, comparando o momento em que a taxa Selic de 12 meses começa a cair com o momento em que começa a afetar a penetração das ações, acreditamos que há espaço para uma melhora de 61 bps na penetração dos volumes dos fundos de renda variável sobre o total de fundos, para cada queda de 100 bps na taxa Selic. Se considerarmos a diferença da Selic de dezembro de 2023 (de 11,75%) e nossa estimativa para dezembro de 2024 (de 9,5%), os 225 bps poderiam se traduzir em uma melhora de 138 bps, ou o AuM dos fundos de ações sobre o AuM total da indústria atingindo 8,6%.

Figura 5 – Potencial de Melhora no AuM dos Fundos de Ações vs. AuM Total dos Fundos devido à Queda da Selic

Selic December 2023	11.75%
Selic December 2024	9.50%
Difference	-2.25%
Change in equity's penetration from bottom to current	0.9%
Change in 12-month Selic from first signal of decline to current	-1.5%
Ratio	0.61
Potential improvement in equity's penetration	1.4%
Current penetration	7.2%
Potential penetration for YE2024	8.6%

Fontes: Bloomberg e Santander.

Um percentual de 8,6% (fundos de ações como % do AuM total) pode significar um volume adicional de R\$ 115 bilhões (Figura 6 abaixo) no ano. Embora a taxa Selic média para 2024 de ~10% ainda possa ser bastante atraente para investimentos em renda fixa, acreditamos que, quando atingir o patamar de um dígito (9,75% até junho de 2024), os investidores pessoa física começarão a migrar de forma mais expressiva para as ações.

Figura 6 – Sensibilidade do AuM da Indústria de Fundos de Ações em relação ao AuM Total da Indústria de Fundos

	Equities as % of AUM	Total Equities AUM (R\$ Billion)	Implied Inflows/Outflows to Equities (R\$ Billion)	Total Equities AUM Implied Decrease (%)	Date	Selic	12-month AVG Selic
XP Case	20.0%	1,663	1,061	176%			
Bull Case	15.0%	1,247	646	107%			
Historical high	10.5%	869	267	44%	Jun-21	4.25%	2.5%
Base Case for 2024	8.6%	717	115	19%	Dec-24	9.50%	10.1%
Current	7.2%	602	0	0%	Dec-23	11.75%	13.2%
Historical Low	4.1%	340	(262)	-43%	Jun-17	10.25%	12.8%

Fontes: Anbima, Bloomberg e Santander.

XP Case está relacionado à participação de investimentos relacionados a ações (fundos de ações e hedge funds com ações em sua carteira) do AuC total da XP.

Por que não a alta histórica? E por que não esperar que a porcentagem do AuM dos fundos de ações como porcentagem do AuM total dos fundos atinja a máxima histórica de junho de 2021 de 10,5%? Embora o pico tenha acontecido após um período contínuo de sete meses com a taxa Selic em 2% (de agosto de 2020 a fevereiro de 2021), acreditamos que esse pico também possa ser atingido em 2025.

Melhor cenário e "XP Case". Então temos nosso melhor cenário de 15%, e o que chamamos de "XP Case", com uma penetração de 20% de investimentos relacionados a ações – ou seja, fundos de ações e hedge funds com ações em sua carteira – sobre o AuC total da XP, de acordo com nossas estimativas. Esse nível de penetração das ações está amplamente acima dos atuais 7,2% do mercado, número que acreditamos não ser possível de ser replicado para toda a indústria brasileira de fundos devido à diferença entre o perfil médio dos investidores da XP (apetite ao risco, conhecimento de investimentos, renda média etc.) versus o Brasil. Observamos também que esses 20% para a XP consideram as posições acionárias dos hedge funds. Olhando para o longo prazo, isso significa que quanto maior o AuC da XP, mais sua demografia convergirá para a da indústria de investimentos brasileira e, portanto, essa penetração de ações diminuirá naturalmente cada vez mais. Contudo, essa queda é um bom problema, pois só aparecerá quando a XP tiver uma participação considerável no mercado brasileiro de fundos.

Como esse número conversa com a XP e a B3?

Sobre a XP: Caso o percentual de AuM dos fundos de ações sobre o total da indústria de fundos no Brasil chegue a 8,6%, os R\$ 115 bilhões adicionais em volume de ações poderiam criar um pool de receita de R\$ 344 milhões a ser potencialmente capturado pela XP (ou seja, R\$ 115 bilhões mais 30 bps, no caso da XP), pois acreditamos que a XP recebe um take rate líquido 30 bps maior em fundos de ações em relação à renda fixa (ou um take rate líquido de 60 bps para renda variável vs. 30 para renda fixa). É claro que a XP não conseguirá obter toda essa receita sozinha — alguns de seus concorrentes definitivamente ficarão com uma fatia dela. Mas acreditamos que a XP poderia eventualmente monetizá-la mais rápido e de uma forma mais relevante do que os pares, devido ao fato de que hoje a XP é, em nossa opinião, uma das melhores plataformas de investimento aberto do Brasil.

Figura 7 – XP: Pool de Receita Adicional Potencial no Cenário de Maior % do AuM dos Fundos de Ações

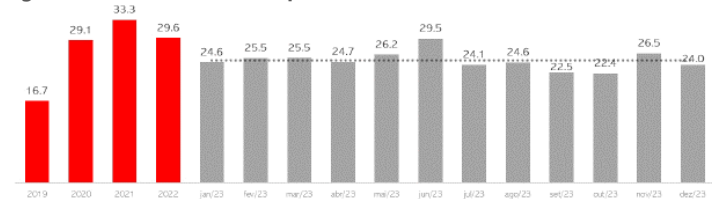
XP	
XP's average net take rate - equity funds (bps)	60
XP's average net take rate - fixed income funds (bp)	30
Difference in net take rate	30
Increase in Equity Funds' Volumes (R\$ Mn)	114,653
Potential additional revenue pool for XP (R\$ Mn)	344
Net Income 2024	4,808
Potential revenue pool as a % of XP's Net Income	7%

Fonte: Estimativas do Santander.

Esses 30 bps podem parecer pequenos se considerarmos o *take rate* de 1,29% da XP, mas notamos que essa é a taxa "líquida"; e o *take rate* "bruto" da XP também considera os aportes das novas verticais.

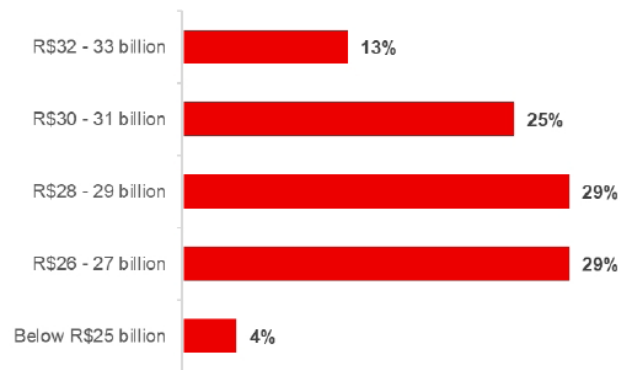
Na B3: Se nossa estimativa estiver certa, e o AuM dos fundos de ações chegar a R\$ 748 bilhões até 2024, estaríamos falando de um crescimento de 24% nos volumes. Devido à sua natureza, acreditamos que esse crescimento não diferiria muito de nossas estimativas para o crescimento de ADTV da B3, embora existam outros elementos como a velocidade *turnover* – e, na verdade, eles são parecidos, pois esperamos que o ADTV da B3 atinja R\$ 29 bilhões para 2024 (um crescimento de 15% a/a).

Figura 8 – ADTV da B3 decepcionou em 2023...



Fonte: B3.

Figura 9 - ...mas o que os investidores acham da ADTV da B3 para 2024? R\$ 28,8 bilhões é a média



Fonte: Pesquisa Santander.

XP: O que o *guidance* para 2026 sugere. Se considerarmos o meio do *guidance* da XP para 2026 e uma alíquota efetiva de 20-25%, então a XP estaria sendo negociada a um P/L 2026 de 11x, o que não é caro, em nossa visão.

Figura 10 - *Guidance* da XP para 2026

XP 2026 Guidance			
R\$ Billion	Lower End	MidPoint	Higher End
Gross Revenue	22.8	24.8	26.8
EBT Margin	30%	32%	34%
EBT	6.8	7.9	9.1
Reported Net Income			
Tax Rate @ 15%	5.8	6.7	7.7
Tax Rate @ 20%	5.5	6.3	7.3
Tax Rate @ 25%	5.1	6.0	6.8
2026E P/E			
Tax Rate @ 15%	11.8x	10.2x	8.9x
Tax Rate @ 20%	12.5x	10.8x	9.4x
Tax Rate @ 25%	13.4x	11.5x	10.0x

Fontes: Estimativas XP e Santander.

XP Inc (XP US)

Reduzindo o Preço-Alvo para US\$ 33,00;
Mantendo a Recomendação de Compra (*Top Pick*)

Compra

Preço Atual: US\$ 25,35
Preço-Alvo: US\$ 33,00*

*Preço-Alvo do BDR XPBR31: R\$ 165,00

Henrique Navarro

Arnon Shirazi, CFA

Anahy Rios

Fortes perspectivas para 2024 garantem o status de *top pick*. Mantemos a XP como nossa *top pick* entre as instituições financeiras não bancárias sob nossa cobertura, pois vemos a empresa se beneficiando do ciclo de afrouxamento monetário e seus efeitos positivos para o mercado de capitais e investimentos. De fato, acreditamos que a XP poderia entregar um crescimento de LPA de 23% em 2024, beneficiando-se de uma mudança em seu mix de AuC para produtos mais arriscados, combinado com disciplina de custos. Além disso, nossas estimativas estão em linha com o *guidance* da empresa para 2026, pois acreditamos que a combinação da recuperação econômica e os esforços da empresa para melhorar a qualidade do produto, a distribuição e a qualidade do serviço são um bom presságio para ganhos de participação de mercado e margens.

Perspectiva positiva para 2024, implicando recuperação gradual das margens. Esperamos que 2024 seja um ano de recuperação gradual dos resultados, pois acreditamos que a atividade do mercado de capitais pode se recuperar gradualmente ao longo de 2024. No entanto, acreditamos que a maior parte da recuperação será mais perceptível a partir do 2S24 e 2025, com as taxas de juros provavelmente mais baixas até lá. Também esperamos que a XP mantenha suas estratégias de disciplina de custos apresentadas ao longo de 2023, contribuindo ainda mais para o lucro líquido.

Mudanças de estimativas. Estamos reduzindo ligeiramente nossas estimativas para 2024, ao mesmo tempo em que as aumentamos para o longo prazo, pois acreditamos que a empresa tem potencial para cumprir seu *guidance* de 2026. Estamos aumentando nossas previsões para a alíquota efetiva de imposto, que agora estimamos que convergirá gradualmente para 24%, e adotando um índice de *payout* de 60%.

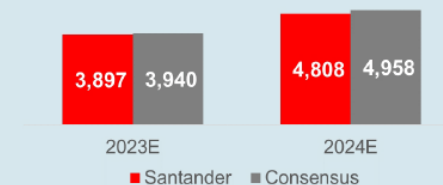
Guidance de 2026 ousado, porém alcançável. Embora o *guidance* para 2026 de uma margem EBT variando de 30-34% pareça ousado à primeira vista, acreditamos que a combinação de uma perspectiva econômica melhor e o compromisso consistente da empresa em fornecer produtos e serviços de qualidade, associados à disciplina de custos, tornam o *guidance* viável. É importante ressaltar que, se considerarmos o *guidance* de 2026, a XP seria negociada a um P/L 2026E de 11x, o que sugere riscos altistas significativos, em nossa visão.

Valuation. Em nosso preço-alvo, a XP seria negociada a um P/L 2024E de 15,6x. Avaliamos a B3 usando um Ke de 14,0% e uma taxa de crescimento terminal de 6%.

O que mudou

Redução do preço-alvo US\$ 36,00 para US\$ 33,00
Preço-alvo anterior foi definido em 30/07/2023

Figura 1 - Lucro Líquido (R\$ Milhões)



Fontes: Estimativas Santander, Visble Alpha.

Desempenho Relativo (US\$)



XP Inc

Principais dados da empresa

	R\$		
	2022A	2023E	2024E
P&L Account			
Revenues	14,036	15,714	19,372
Costs	(3,965)	(4,724)	(5,926)
EBITDA	4,065	4,812	5,841
Operating Profit	3,859	4,566	5,550
Financial Income	(402)	(582)	(452)
Others	(5,523)	(5,593)	(6,872)
Profit Before Taxes	3,457	3,984	5,098
Taxes	135	(131)	(291)
Net Profit	3,580	3,897	4,808
Adj Net Profit	4,075	4,233	5,324
Balance Sheet			
Cash and Equivalents	3,553	5,900	10,630
Goodwill/Intangibles	844	563	583
Total Assets	192,035	216,826	255,162
Long Term Debt	2,483	1,864	1,864
Shareholders' Equity	17,036	20,043	23,556
Minorities	6	9	9
Total Equity	17,042	20,052	23,566
Key Ratios (%)			
Dividend Payout (%)	0.0	0.7	40.0
Net Profit Margin	25.5	24.8	24.8
Other Metrics			
Assets under Custody - AuC (bn)	945.9	1,132.5	1,339.6
Take Rate (%)	1.2	1.2	1.4
Active Clients (mn)	3.9	4.3	4.7

Fontes: Dados da Empresa e Estimativas Santander.

B3 (B3SA3)

Reiterando a Recomendação de “Manutenção” e o Preço-Alvo de R\$ 17,00 (2024E)

Manutenção

Preço Atual: R\$ 13,48

Preço-Alvo R\$ 17,00

Henrique Navarro

Arnon Shirazi, CFA

Anahy Rios

Tese de Investimento – A convicção está em taxas de juros mais baixas. 2023 foi um ano difícil para o mercado acionário no Brasil, e os volumes de ações da B3 caíram 16% a/a. Em 2023, o ADTV ficou em R\$ 25 bilhões. Para 2024, com juros mais baixos (acreditamos que possam eventualmente atingir o nível de um dígito), esperamos que a B3 recupere volumes, voltando mais perto do nível de 2022. No entanto, não acreditamos que será uma jornada fácil. Embora os preços dos ativos tenham se recuperado recentemente, a velocidade de *turnover* diminuiu para ~135% no 2S23. Indo além das ações, a gestão está focada na diversificação de receitas e ganhos de eficiência, e acreditamos que essa combinação pode ser importante para o futuro da B3. Por enquanto, os desafios permanecem: desde o regulatório (como o fim do JCP) até a concorrência, mesmo que demore mais para ser concretizada. Dito isso, reiteramos nosso preço-alvo de R\$ 17,00 (2024E) e mantemos nossa recomendação de “Manutenção”.

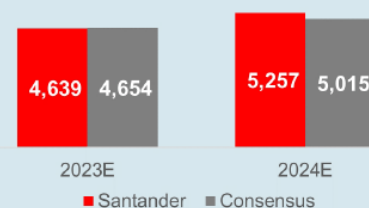
Nossa regra geral: R\$ 5 bilhões em ADTV aumentaria nosso preço-alvo em ~R\$ 3,00. Atualizamos nossa sensibilidade e, de acordo com nossas estimativas, cada R\$ 5 bilhões a mais em ADTV pode beneficiar o preço-alvo da B3 em ~R\$ 3,00.

Perspectivas 2024 – Prevemos um aumento de 15% a/a do ADTV de equities, aproximando-se de R\$ 29 bilhões. Prevemos um ADTV total de R\$ 30 bilhões para 2024, com tarifas de *trading* mais fracas (-3% a/a). Quanto aos produtos FICC, esperamos um crescimento de 18% no número de contratos e uma taxa praticamente fixa por contrato. Novos empreendimentos também devem contribuir positivamente, a nosso ver. Em suma, estimamos um crescimento de receita de 16%, impulsionado por maiores volumes de ações, com um crescimento superior de EBITDA devido à eficiência operacional. Por fim, prevemos lucro líquido ajustado de R\$ 5,257 bilhões, 5% acima do consenso atual. Nossos números incorporam o recém-anunciado *guidance* da B3 para 2024.

Mudanças nas estimativas: +13% a/a de crescimento de LPA ajustado em 2024. Estamos aumentando ligeiramente nosso lucro líquido ajustado de 2023E em 1%, para R\$ 4,639 bilhões, à medida que incorporamos os números operacionais do 4T23. Para 2024, estamos elevando nossas estimativas de lucro líquido (agora esperamos +13% a/a), à medida que incorporamos menores despesas de D&A e melhor controle de custos, seguindo o *guidance* da B3 para 2024.

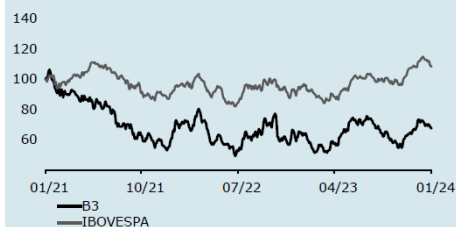
Valuation. Em nosso preço-alvo, a B3 seria negociada a um P/L 2024E de 18x. Avaliamos a B3 usando um WACC de 11,9% e uma taxa de crescimento terminal de 6%.

Figura 1 – Lucro Líquido Ajustado (R\$ Milhões)



Fontes: Santander Estimativas e VisibleAlpha.

Desempenho Relativo (R\$)



Principais dados da empresa

	R\$		
	2022A	2023E	2024E
P&L Account			
Revenues	9,092	8,909	10,303
Costs	(3,519)	(3,637)	(3,320)
EBITDA	6,629	6,370	7,600
Operating Profit	5,572	5,272	6,982
Financial Income	212	326	142
Profit Before Taxes	5,790	5,602	7,131
Taxes	(1,564)	(1,419)	(1,997)
Net Profit	4,227	4,184	5,135
Adj Net Profit	4,767	4,639	5,257
Balance Sheet			
Cash and Equivalents	2,614	2,472	2,534
Goodwill/Intangibles	25,795	26,419	26,419
Total Assets	47,689	47,960	48,193
Long Term Debt	12,111	11,577	11,577
Shareholders' Equity	20,283	19,185	19,185
Key Ratios (%)			
Dividend Payout (%)	125.0	125.0	100.0
Net Profit Margin	46.5	47.0	49.8
Other Metrics			
Total Equity ADTV (R\$ bn)	30.7	26.0	29.9
Cash Equity ADTV (R\$ bn)	29.6	25.0	29.1
Total FICC ADV (bn)	4.5	6.1	7.2

Fontes: Dados da Empresa e Estimativas Santander.

Itaúsa (ITSA4)

Elevando o Preço-Alvo para R\$ 14,00 (2024E);
Mantendo a Recomendação de "Compra"

Compra

Preço Atual R\$ 9,89
Preço-Alvo R\$ 14,00

Henrique Navarro

Arnon Shirazi, CFA

Anahy Rios

Tese de Investimento – uma boa proxy para se beneficiar de um melhor ciclo de crédito beneficiando o Itaú. Acreditamos que a Itaúsa continua sendo uma proxy para investir no Itaú com um desconto significativo, uma vez que mais de 90% do valor atual do patrimônio líquido da Itaúsa vem de seu investimento em ações do Itaú. Temos uma recomendação de "Compra" para as ações do Itaú Unibanco, com preço-alvo de R\$ 44,00 (2024E), pois acreditamos que o banco está preparado para se beneficiar de um melhor ciclo de crédito, com crescimento mais saudável do crédito e inadimplência sob controle. Vale ressaltar, porém, que o desconto da Itaúsa para o NAV continua sendo considerável, mas não vemos redução material no curto prazo.

2024 focado na gestão de ativos e desalavancagem. Em reunião recente com o presidente da Itaúsa, Alfredo Setúbal, e a CFO Priscila Grecco, a administração compartilhou que a empresa encerrou sua fase de investimentos em 2022, após adquirir participação na CCR. Segundo a administração, a holding agora está focada na gestão de seus ativos e na diminuição de suas despesas financeiras por meio da desalavancagem.

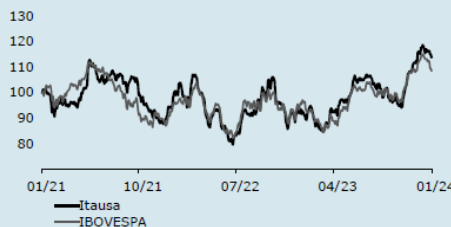
Fim do JCP: positivo para a Itaúsa? Na mesma reunião, a administração discutiu que, embora o fim do JCP pudesse ter um impacto positivo de até ~R\$ 600 milhões nas despesas financeiras da companhia, o impacto negativo esperado para o Itaú seria maior do que esse benefício, levando a um efeito líquido negativo.

Valuation. Avaliamos a Itaúsa por meio de modelo de Soma das Partes (SOTP) e aplicamos os seguintes descontos: (i) 10% de desconto na situação de holding (devido à G&A); (ii) 5% sobre o risco de execução (M&A); (iii) 5% sobre a ineficiência tributária (ao receber juros sobre capital próprio do Itaú, a Itaúsa tem que pagar IVA, o que causa uma ineficiência tributária de quase 5% em relação aos dividendos).

O que mudou

Elevando o preço-alvo para R\$ 14,00 (2024E)
Preço-alvo anterior foi definido em 17/09/2023

Desempenho Relativo (R\$)



Fonte: FactSet.

Figura 1 – Parâmetros Resumidos do *Valuation* e Valor Patrimonial Líquido – 2024E, em R\$ Milhões

Company	Ticker	# of shares (mn)	Itaúsa's stake	Current share price (R\$)	Market Value (R\$ Mn)	Target Price (R\$)	At Target Price
Itaú Unibanco	ITUB4	9,803	37.2%	32.50	118,518	44.00	160,456
Dexco	DXCO3	808	37.9%	7.57	2,318	8.50	2,603
CCR	CCRO3	2,017	10.3%	13.59	2,823	18.00	2,823
Alpargatas (Not rated)	ALPA4	675	29.5%	8.30	1,653		1,653
Aegea		N.A.	12.9%	N.A.	2,558		2,558
Copa Energia		N.A.	48.9%	N.A.	1,379		1,379
Nova Transportadora do Sudeste (NTS)		N.A.	8.5%	N.A.	2,059		2,059
Other Net Assets/Liabilities					(953)		(953)
Net Asset Value					130,356		172,578
10% Discount on Holding Company status							-13,036
5% Discount on Execution Risk - Private Equity Status							-6,518
5% Discount on Tax Inefficiency							-6,518
Adj Net Asset Value							146,506
Number of shares - Mn							10,328
Target Price in R\$							14.00

Fontes: Estimativas do Santander, Bloomberg.

Pátria Investimentos (PAX US)

Apresentando o Preço-Alvo de US\$ 23,00 (2024E);
Mantendo a Recomendação de "Compra"

Compra

Preço Atual: US\$ 14,23

Preço-Alvo: US\$ 23,00

Henrique Navarro

Arnon Shirazi, CFA

Anahy Rios

Tese de Investimento – história de crescimento inspiradora. Estamos introduzindo nosso preço-alvo de US\$ 23,00 (2024E), substituindo nosso preço-alvo de US\$ 20,00 (2023E) e mantendo nossa recomendação de "Compra". Continuamos confiantes na capacidade do Pátria de oferecer ganhos financeiros consideráveis, já que a administração continua trabalhando para uma maior exposição geográfica, bem como diversificação de negócios. Em nossa visão, o Pátria tem se saído bem desde seu IPO em janeiro de 2021, proporcionando crescimento de lucros, crescimento de AuM e sólida execução de M&A. Recentemente, o Pátria anunciou a aquisição do negócio imobiliário do Credit Suisse no Brasil, um negócio de soluções de *private equity* da abrdn, e a parceria com o Bancolombia (sem mencionar vários outros *deals* durante 2022). Todas essas aquisições aumentaram a participação do Pátria em segmentos com alta receita recorrente. Seguimos construtivos com nossa tese e confiantes na capacidade da empresa de entregar seu *guidance* para 2025. A baixa liquidez das ações é o principal *pushback*. Negociando a apenas 10x P/L para 2024E (vs. 15x em nosso preço-alvo), vemos um potencial de alta significativo para a ação.

Perspectivas para 2024 - acreditamos que a empresa está no caminho certo para entregar seu *guidance* de 2025. Prevemos que o Pátria continuará aumentando o AuM, chegando a US\$ 40 bilhões até o final de 2024, com um FEAUM de US\$ 28 bilhões (ou 70% do AuM total do Pátria). A partir desses números, estimamos que o Pátria entregará ganhos relacionados a taxas (FRE) de US\$ 168 milhões (equivalente a uma margem FRE de 56%), representando um crescimento de 18% a/a. Quanto ao lucro relacionado ao desempenho (PRE), esperamos receita líquida de US\$ 59 milhões (acima de nossa previsão de 2023 de US\$ 37 milhões). Ao todo, o Pátria deve entregar lucro distribuível (DE) de US\$ 218 milhões em 2024 (+27% a/a), na nossa visão. Estamos 8% abaixo do consenso.

Mudanças de estimativas. Estamos aumentando o DE 2023E do Pátria de US\$ 156 milhões para US\$ 172 milhões, com base nas realizações do PRE. Para 2024E, estamos aumentando o DE para US\$ 218 milhões, de US\$ 183 milhões, também explicado pelo PRE. Em termos de volumes, reduzimos nossas expectativas para 2024 em ~6%, em uma abordagem mais conservadora.

Valuation. Avaliamos o Pátria usando uma abordagem de Soma das Partes (SOTP): (i) avaliação de FRE com base em uma abordagem de múltiplos de 12,5x 2024E FRE; (ii) valor presente de PRE, após a aplicação de um desconto de 20%, em razão do risco dos investimentos; e (iii) um balanço patrimonial (caixa) avaliado em um múltiplo de 0,75x.

O que mudou

Apresentando o preço-alvo de US\$ 23,00 (2024E)
vs. US\$ 20,00 (2023E)

Preço-alvo anterior foi definido em 12/12/2022

Figura 1 - Lucro distribuível (US\$ Milhões)



Fontes: Santander Research e VisibleAlpha.

Desempenho Relativo (US\$)



Fonte: FactSet.

Patria Investimentos

Principais dados da empresa

(US\$ mn)	2022A	2023E	2024E
P&L Account			
Revenues	246	289	358
Costs	(97)	(109)	(131)
Operating Profit	149	179	226
Financial Income	5	3	3
Profit Before Taxes	154	183	230
Taxes	(7)	(10)	(11)
Net Profit	93	111	141
Balance Sheet			
Key Ratios (%)			
Dividend Payout (%)	128.8	85.0	85.0

Fontes: Dados da Empresa e Estimativas Santander.

ClearSale (CLSA3)

Apresentando o Preço-Alvo de R\$ 3,50 (2024E);
Rebaixando a Recomendação para “Manutenção”

Manutenção

Preço Atual R\$ 3,09

Preço-Alvo R\$ 3,50

Henrique Navarro

Arnon Shirazi, CFA

Anahy Rios

Tese de Investimento – Decisões difíceis. Os resultados da ClearSale têm sido decepcionantes desde seu IPO em 2021 e, como resultado, em 2023 a administração instituiu um plano de recuperação desafiador com o objetivo de restaurar a lucratividade e eliminar a queima de caixa. O plano era difícil de executar, envolvendo a redução de oportunidades de crescimento internacional, o fim de contratos com margens baixas, bem como a demissão de um número significativo de funcionários. Como analistas, tivemos que reduzir drasticamente nossas expectativas para os próximos anos, o que impactou negativamente nosso preço-alvo. Agora, estamos introduzindo o preço-alvo de R\$ 3,50 (2024E), substituindo nosso preço-alvo de R\$ 12,00 (2023E) e, ao mesmo tempo, estamos rebaixando nossa recomendação para “Manutenção”. O valor de mercado atual é de R\$ 580 milhões, o que se traduz em um *enterprise value* de apenas R\$ 210 milhões. Com um *free-float* de ~30%, seriam necessários cerca de R\$ 170 milhões para fechar o capital da empresa em bolsa e torná-la uma companhia privada.

Perspectivas para 2024 – O ano de transição. Esperamos que 2024 seja um ano melhor para a ClearSale, dadas as decisões e esforços que a empresa tomou em 2023, principalmente relacionados à mudança de mix de receita (em direção a produtos de maior margem) e racionalização do quadro de funcionários (para melhorar a eficiência). Com isso, prevemos um lucro líquido de R\$ 19 milhões, equivalente a uma margem líquida de 3,6%. Isso será possível devido a uma combinação de crescimento de um dígito médio e redução significativa de despesas.

Mudanças nas estimativas. Reduzimos nossa estimativa de lucro líquido de 2023 para um prejuízo de R\$ 46 milhões e também reduzimos nossa previsão de lucro líquido para 2024E de R\$ 50 milhões para R\$ 19 milhões. Além disso, para 2024, esperamos menor queima de caixa em relação a 2023, o que deve sustentar a reserva de caixa da empresa durante o processo de *turnaround*.

Valuation. Para avaliar a ClearSale, adotamos um custo de capital próprio de 15% e uma taxa de crescimento terminal de 6%, levando a um preço-alvo de R\$ 3,50. Em nosso preço-alvo, a ClearSale seria negociada a 0,7x EV/vendas para 2024E.

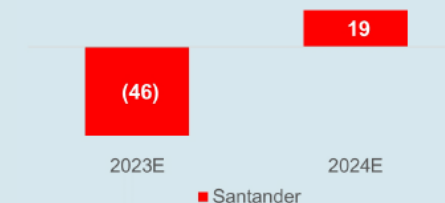
O que mudou

Preço-alvo: R\$ 3,50 para 2024E vs. R\$ 12,00 para 2023E

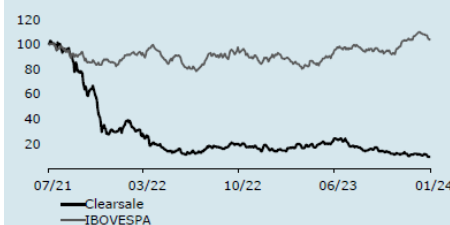
Recomendação: “Manutenção” vs. “Compra” anteriormente

Preço-alvo e recomendação anteriores foram definidos em 12/12/2022

Figura 1 - Lucro Líquido - R\$ Milhões



Desempenho Relativo (R\$)



ClearSale

Principais dados da empresa

	R\$		
	2022A	2023E	2024E
P&L Account			
Revenues	510	502	531
Costs	(333)	(356)	(353)
EBITDA	(56)	(70)	14
Operating Profit	(85)	(114)	(33)
Financial Income	56	46	41
Others	(6)	(38)	(1)
Profit Before Taxes	(29)	(68)	8
Taxes	(8)	22	12
Net Profit	(37)	(46)	19
Adj Net Profit	(21)	(29)	36
Balance Sheet			
Cash and Equivalents	480	366	310
Goodwill/Intangibles	225	282	316
Total Assets	915	860	853
Long Term Debt	36	27	9
Total Equity	745	703	722
Key Ratios (%)			
Dividend Payout (%)	0.0	0.0	0.0
Net Profit Margin	(7.2)	(9.2)	3.6

Fonte: Dados da Empresa e Estimativas do Santander.

Comunicado Importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários). Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão, veracidade das informações aqui contidas.

Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos.

As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equivocadas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem nosso ver na data de sua emissão e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório.

O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 20").

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

A fim de atender à exigência regulatória prevista na Resolução CVM 20, segue declaração do analista:

Nós, **Henrique Navarro**, **Arnon Shirazi** e **Anahy Rios**, analistas de valores mobiliários credenciados nos termos da Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritores e responsáveis por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaramos que as recomendações refletem única e exclusivamente a nossa opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estamos vinculados, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaramos o que segue:

O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;

As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança do analista, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;

O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório;

O Banco Santander (Brasil) S.A, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declaram, nos termos da Resolução CVM 20, que:

- Têm interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.
- Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.
- Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) objeto do presente relatório de análise.
- Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.
- Prestaram, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander.

Este relatório foi preparado pelo analista responsável do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso.

Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro.

Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.