

19 de julho de 2023



BTG Pactual

Introduzindo o Preço-Alvo de R\$ 42,00 (2024E) vs. R\$ 30,00 (2023E);
Reiterando a Recomendação de “Compra”

BTG Pactual (BPAC11)

Introduzindo o Preço-Alvo de R\$ 42,00 (2024E) vs. R\$ 30,00 (2023E);
Reiterando a Recomendação de “Compra”

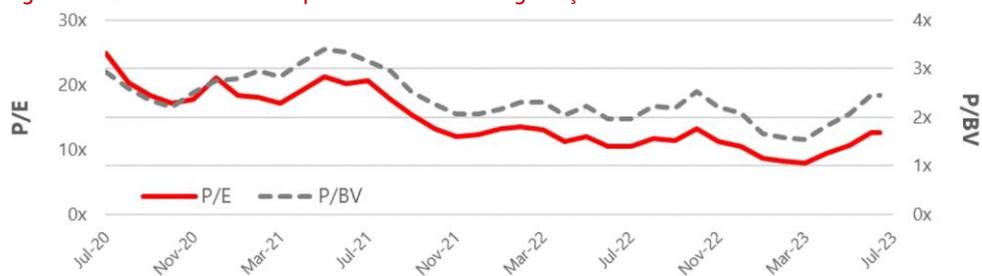
Henrique Navarro; Arnon Shirazi; Anahy Rios

Resumo: Estamos introduzindo o preço-alvo (2024E) de R\$ 42,00 e mantendo nossa recomendação de “Compra” para BTG Pactual. O banco está negociando a 2,1x P/VPA para 2024E — abaixo dos ~3x P/VPA negociados em 2021, quando as taxas de juros locais eram mais baixas e a atividade do mercado de capitais era mais intensa. Embora não seja um *valuation* barato em comparação com os grandes bancos brasileiros, notamos que estabelecemos o maior ROE perpétuo para o BTG entre o grupo de bancos incumbentes: 23%. Portanto, vemos espaço para a reclassificação das ações continuar, já que o nosso preço-alvo (2024E) sugere um P/VPA alvo de 2,8x.

O veículo certo para a estrada certa. Historicamente, o BTG é considerado um dos melhores veículos para ganhar exposição no Brasil quando o país está indo na direção certa – e vemos fortes sinais de melhora nas frentes macro e política. Portanto, estamos mais otimistas com as perspectivas de lucros do BTG para 2024 (aumentamos a projeção de lucro líquido para 2024E em 9%), dada a combinação de: taxas de juros mais baixas, recuperação do mercado de capitais, receita resiliente de *sales & trading* e operações de empréstimos corporativos saudáveis.

Selic mais baixa leva a um Ke mais baixo. De acordo com o consenso dos economistas, o início do ciclo de flexibilização monetária é esperado para agosto, e agora a discussão está focada mais na magnitude do que no *timing* do corte de juros. Para 2024, a taxa Selic média deverá ser 245 bps menor do que em 2023, de acordo com a nossa equipe Macro. Com isso em mente, reduzimos nosso custo de capital próprio para 14,5% (de 15,5%).

Figura 1 – BTG Pactual - Múltiplos Históricos de Negociação



Fontes: Bloomberg e Santander Research.

Este relatório é uma versão em português do original publicado por Santander US Capital Markets LLC. Em 13/07/2023. Responsável pela tradução: Alice Corrêa.

Santander Equity Research

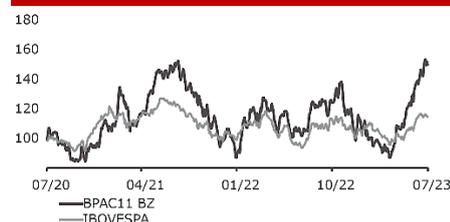
Bancos

19 de julho de 2023

Compra

Preço-Alvo: R\$ 42,00

Desempenho de Preços (R\$)



BTG Pactual

Destaque Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2022–24E

	R\$		
	2022A	2023E	2024E
P&L Account			
Revenues	17,247	20,826	24,694
Non-Interest Expenses	(6,917)	(8,084)	(9,271)
Profit Before Taxes	10,330	12,742	15,422
Net Profit	8,306	9,994	12,029
Balance Sheet			
Loans (Net)	114,623	122,913	144,256
Total Assets	450,612	530,696	627,549
Deposits	115,750	131,274	154,068
Shareholders' Equity	42,372	49,092	57,243
Common Equity Tier 1	38,921	44,688	53,500
Risk Weighted Assets	308,409	340,799	394,061
Key Ratios (%)			
C/I Ratio	40.1	38.8	37.5
Tax rate	19.6	21.6	22.0
ROE (%)	20.8	21.9	22.6
Core Tier 1 Ratio	12.6	13.1	13.6
Other Metrics			
Investment banking	1,845.7	1,583.2	2,088.4
Corporate lending	2,736.2	4,912.9	6,051.6
Sales and trading	5,308.2	6,005.0	6,845.7
Asset management	1,554.1	1,986.8	2,503.8
Wealth management	2,533.3	3,005.0	3,756.2
Others Revenues	3,269.6	3,333.5	3,447.7
Loans	144,264.8	159,091.5	186,716.2
AuM + AuA	707,289.7	834,601.8	1,001,522.2
WuM	546,475.0	655,770.0	819,712.6

Fontes: Estimativas Santander e Dados da Companhia.

Estimativas de Lucros

Figura 2 – Perspectivas para o BTG Pactual

	2022A	2023E			2024E			YoY	
		Prev	Current	Δ%	Prev	Current	Δ%	23	24
Profit & Loss (R\$ mn)									
Total revenues	17,247	20,555	20,826	+1%	23,008	24,694	+7%	+21%	+19%
Investment banking	1,846	1,560	1,583	+1%	1,937	2,088	+8%	-14%	+32%
Corporate lending	2,736	4,977	4,913	-1%	5,808	6,052	+4%	+80%	+23%
Sales and trading	5,308	5,447	6,005	+10%	5,992	6,846	+14%	+13%	+14%
Asset management	1,554	1,960	1,987	+1%	2,254	2,504	+11%	+28%	+26%
Wealth management	2,533	3,102	3,005	-3%	3,878	3,756	-3%	+19%	+25%
Others	3,270	3,508	3,333	-5%	3,140	3,448	+10%	+2%	+3%
Total operating expenses	(6,917)	(7,805)	(8,084)	+4%	(8,653)	(9,271)	+7%	+17%	+15%
Bonus	(1,997)	(2,435)	(2,413)	-1%	(2,771)	(2,986)	+8%	+21%	+24%
Salaries and benefits	(1,785)	(1,920)	(2,138)	+11%	(2,111)	(2,352)	+11%	+20%	+10%
Administrative and other	(2,166)	(2,322)	(2,418)	+4%	(2,508)	(2,612)	+4%	+12%	+8%
Tax charges	(968)	(1,129)	(1,115)	-1%	(1,263)	(1,322)	+5%	+15%	+19%
Income Before Taxes	10,330	12,750	12,742	-0%	14,355	15,422	+7%	+23%	+21%
Income taxes	(2,024)	(2,865)	(2,748)	-4%	(3,302)	(3,393)	+3%	+36%	+23%
Recurring Net Income	8,306	9,884	9,994	+1%	11,053	12,029	+9%	+20%	+20%
AUM & AUA (R\$m)	707,290	848,748	834,602	-2%	976,060	1,001,522	+3%	+18%	+20%
WUM (R\$m)	546,475	672,164	655,770	-2%	840,205	819,713	-2%	+20%	+25%
ROAE (%)	20.5%	21.5%	21.7%	+0.2 p.p.	20.9%	22.6%	+1.7 p.p.	+1.2 p.p.	+0.9 p.p.
Tax rate (%)	19.6%	22.5%	21.6%	-0.9 p.p.	23.0%	22.0%	-1.0 p.p.	+2.0 p.p.	+0.4 p.p.

Fontes: Relatórios da Companhia e Estimativas do Santander.

Estamos revisando nossas estimativas para o BTG Pactual, bem como incorporando em nosso modelo as novas projeções da equipe Macro do Santander (crescimento do PIB de 1,9%, inflação de 5,2%, taxa de juros de 12,25% e câmbio de R\$ 5,40 – todos para 2023).

Prévia do 2T23

Esperamos que o BTG reporte um lucro líquido recorrente de R\$ 2,453 bilhões no 2T23, uma alta de 8% t/t, devido principalmente às melhorias nas receitas de *investment banking* e *asset & wealth management*. O consenso está atualmente em R\$ 2,344 bilhões (4% abaixo da nossa estimativa), de acordo com o VisibleAlpha.

Figura 3 – Prévia dos Resultados do 2T23

R\$ million	2Q23E	1Q23	QoQ	2Q22	YoY
Total revenues	5,073	4,803	+6%	4,513	+12%
Investment banking	357	260	+37%	485	-26%
Corporate lending	1,170	1,192	-2%	878	+33%
Sales and trading	1,440	1,485	-3%	1,310	+10%
Asset management	490	443	+11%	404	+21%
Wealth management	734	694	+6%	621	+18%
Others	881	729	+21%	815	+8%
Total operating expenses	(1,968)	(1,889)	+4%	(1,747)	+13%
Bonus	(571)	(525)	+9%	(535)	+7%
Salaries and benefits	(529)	(530)	-0%	(441)	+20%
Administrative and other	(594)	(600)	-1%	(540)	+10%
Others	(274)	(235)	+16%	(231)	+19%
Income Before Taxes	3,105	2,913	+7%	2,766	+12%
Income taxes	(652)	(651)	+0%	(591)	+10%
Adjusted Net Income	2,453	2,263	+8%	2,175	+13%
Adjusted EPS (R\$)	0.64	0.59	+8%	0.57	+13%
Adjusted ROAE (%)	21.6%	20.9%	+0.7 p.p.	21.6%	+0.0 p.p.
Tax rate (%)	21.0%	22.3%	-1.3 p.p.	21.4%	-0.4 p.p.

Fontes: Relatórios da Companhia e Estimativas do Santander.

Valuation

Estamos introduzindo nosso preço-alvo (2024E) de R\$ 42,00, substituindo nosso preço-alvo (2023E) de R\$ 30,00. Nosso novo preço-alvo sugere um potencial de alta de 34% em relação ao preço atual. Mantemos nossa recomendação de “Compra”.

Avaliamos o banco usando um modelo de *valuation* em três estágios com base em uma abordagem de renda residual, com um custo terminal de capital próprio de 14,5% (vs. 15,5%). Na primeira etapa, consideramos a modelagem explícita até 2026 e, na segunda etapa, avaliamos até o ano de 2030 utilizando um ROAE médio de 22%, com um *payout* de dividendos de 25%. Por fim, a etapa final é baseada em uma taxa de crescimento terminal de 6% para um ROE perpétuo de 23%.

O BTG Pactual está negociando a P/Ls de 12,0x e 10,0x para 2023E e 2024E, respectivamente e P/VPAs de 2,4x e 2,1x para 2023E e 2024E, respectivamente. Em nosso preço-alvo, o BTG Pactual seria negociado a um P/L 2024E de 13,3x e P/VPA de 2,8x, implicando um valor justo de patrimônio líquido de R\$ 160 bilhões.

Figura 4 – Múltiplos ao Preço Atual de R\$ 31,43

Multiples	
P/E 2022A	14.5x
P/E 2023E	12.0x
P/E 2024E	10.0x
P/BV 2022A	2.8x
P/BV 2023E	2.4x
P/BV 2024E	2.1x

Fontes: Bloomberg (em 11 de julho de 2023) e Estimativas Santander.

Figura 5 – Múltiplos ao Preço-Alvo (2024E) de R\$ 42,00

Multiples	
P/E 2022A	19.2x
P/E 2023E	16.0x
P/E 2024E	13.3x
P/BV 2022A	3.8x
P/BV 2023E	3.2x
P/BV 2024E	2.8x

Fonte: Estimativas Santander.

Figura 6 – Valuation 2024E

Valuation (R\$ mn)	
Shareholders' Equity 2024E	57,243
PV of Residual Income (1st-stage)	6,778
PV of Residual Income (2nd-stage)	17,134
PV of Terminal Value	78,389
Equity Fair Value	159,545
Dividends 2024E	2,717
Dec. 2024 TP (R\$)	42.00
Current price (R\$)	31.43
<i>Upside / Downside</i>	<i>34%</i>

Fontes: Estimativas Santander e Bloomberg (em 11 de julho de 2023).

Figura 7 – Análise de Sensibilidade

2024E TP Sensitivity analysis (Ke vs Sustainable ROE)						
LT ROE		Cost of Equity				
		13.5%	14.0%	14.5%	15.0%	15.5%
21%		44.0	40.0	37.0	34.0	31.0
22%		47.0	43.0	39.0	36.0	33.0
23%		50.0	45.0	42.0	38.0	36.0
24%		53.0	48.0	44.0	41.0	38.0
25%		56.0	51.0	47.0	43.0	40.0

As a % of Change vs. Our Target Price						
LT ROE		Cost of Equity				
		13.5%	14.0%	14.5%	15.0%	15.5%
21%		5%	-5%	-12%	-19%	-26%
22%		12%	2%	-7%	-14%	-21%
23%		19%	7%	0%	-10%	-14%
24%		26%	14%	5%	-2%	-10%
25%		33%	21%	12%	2%	-5%

Fonte: Estimativas Santander.

Riscos

- (i) Risco de execução (grande parte do *valuation* reside no longo prazo, quando o crescimento se torna exponencial e a monetização começa a evoluir);
- (ii) Risco regulatório em bancos digitais (Agenda BC# do BACEN);
- (iii) Concorrência de *players* novos e existentes;
- (iv) Estratégia de crescimento do crédito na segmentação de novos clientes.

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 equívocas 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:

- (i) O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
- (ii) 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;
- (iii) 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.

© 2023 Copyright Banco Santander (Brasil) S/A. Direitos Reservados