



BTG Pactual

Um Passaporte para 2022

BTG Pactual (BPAC11)

Um Passaporte para 2022

Henrique Navarro, Arnon Shirazi, Anahy Rios

Durante a teleconferência do 4T21, o CEO do BTG compartilhou com os investidores uma visão mais construtiva para 2022, e, por meio deste relatório, também compartilhamos o aumento de estimativas no nosso LPA e preço-alvo. O BTG normalmente se beneficia da expansão da economia brasileira. No entanto, isso não significa necessariamente que o oposto seja verdadeiro: sermos negativos em BPAC porque podemos ter dois anos de crescimento do PIB próximo a zero não é a decisão certa, ao nosso ver – simplesmente porque vemos várias linhas de receita que são defensivas e que ainda podem entregar um bom crescimento em um cenário macroeconômico mais turbulento (projetamos que a receita de *asset management*, *wealth management* e empréstimos corporativos, juntos, crescerão 43% A/A em 2022E, representando quase 44% da sua receita total).

O que mudou em nossas estimativas? Aumentamos as nossas estimativas de lucro líquido (2022E) de R\$ 6,2 bilhões para R\$ 7,8 bilhões (+13%), gerando um ROAE de 19,6% para o ano (ligeiramente abaixo do *soft guidance* da administração). Acreditamos que o consenso precisa realizar uma revisão substancial em termos de estimativas de LPA, o que pode vir a reduzir o P/L do consenso da Bloomberg (nossos números mostram o múltiplo em um patamar atraente de 12,4x para 2022E). Empréstimos corporativos, *asset management* e *wealth management*, combinados com a maior remuneração do patrimônio pela recente alta nas taxas de juros, são os principais fatores para as mudanças em nossas estimativas.

Quatro motivos para ser menos negativo em *investment banking* (IB): (i) o número de transações de M&A tende a aumentar logo após um forte ciclo de ofertas acionárias – semelhante ao que vimos em 2021; (ii) DCM representa cerca da metade da receita total de IB, seguido ECM, o qual representa 35% - a administração observou que há um forte *pipeline* em DCM para 2022; (iii) 20% do total da receita de IB vem da América Latina, desconsiderando o Brasil, o que mitiga os riscos associados ao cenário econômico desafiador brasileiro; (iv) o banco espera realizar menos ofertas de ações, não um ano sem ofertas.

O que esperar em 2022? O mix de receita do BTG provavelmente mudará devido a taxas de juros mais altas; a empresa espera um crescimento significativo de receita com: (i) *asset management*; (ii) *wealth management*; e (iii) empréstimos corporativos.

Este relatório é uma versão em português do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 17/02/2022. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Santander Equity Research

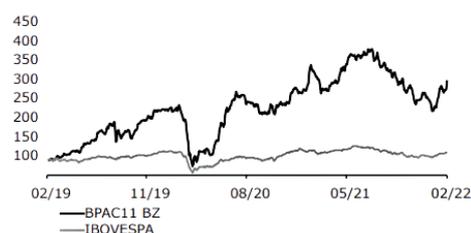
Bancos

08 de março de 2022

Compra

Preço-Alvo: R\$ 37,00

Desempenho de Preços (R\$)



Consequentemente, espera-se que a participação da receita de IB e de *sales & trading* caia. Em sua teleconferência do 4T21, a empresa apresentou ao mercado um *soft guidance* de ROAE de ~20% para 2022.

BTG Pactual

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2021–23E (R\$ em Milhões)

	2021A	2022E	2023E
P&L Account			
Fees and Commissions	13,901	17,327	20,241
Revenues	13,901	17,327	20,241
Non-Interest Expenses	(5,454)	(6,789)	(7,754)
Profit Before Taxes	8,446	10,538	12,487
Net Profit	6,493	7,803	8,868
Adj Net Profit	6,342	7,803	8,868
Balance Sheet			
Loans (Net)	99,078	188,248	239,416
Total Assets	346,143	502,728	666,976
Deposits	109,555	155,137	197,305
Shareholders' Equity	37,380	42,276	49,590
Tangible Equity	37,380	42,276	49,590
Common Equity Tier 1	33,267	39,629	46,694
Risk Weighted Assets	247,493	300,505	322,629
Key Ratios (%)			
C/I Ratio	39.2	39.2	38.3
Tax rate	23.1	26.0	29.0
ROE (%)	19.8	19.6	19.3
Core Tier 1 Ratio	13.4	13.2	14.5
Other Metrics			
Investment banking	2,309.9	2,146.4	2,439.4
Corporate lending	2,594.9	3,754.5	5,033.5
Sales and trading	4,287.8	4,052.9	4,377.1
Asset management	1,185.6	1,545.2	1,854.2
Wealth management	1,526.3	2,302.1	3,107.8
Others Revenues	1,995.9	3,525.8	3,429.0
Loans	106,589.3	150,937.9	191,964.7
AuM + AuA	552,671.2	746,106.1	895,327.3
WuM	427,783.1	620,285.5	837,385.5

Fontes: Dados da Empresa e Estimativas do Santander.

Mudanças de Estimativas

Revisamos as nossas estimativas para o BTG Pactual após a divulgação dos resultados do 4T21 e do ROAE, por meio do *soft guidance* de 2022, de ~20%. Também incorporamos ao nosso modelo as novas estimativas de inflação, de taxa de juros e de crescimento do PIB da equipe de macroeconomia do Santander.

Receitas:

Investment Banking: Estimamos uma queda de 7% na receita de IB, em 2022 vs. 2021, devido à redução das atividades no mercado de capitais. Embora a administração preveja uma estabilidade na comparação anual, acreditamos que a receita de IB será um pouco menor.

Empréstimos Corporativos: Estimamos um crescimento do seu portfólio de empréstimos de 42% A/A para R\$ 150,9 bilhões (vs. os R\$ 130,9 bilhões na nossa estimativa anterior) em 2022, com *spreads* relativamente estáveis, apesar do aumento das taxas de juros.

Sales and Trading: Estimamos uma contração de 5% em 2022 devido a uma base de comparação forte em 2021 (que se beneficiou de uma venda pontual de ativos).

Asset Management e Wealth Management: Prevemos um aumento significativo na receita de 2022E e 2023E como resultado de, na média, um maior número de ativos sob custódia, combinados com estabilidade nas taxas (na nossa última atualização, esperávamos uma diminuição do *spread*).

Outros: Esta linha contém: (i) *Principal Investments*; (ii) Participações; e (iii) Juros e outros. O aumento significativo de 77% na receita que esperamos para 2022E é consequência de taxas de juros mais altas, que beneficiam a remuneração do patrimônio.

Despesas:

Em nosso último *update* (01/12/2021), fomos muito conservadores em relação às despesas de bônus do BTG, projetando-as como 23% da receita total, muito acima da média dos últimos quatro anos de 20%. Neste relatório, projetamos despesas de bônus como 21% das receitas totais de 2022. Além disso, esperamos que outras linhas de despesas apresentem um crescimento substancial em relação aos números de 2021, devido aos investimentos substanciais que a gestão está realizando e ao aumento significativo do número de funcionários. **Nota:** Todos os investimentos planejados do BTG são contabilizados como despesas, não capitalizações.

Valuation

Avaliamos o banco por meio de modelo de *valuation* de três estágios, baseados na abordagem de renda residual, com um custo terminal de capital próprio de 13,0%. Na primeira etapa, consideramos a modelagem explícita dos próximos três anos e, na segunda etapa, fizemos o *valuation* até o ano sete, utilizando um ROAE de 20,3% com um

payout de dividendos de 25%. Por fim, a fase final é baseada na taxa de crescimento terminal de 6,5% para um ROE perpétuo de 22,0%.

Figura 1. *Valuation* do BTG Pactual

Valuation (R\$ mn)	
Shareholders' Equity 2022E	42,276
PV of Residual Income (1st-stage)	6,054
PV of Residual Income (2nd-stage)	16,529
PV of Terminal Value	75,141
Equity Fair Value	140,000
Dividends 2022E	1,863
Dec. 2022 TP (R\$)	37.00
Current price (R\$)	25.29
<i>upside / downside</i>	46%

Fontes: Estimativas Santander e Bloomberg.

Figura 2. Análise de Sensibilidade Ke-ROE para o Preço-Alvo do BTG Pactual, em R\$

2022E TP Sensitivity analysis (Ke vs Sustainable ROE)					
	12.0%	12.5%	13.0%	13.5%	14.0%
20%	40.0	35.0	32.0	29.0	26.0
21%	42.0	38.0	34.0	31.0	28.0
22%	45.0	41.0	37.0	33.0	30.0
23%	48.0	43.0	39.0	35.0	32.0
24%	51.0	46.0	41.0	37.0	34.0

As a % of Change vs. Our Target Price					
	12.0%	12.5%	13.0%	13.5%	14.0%
20%	8%	-5%	-14%	-22%	-30%
21%	14%	3%	-8%	-16%	-24%
22%	22%	11%	0%	-11%	-19%
23%	30%	16%	5%	-5%	-14%
24%	38%	24%	11%	0%	-8%

Fonte: Estimativas Santander.

Riscos

Os principais riscos são os seguintes:

- (i) Risco de execução (grande parte do *valuation* diz a respeito do longo prazo, quando o crescimento se torna exponencial e a monetização começa a se materializar);
- (ii) Risco regulatório em bancos digitais (agenda "BC#" do BACEN);
- (iii) Concorrência vinda de *players* novos e já existentes;
- e (iv) Estratégia de crescimento de empréstimos 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 nossa opinião 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.

© 2022 Copyright Banco Santander (Brasil) S/A. Direitos Reservados

Este relatório é uma versão em português do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 17/02/2022. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

 **Santander**
Corporate & Investment Banking