

Resultado impactado pela aversão ao risco

O grupo BTG Pactual apresentou resultado neutro, com lucro líquido recuando 20,6% T/T, chegando a R\$ 769 milhões, e o ROAE fechando o período em 17,3%, uma queda de 3,9 p.p. T/T. Apesar do fraco desempenho da área de *Principal Investments*, parcialmente compensado pelos bons resultados apresentados pelas áreas de *Sales and Trading* e de *Asset Management*, a receita total recuou 2,3%. No fim, o recuo do lucro líquido foi, em grande parte, devido ao retorno da alíquota efetiva de imposto a patamares próximos à média histórica, chegando a 23,1% no 3T14.

Segmentos de Negócios. Os destaques positivos foram: a) recuperação da área de *Sales and Trading*, após fraco desempenho do 2T14, avançando 21,2% T/T; e b) crescimento de 17,5% T/T da receita de *Asset Management* beneficiada pela cobrança de bônus de performance no período. Por outro lado, o destaque negativo ficou por conta do fraco desempenho da área de *Global Markets*, que levaram o resultado de *Principal Investments* a fechar em terreno negativo de R\$ 164 milhões.

Custos e Despesas. As despesas operacionais recuaram 4,7% T/T, beneficiadas pelo recuo de 37,8% T/T nas despesas com bônus, que compensaram o aumento de 19,9% T/T das despesas administrativas.

Perspectivas. Consideramos neutro o resultado apresentado pelo BTG, no qual o resultado de diversas áreas foi afetado por uma maior aversão ao risco por parte de seus clientes. Apesar de continuarmos otimistas com o desempenho do banco, cuja receita deverá mudar de patamar em 2015, após a conclusão do processo de aquisição da gestora suíça BSI, acreditamos que a aversão ao risco ainda poderá afetar os próximos resultados e, assim, mantemos nossa recomendação em *Market Perform*.

Valuation. Nosso preço alvo de R\$ 37,70 ao final de 2015 representa um *upside* de 19,5% sobre o preço de fechamento de 04/11/2014. Nosso preço é baseado em uma avaliação por desconto de dividendos (DDM) de três estágios, no qual ajustamos o custo de *equity* (*Ke*) para 16,0% e um crescimento na perpetuidade (*g*) de 6%. A *unit* do BTG (BBTG11) está sendo negociada a um múltiplo de 1,5x P/BV15 e de 7,4x P/E15.

R\$ milhões	3T14	T/T	A/A
Investment banking	117	-40,6%	-10,7%
Corporate lending	200	0,5%	7,5%
Sales and trading	784	21,2%	203,9%
Asset management	315	17,5%	41,3%
Wealth management	101	11,0%	8,6%
Principal investments	-164	n.a.	-156,3%
PanAmericano	-27	14,2%	5,4%
Interest and other	377	-13,9%	45,0%
Receita Total	1.702	-2,3%	20,1%
Bônus	-145	-37,8%	19,8%
Salários e benefícios	-175	7,4%	31,6%
Administrativas e outras	-259	19,9%	63,9%
Amortização de ágio	-41	n.a.	-16,3%
Despesas tributárias, exceto imposto de renda	-82	-3,5%	100,0%
Despesas operacionais totais	-702	-4,7%	39,8%
Lucro antes dos impostos	1.000	-0,5%	9,3%
Imposto de renda e contribuição social	-231	437,2%	35,9%
Lucro Líquido	769	-20,0%	3,1%

Fonte: BTG Pactual e BB Investimentos

Bancos e Serviços Financeiros

05 de novembro de 2014

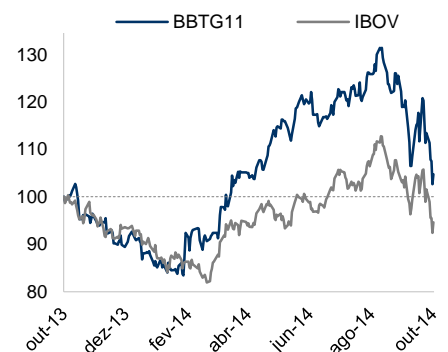
Carlos Daltozo
daltozo@bb.com.br

Mário Bernardes Junior, CNPI
mariobj@bb.com.br

BBTG11	Market Perform
Preço em 04/11/2014 (R\$)	36,00
Preço para 12/2015 (R\$)	37,70
Upside	19,5%
Market Cap (R\$ milhões)	28.561
Varição 1 mês	0,5%
Varição 12 meses	6,2%
Varição 2014	17,7%
Mín. 52 sem.	23,75
Máx. 52 sem.	38,79

Valuation (R\$ milhões)	
Equity Value (R\$ milhões)	34.133
Custo do Equity (<i>Ke</i>)	16,0%
Crescimento perpetuidade (<i>g</i>)	6,0%

Múltiplos			
	2014 E	2015 E	2016 E
P/E	7,3x	6,2x	5,8x
P/BV	1,5x	1,3x	1,1x
EPU	4,26	5,14	6,07



Fonte: Bloomberg e BB Investimentos

Projeções. Republicamos nossas projeções, pois no relatório de revisão divulgado no dia 30 de outubro, equivocadamente publicamos as projeções para o BTG já considerando as receitas da BSI S.A.

Projeções

Estimativas (R\$ mm)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	CAGR 13-16
Investment Banking	377,0	448,0	459,4	485,6	616,3	735,3	+17,0%
Corporate Lending	366,4	564,0	766,8	875,3	992,1	1.140,9	+14,2%
Sales and Trading	1.012,2	1.517,0	1.729,0	2.420,6	2.904,7	3.427,6	+25,6%
Asset Management	507,1	1.190,0	1.172,0	1.312,3	1.469,8	1.886,2	+17,2%
Wealth Management	149,7	202,0	385,3	394,8	454,0	508,5	+9,7%
Panamericano	(52,1)	(244,0)	(124,0)	(24,8)	12,4	27,3	n.a.
Principal Investments	181,6	2.338,0	620,3	1.015,1	1.482,9	1.721,9	+40,5%
Global Markets	48,0	1.859,0	718,2	852,4	1.065,5	1.278,6	+21,2%
Merchant Bank	213,3	234,0	254,7	228,4	296,9	178,2	-11,2%
Real Estate	(79,6)	245,0	(352,6)	(65,7)	120,5	265,1	n.a.
Interest and Others	661,0	802,0	905,0	1.013,2	1.129,7	1.259,7	+11,7%
Receita Total	3.202,9	6.817,0	5.913,8	7.492,1	9.062,0	10.707,2	+21,9%
Bônus	(521,0)	(1.169,0)	(947,2)	(861,6)	(1.042,1)	(1.231,3)	+9,1%
Despesa de retenção	(40,3)	(6,0)	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Salários e benefícios	(236,4)	(326,0)	(494,0)	(674,6)	(858,1)	(1.046,0)	+28,4%
Administrativas e outras	(327,2)	(540,0)	(648,3)	(599,4)	(725,0)	(856,6)	+9,7%
Amortização de ágio	(31,2)	(467,0)	(191,9)	(196,7)	(201,6)	(206,7)	+2,5%
Despesas tributárias (exceto IR)	(181,2)	(241,0)	(266,5)	(337,6)	(271,9)	(321,2)	+6,4%
Despesas operacionais totais	(1.337,3)	(2.749,0)	(2.547,9)	(2.669,9)	(3.098,6)	(3.661,8)	+12,9%
<i>Índice de eficiência (%)</i>	41,8%	40,3%	43,1%	35,6%	34,2%	34,2%	
<i>Índice de remuneração (%)</i>	24,9%	22,0%	24,4%	20,5%	21,0%	21,3%	
Lucro antes dos impostos	1.865,6	4.068,0	3.365,9	4.822,2	5.963,3	7.045,5	+27,9%
Imposto de renda e contribuição social	57,9	(812,0)	(590,6)	(964,4)	(1.311,9)	(1.550,0)	
<i>Taxa efetiva de imposto (%)</i>	-3,1%	20,0%	17,5%	20,0%	22,0%	22,0%	
Lucro líquido	1.923,5	3.256,0	2.775,3	3.857,8	4.651,4	5.495,5	+25,6%
<i>Margem líquida (%)</i>	60,1%	47,8%	46,9%	51,5%	51,3%	51,3%	
Ajustes não recorrentes	(481,4)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Lucro líquido ajustado	1.442,1	3.256,0	2.775,3	3.857,8	4.651,4	5.495,5	+25,6%
<i>Margem líquida ajustada (%)</i>	45,0%	47,8%	46,9%	51,5%	51,3%	51,3%	
<i>Payout</i>	0,0%	19,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
Dividendos		618,6	693,8	964,4	1.162,8	1.373,9	+25,6%
Patrimônio Líquido	8.540,1	14.145,0	16.226,5	19.119,8	22.608,4	26.730,0	+18,1%
Patrimônio Líquido Médio	7.943,3	11.342,6	15.185,7	17.673,1	20.864,1	24.669,2	+17,6%
<i>ROAE (%)</i>	24,2%	28,7%	18,3%	21,8%	22,3%	22,3%	+6,8%
<i>ROAE (%) - Recorrente</i>	18,2%	28,7%	18,3%	21,8%	22,3%	22,3%	+6,8%
<i>EPU (Lucro por unit)</i>	2,18	3,69	3,14	4,26	5,14	6,07	
<i>DPU (Dividendo por unit)</i>		0,70	0,79	1,07	1,28	1,52	
P/E		12,3	8,8	7,3	6,2	5,8	
P/BV		2,1	1,8	1,5	1,3	1,1	

Fonte: BB Investimentos

Informações Relevantes

Este relatório foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Entretanto, o BB-BI não declara nem garante, expressa ou tacitamente, que essas informações sejam imparciais, precisas, completas ou corretas. Todas as recomendações e estimativas apresentadas derivam do julgamento de nossos analistas e podem ser alternadas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa. Este material tem por finalidade apenas informar e servir com instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 18 da ICVM 483, 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 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 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.

Informações Relevantes – Analistas

O(s) analista(s) de investimento, ou de valores mobiliários, envolvido(s) na elaboração deste relatório (“Analistas de investimento”), declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste 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 o emissor objeto do relatório de análise ou pessoas a ele ligadas.

Analistas	Itens		
	3	4	5
Carlos Daltozo			
Mário Bernardes Junior			

3 – O(s) analista(s) de investimentos, seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão das companhias objeto de sua análise.

4 – Os analistas de investimento, seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à companhia emissora dos valores mobiliários analisados neste relatório.

5 – O(s) analista(s) de investimento tem vínculo com pessoa natural que trabalha para o emissor objeto do relatório de análise.

Administração

Diretor

Sandro Kohler Marcondes

Gerente-Executivo

Eduardo César do Nascimento

Equipe de Pesquisa

Gerente - Nataniel Cezimbra

nataniel.cezimbra@bb.com.br

Renda Variável

Demanda

Bancos e Serviços Financeiros

Carlos Daltozo
daltozo@bb.com.br
Mário Bernardes Junior
mariobj@bb.com.br

Consumo

Maria Paula Cantusio
paulacantusio@bb.com.br

Imobiliário

Wesley Bernabé
wesley.bernabe@bb.com.br

Indústrias e Transportes

Mário Bernardes Junior
mariobj@bb.com.br

Small Caps

Gabriela Cortez
gabrielaecortez@bb.com.br

Renda Fixa e Estratégia de Mercado

Renda Fixa, Moedas e Commodities

Renato Odo
renato.odo@bb.com.br
Fabio Cardoso
fcardoso@bb.com.br

Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves
hmoreira@bb.com.br

Equipe de Vendas

Atacado: bb.distribuicao@bb.com.br

Varejo: acoes@bb.com.br

Gerente - Antonio Emilio Ruiz

Antonio Lima
Bruno Finotello
João Carlos Floriano
Marcela Andressa Pereira
Paulo Arruda
Thiago Cogo Pires
Viviane Ferro Candelária

Gerente - Marconi Maciel

Ana Lucia Caruso da Silva
Henrique Reis
Márcio Carvalho José

BB Securities

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.
London EC2N 1ER - UK
+44 207 7960836 (facsimile)

Managing Director

Vinicius Balbino Bouhid +44 (207) 3675801

Deputy Managing Director

Selma da Silva +44 (207) 3675802

Director of Sales Trading

Boris Skulczuk +44 (207) 3675831

Head of Sales

Nick Demopoulos +44 (207) 3675832

Institutional Sales

Annabela Garcia +44 (207) 3675853

Melton Plumber +44 (207) 3675843

Renata Kreuzig +44 (207) 3675833

Trading

Bruno Fantasia +44 (207) 3675852

Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842

Head of Research

Paul Hollingworth +44 (207) 3675851

Structured Products

Hernan Lobert +44 (207) 3675807

Banco do Brasil Securities LLC

535 Madison Avenue 34th Floor
New York City, NY 10022 - USA
(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Managing Director

Daniel Alves Maria +1 (646) 845-3710

Institutional Sales - Equity

Charles Langalis +1 (646) 845-3714

Institutional Sales - Fixed Income

Cassandra Voss +1 (646) 845-3713

DCM

Richard Dubbs +1 (646) 845-3719

Syndicate

Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717

Sales

Michelle Malvezzi +1 (646) 845-3715

Myung Jin Baldini +1 (646) 845-3718

BB Securities Asia Pte Ltd

6 Battery Road #11-02
Singapore, 049909

Managing Director

Rodrigo Afonso +65 6420-6577

Director, Head of Sales

José Carlos Reis +65 6420-6570

Institutional Sales

Paco Zayco +65 6420-6571

Amelia Khoo +65 6420-6582

BB-Banco de Investimento S.A. • BB-BI

Rua Senador Dantas, 105 - 36º andar
Rio de Janeiro RJ - Brasil
Tel. (21) 38083625 Fax (21) 38083355