

Resultado trimestral e Revisão de Preço

BTG Pactual
3T20: À prova de críticas

O resultado do 3T do BTG evidenciou um banco esbanjando confiança. Ainda que algumas áreas de características voláteis tenham apresentado resultado menor do que no trimestre anterior, todas as áreas de negócios com clientes registraram crescimento, o que evidencia a capacidade da gestão de manter a adaptabilidade em meio ao período desafiador imposto pela pandemia.

O mercado de capitais mais ativo no período alavancou as receitas da área de **Banco de Investimentos**, que registraram R\$ 402 milhões (+81,4% t/t e +43% a/a), um recorde trimestral, mesmo com menor atividade de M&A (fusões e aquisições). Da mesma forma, as áreas de **Asset Management e Wealth Management** apresentaram saltos de 30,4% e 17,8% sobre o 2T20 e de 34,3% e 45,6% sobre o 3T19, respectivamente. Nestas, os volumes de Assets (AuM) e Wealth (WuM) sob gestão registraram recorde de captação no ano, de R\$ 81 bilhões, distribuídos entre totais de R\$ 329,3 bilhões (+8,3% t/t) e R\$ 221,5 bilhões (+14,6% t/t), respectivamente, reforçando a percepção de confiança na instituição por parte dos investidores.

Ainda nos itens positivos, o portfólio de **Corporate Lending**, que cresceu 19,4% no trimestre (+R\$ 68,3 bilhões), levou a linha ao resultado recorde trimestral de R\$ 425 milhões (+40% t/t e +105,7% a/a), com destaque para o avanço da carteira PME (antecipação de recebíveis via plataforma digital), que totalizou R\$ 5,8 bilhões.

Já a divisão de **Sales and Trading** reportou resultado de R\$ 893 milhões, um recuo de 12% t/t prejudicada pelas condições voláteis e desafiadoras do mercado, com bom volume das mesas de crédito e juros, mas compensadas pelo movimento mais fraco de câmbio e ações. Em relação ao 3T19, o avanço foi de 11,5%.

As **despesas operacionais** cresceram 4,6% no trimestre e 26,5% no ano. Apesar do aumento significativo, não vislumbramos a aceleração das despesas como um ponto negativo, já que as linhas que mais contribuem com o peso nas despesas, que são Bônus e Salários, viram saltos justificados, no primeiro caso, por conta da performance variável atrelada ao resultado do banco, e no segundo, graças às contratações no período. Vale salientar que tais contratações, que chegaram a 700 pessoas em 2020 apenas para a plataforma digital, está alinhada à estratégia de diversificação do BTG de ingresso no mercado de varejo via crescimento orgânico e inorgânico, o que deve render frutos ao longo dos próximos exercícios.

Demonstrações de Resultados

	3T20 A	2T20	3T19	t/t	a/a
Receita Total	2.478	2.482	2.184	-0,2%	13,5%
Investment Banking	402	222	281	81,4%	43,0%
Corporate Lending	425	303	207	40,4%	105,7%
Sales and Trading	893	1.018	801	-12,2%	11,5%
Asset Management	254	195	189	30,4%	34,3%
Wealth Management	234	199	161	17,8%	45,6%
Pan Americano	92	71	205	29,1%	-55,1%
Principal Investments	131	395	193	-66,9%	-32,0%
Interest and Others	46	80	146	-42,2%	-68,5%
Despesas operacionais totais	1.084	1.036	857	4,6%	26,5%
Bônus	444	438	255	1,4%	74,0%
Salários e benefícios	230	225	169	2,1%	36,2%
Administrativas e outras	248	226	268	9,9%	-7,4%
Amortização de ágio	11	15	39	-31,4%	-73,3%
Despesas tributárias (exceto IR)	152	132	126	14,6%	20,4%
Índice de eficiência (%)	43,7%	41,8%	39,2%	2,0 p.p.	4,5 p.p.
Índice de remuneração (%)	27,2%	26,7%	19,4%	0,5 p.p.	7,8 p.p.
Lucro antes dos impostos	1.394	1.446	1.327	-3,6%	5,1%
Imposto de renda e contribuição social	392	469	324	-16,3%	21,0%
Lucro líquido	1.002	977	1.003	2,5%	-0,1%
ROAE (%)	16,3%	17,4%	19,4%	-1,0 p.p.	-3,1 p.p.

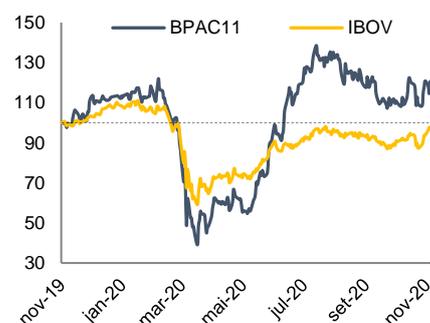
Fonte: BTG Pactual e BB Investimentos

BPAC11

Recomendação	Compra
Preço-alvo - 2021E	100,20
Preço da ação - 11/11/2020	79,99
Potencial de Valorização	25,3%

Dados de mercado

em 11/11/2020		
Valor de Mercado	R\$ milhões	72.330
Varição 1 mês	%	9,7%
Varição UDM	%	21,2%
Varição 2020	%	6,6%
Min. 52 sem.	R\$	25,36
Máx. 52 sem.	R\$	93,28


Valuation

		2021e
Valor para o Acionista	R\$ milhões	90.576
Ke	%	13,7
Perpetuidade (g)	%	6,0

Múltiplos

	2021e	2022e	2023e
P/L	15,7	13,6	11,8
P/VPA	2,4	2,2	2,1
LPA (Units)	R\$ 5,1	5,9	6,8

Fonte: Econômica e BB Investimentos

 Rafael Reis
rafael.reis@bb.com.br

Por fim, o **Lucro Líquido** ficou em R\$ 1 bilhão, +2,5% t/t e estável a/a. O Retorno sobre o Patrimônio Líquido Médio (ROAE) ficou em 16,3%, ante 17,4% no 2T20 e 19,4% no 3T19.

Perspectivas. Se de um lado o lucro líquido cresceu “pouco” no trimestre, de outro vemos a promessa de resultados mais robustos nos períodos vindouros, graças a (i) investimentos significativos em diversas frentes, (ii) aceleração da estratégia de varejo digital por meio da sua plataforma – que conta com vigoroso potencial de *cross-sell* (venda cruzada) em produtos bancários – além de (iii) um renovado foco em linhas de crédito corporativo, inclusive com expansão de quadro funcional para tal. A queda no ROE representa uma conta de nominador/denominador já que, especialmente no comparativo anual, o lucro líquido foi prejudicado não apenas por itens mais voláteis advindos da condição excepcional da pandemia, mas pelo ambiente de juros nas mínimas históricas, ao passo que o patrimônio líquido se elevou, muito por conta da capitalização promovida via aumento de capital recentemente. Em suma, vemos no BTG um banco capitalizado, com fome de crescimento tanto orgânico quanto inorgânico (a compra da Necton Corretora em 26/10 e de importantes escritórios de agentes autônomos são grandes exemplos), abrindo novas avenidas de crescimento via crédito e mercado de capitais, com estrutura operacional adaptável e meritocrática, enfim, tudo para ser um nome altamente beneficiado da retomada e estabilização dos negócios pós-COVID.

Comportamento das ações. Devido ao seu perfil operacional muito distinto dos demais bancos, o BTG traz às suas ações uma dinâmica própria – para o mal e para o bem – estando sua performance mais atrelada ao desempenho esperado para o mercado de capitais do que o mercado de crédito. Sendo assim, em meados de maio, quando viu-se que o mercado de capitais seria o primeiro a reagir frente à crise, as ações do BTG acompanharam e recuperaram muito rapidamente toda a queda vista em março e abril, no auge da incerteza com o Covid-19. No momento, temos bons prognósticos, porém, o preço das units do BTG de certa forma já reduziu o espaço de crescimento capturado pelo valuation. Os múltiplos parecem elevados, especialmente em comparação com a indústria bancária, mas em nossa análise são justificáveis pelo perfil mais aderente a “crescimento” do que “valor”; assim, vemos espaço para valorização, mas não esperamos que aconteça tão rapidamente quanto o visto em maio.

Atualização de preço. Aproveitamos a ocasião dos resultados do 3T para atualizar nosso valuation (tabelas a partir da pág. 3) e **apresentamos nosso novo preço-alvo para dezembro de 2021 em R\$ 100,20 para BPAC11, com recomendação Compra, e potencial de desvalorização de 25,3%** sobre o preço de fechamento desta data. Nosso valuation deriva de um modelo de desconto de dividendos de Gordon com 2 etapas: modelagem explícita (5 anos – fase 1), crescimento percentual (5 anos – fase 2) e crescimento na perpetuidade. Utilizamos como premissas um custo de capital próprio (ke) de 13,7% e uma taxa de crescimento na perpetuidade (g) de 6%.

Demonstração do Resultado

	2018	2019	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	CAGR - 20-24
Investment Banking	464	949	1.091	1.309	1.597	1.949	2.377	+21,5%
Corporate Lending	849	814	1.465	2.343	3.750	4.874	6.337	+44,2%
Sales and Trading	1.539	2.801	3.221	3.543	3.703	3.869	4.043	+5,8%
Asset Management	717	868	955	1.050	1.145	1.248	1.360	+9,2%
Wealth Management	472	610	732	805	877	956	1.042	+9,2%
Pan Americano	5	467	327	343	357	372	386	+4,2%
Principal Investments	691	1.290	645	677	705	733	762	+4,2%
Interest and Others	615	534	321	337	350	364	379	+4,2%
Receita Líquida	5.353	8.333	8.756	10.409	12.484	14.365	16.687	+17,5%
Bônus	-685	-1.128	-1.297	-1.491	-1.700	-1.904	-2.133	+13,2%
Salários e benefícios	-615	-673	-774	-805	-837	-871	-906	+4,0%
Administrativas e Outras	-841	-999	-1.149	-1.195	-1.243	-1.293	-1.345	+4,0%
Amortização de Ágio	-147	-125	-63	-66	-69	-73	-76	+5,0%
Despesas fiscais	-273	-436	-502	-527	-553	-581	-610	+5,0%
Despesas operacionais	-2.560	-3.362	-3.785	-4.084	-4.403	-4.721	-5.069	+7,6%
<i>Índice de Eficiência</i>	47,8%	40,3%	43,2%	39,2%	35,3%	32,9%	30,4%	
<i>Índice de Comissionamento</i>	24,3%	21,6%	23,7%	22,1%	20,3%	19,3%	18,2%	
EBT	2.793	4.971	4.972	6.325	8.081	9.644	11.619	+23,6%
IR e CSLL	-432	-1.143	-1.243	-1.581	-2.020	-2.411	-2.905	
<i>Taxa efetiva</i>	15,5%	23,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
Lucro Líquido	2.361	3.828	3.729	4.743	6.061	7.233	8.714	+23,6%
<i>Margem Líquida (%)</i>	44,1%	45,9%	42,6%	45,6%	48,5%	50,4%	52,2%	
<i>Payout</i>	25,1%	30,4%	25,0%	30,0%	35,0%	35,0%	35,0%	
Dividendos	593	1.165	932	1.423	2.121	2.532	3.050	+34,5%
Patrimônio Líquido	18.845	21.387	27.183	30.504	34.443	39.145	44.809	+13,3%
<i>ROAE (%)</i>	12,6%	17,9%	15,6%	16,4%	18,7%	19,7%	20,8%	
<i>LPA</i>	2,71	4,39	4,12	5,25	6,70	8,00	9,64	
<i>DPA</i>	0,68	1,34	1,03	1,57	2,35	2,80	3,37	

Fonte: BTG Pactual e BB Investimentos

Análise de Sensibilidade

	Preço-alvo 21E					Valor ao Acionista 21E					
	12,7%	13,2%	13,7%	14,2%	14,7%	11,7%	12,7%	13,7%	14,7%	15,7%	
5,0%	106,70	98,50	91,40	85,00	79,40	5,0%	114.830	96.502	82.606	71.755	63.081
5,5%	112,40	103,40	95,50	88,60	82,40	5,5%	122.236	101.670	86.348	74.543	65.209
6,0%	119,00	108,90	100,20	92,60	85,90	6,0%	130.942	107.609	90.576	77.653	67.555
6,5%	126,60	115,20	105,50	97,10	89,70	6,5%	141.322	114.506	95.391	81.142	70.157
7,0%	135,60	122,60	111,60	102,20	94,10	7,0%	153.911	122.612	100.924	85.083	73.058

	P/L 21E					P/VPA 21E					
	12,7%	13,2%	13,7%	14,2%	14,7%	12,7%	13,2%	13,7%	14,2%	14,7%	
5,0%	15,9x	14,7x	13,6x	12,7x	11,8x	5,0%	2,8x	2,6x	2,4x	2,2x	2,1x
5,5%	16,8x	15,4x	14,2x	13,2x	12,3x	5,5%	3,0x	2,7x	2,5x	2,3x	2,2x
6,0%	17,8x	16,2x	14,9x	13,8x	12,8x	6,0%	3,1x	2,9x	2,6x	2,4x	2,3x
6,5%	18,9x	17,2x	15,7x	14,5x	13,4x	6,5%	3,3x	3,0x	2,8x	2,5x	2,4x
7,0%	20,2x	18,3x	16,7x	15,3x	14,0x	7,0%	3,6x	3,2x	2,9x	2,7x	2,5x

Fonte: BB Investimentos

INFORMAÇÕES RELEVANTES

Este é um relatório público e foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. ("BB-BI"). As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não sejam incertas ou equivocadas, no momento de sua publicação, o BB-BI não garante que tais dados sejam totalmente isentos de distorções e não se compromete com a veracidade dessas informações. Todas as opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e derivam do julgamento de nossos analistas de valores mobiliários ("analistas"), podendo ser alteradas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança. Quaisquer divergências de dados neste relatório podem ser resultado de diferentes formas de cálculo e/ou ajustes.

Este material tem por finalidade apenas informar e servir como instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como material promocional, recomendação, oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É recomendada a leitura dos prospectos, regulamentos, editais e demais documentos descritivos dos ativos antes de investir, com especial atenção ao detalhamento do risco do investimento. Investimentos nos mercados financeiros e de capitais estão sujeitos a riscos de perda superior ao capital investido. A rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura. O BB-BI não garante o lucro e não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas nesse material. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 22 da ICVM 598, o BB-Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A ("Grupo") pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), mas poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

3 – O Banco do Brasil S.A. detém indiretamente 5% ou mais, por meio de suas subsidiárias, de participação acionária no capital da Cielo S.A, companhia brasileira listada na bolsa de valores e que pode deter, direta ou indiretamente, participações societárias em outras companhias listadas cobertas pelo BB–Banco de Investimento S.A.

Declarações dos Analistas

O(s) analista(s) envolvido(s) na elaboração deste relatório declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 – Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para a(s) companhia(s) emissora(s) objeto do relatório de análise ou pessoas a ela(s) ligadas.

O(s) analista(s) declara(m), ainda, em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório:

Analistas	Itens			
	3	4	5	6
Rafael Reis	-	-	-	-

3 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

4 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

5 – O(s) analista(s) tem vínculo com pessoa natural que trabalha para a(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

6 - O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, estão, direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação de valores mobiliários da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

RATING

"RATING" é uma opinião sobre os fundamentos econômico-financeiros e diversos riscos a que uma empresa, instituição financeira ou captação de recursos de terceiros, possa estar sujeita dentro de um contexto específico, que pode ser modificada conforme estes riscos se alterem. "O investidor não deve considerar em hipótese alguma o "RATING" como recomendação de Investimento.

BB Banco de Investimento S.A. - BB-BI

e-mail: pesquisa@bb.com.br

+55 (11) 4298 7000

Diretor	Gerente Executivo
Francisco Augusto Lassalvia	Mário Perrone
Gerentes da Equipe de Pesquisa	
Estratégia - Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br	Análise de Empresas - Victor Penna victor.penna@bb.com.br
Renda Variável	
Açúcar e Etanol	Óleo e Gás
Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br	Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br
Agronegócios	Papel e Celulose
Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Victor Penna victor.penna@bb.com.br
Alimentos e Bebidas	Siderurgia e Mineração
Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Victor Penna victor.penna@bb.com.br
Bancos e Serviços Financeiros	Transporte e Logística
Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br	Renato Hallgren renatoh@bb.com.br
Rafael Reis rafael.reis@bb.com.br	Utilities
Bens de Capital	Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br
Catherine Kiselar ckiselar@bb.com.br	Varejo
Educação	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br
Melina Constantino mconstantino@bb.com.br	
Imobiliário	
Kamila Oliveira kamila@bb.com.br	
Macroeconomia e Estratégia de Mercado	Renda Fixa
Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br	Renato Odo renato.odo@bb.com.br
Henrique Tomaz, CFA htomaz@bb.com.br	José Roberto dos Anjos robertodosanjos@bb.com.br
Richardí Ferreira richardi@bb.com.br	
Equipe de Vendas	
Head - Henrique Reis henrique.reis@bb.com.br	Contatos bb.distribuicao@bb.com.br acoes@bb.com.br
Carolina Duch	
Denise Rédua de Oliveira	
Eliza Mitiko Abe	
Fábio Caponi Bertoluci	
Marcela Andressa Pereira	
Pedro Gonçalves	
Sandra Regina Saran	

BB Securities - London

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.

EC2N 1ER – London – UK

+44 (20) 7367 5800

Managing Director

Juliano Marcatto de Abreu julianomarcatto@bb.com.br

Head of Sales and Trading

Henrique Catarino henrique.catarino@bb.com.br

Institutional Sales

Annabela Garcia annabela.garcia@bb.com.br

Melton Plummer melton.plummer@bb.com.br

Tharcia Cassiano tharcia.cassiano@bb.com.br

Syndicate

Daniel Bridges daniel.bridges@bb.com.br

Trading

Bruno Fantasia bruno.fantasia@bb.com.br

Gianpaolo Rivas gianpaolo.rivas@bb.com.br

Banco do Brasil Securities LLC - New York

535 Madison Avenue, 33th Floor

New York City, NY 10022 - USA

(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Managing Director

Andre Haui andrehau@bb.com.br

Deputy Managing Director

Gabriel Cambui Mesquita Santos gabriel.cambui@bb.com.br

ECM

Charles Langalis charles.langalis@bb.com.br

Nilton Jeronimo njeronimo@bb.com.br

DCM

João Kloster jkloster@bb.com.br

Luciana Batista lbatista@bb.com.br

Head of Syndicate

Shinichiro Fukui shinfukui@bb.com.br

Institutional Sales

Michelle Malvezzi m.malvezzi@bb.com.br

Fabio Frazão fabio.frazao@bb.com.br

BB Securities Asia Pte Ltd - Singapore

6 Battery Road #11-02

Singapore, 049909

Managing Director

Marcelo Sobreira marcelosobreira@bb.com.br

Director, Head of Sales

José Carlos Reis, CFA jose.reis@bb.com.br

Institutional Sales

Zhao Hao, CFA hao.zhao@bb.com.br