

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

DANIEL BERWIG

VALUATION: ANÁLISE DE CASO DO BANCO BTG PACTUAL S.A.

Porto Alegre

2023

DANIEL BERWIG

VALUATION: ANÁLISE DE CASO DO BANCO BTG PACTUAL S.A.

Trabalho de conclusão de curso apresentado junto ao curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientadora: Profa. Dra. Letícia de Oliveira

Porto Alegre

2023

RESUMO

O presente estudo teve como objetivo principal a apresentação de um processo de avaliação de uma empresa de capital aberto listada na bolsa de valores brasileira (B3), tendo como base a utilização de um modelo de fluxos de caixa descontados para o acionista, o Modelo de Dividendos Descontados, para definir o valor intrínseco da ação BPAC11. Utilizando como metodologia a pesquisa de caráter exploratório, por meio do levantamento e análise de dados, foi possível também compreender o ambiente macroeconômico atual, bem como a dinâmica competitiva do setor onde a empresa está inserida. As informações adquiridas também foram utilizadas como base para a formação das premissas a serem utilizadas para a projeção de desempenho futuro da empresa. Para determinar o valor intrínseco da ação, inicialmente, o desempenho da empresa nos anos seguintes foi projetado. Após a projeção, aplicou-se o Modelo de Dividendos Descontados, que obteve como resultado o valor para a ação BPAC11 sendo R\$ 33,43. O resultado obtido diverge do preço de mercado da ação, onde, no dia 02 de outubro de 2023, a ação BPAC11 foi cotada em R\$ 31,07 em seu preço de fechamento.

Palavras-chave: Valuation. Avaliação de empresas. Bancos. Sistema Financeiro. Valor Intrínseco. Fluxos de caixa descontados. Modelo de dividendos descontados.

ABSTRACT

The main objective of this study was to present an evaluation process for a publicly traded company listed on the Brazilian stock exchange (B3), based on the use of a discounted cash flow model for the shareholder, the Discounted Dividends, to define the intrinsic value of the BPAC11 share. Using exploratory research as a methodology, through data collection and analysis, it was also possible to understand the current macroeconomic environment, as well as the competitive dynamics of the sector in which the company operates. The information acquired was also used as a basis for forming assumptions to be used to project the company's future performance. To determine the intrinsic value of the share, initially, the company's performance in the following years was projected. After the projection, the Discounted Dividend Model was applied, which resulted in the value for the BPAC11 share being R\$ 33.43. The result obtained differs from the market price of the share, where, on October 2, 2023, the BPAC11 share was quoted at R\$31.07 at its closing price.

Keywords: Valuation. Business valuation. Banks. Financial System. Intrinsic Value. Discounted cash flows. Discounted dividend model.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Benefícios para o cliente – Open Finance.....	39
Figura 2 – Pesquisa Fintechs de Crédito Digital 2022	44

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Variação Mensal do Índice Nacional de Preço ao Consumidor Amplo (IPCA) Acumulado 12 meses (%). 2019-2023	27
Gráfico 2 – Variação trimestral do Produto Interno Bruto (PIB) do Brasil (%), 2019-2023... ..	28
Gráfico 3 – Taxa SELIC Meta (%) (2019-2023).....	29
Gráfico 4 – Meios de pagamento – participação por instrumento. (2019-2023).....	32
Gráfico 5 – Volume de transações bancárias por canais (R\$, bilhões), 2018-2022.....	33
Gráfico 6 – Composição das transações bancárias por canais (%), 2018-2022	34
Gráfico 7 – Bancos múltiplos com maior número de agências bancárias instaladas no país (2016-2022)	35
Gráfico 8 – Saldo da carteira de crédito do SFN em relação ao PIB. (%), 2019-2023	36
Gráfico 9 – Volume de captação por instrumento (R\$, bilhões), 2020-2022.....	37
Gráfico 10 – Volume de captação por natureza do investidor, (R\$, bilhões) 2020-2022.	38
Gráfico 11 – Pedidos de Portabilidade – acumulados por ano e situação, 2015-2022.....	40
Gráfico 12 – Contribuição dos fatores da demanda por crédito – Crédito para consumo de pessoa física, 2020-2022	42
Gráfico 13 – Número de novas fintechs criadas no país, ano a ano, 2000-2022.....	45
Gráfico 14 – Preço de fechamento mensal do Bitcoin (em USD), 2014-2023	47
Gráfico 15 – Cinco Forças de Porter aplicadas ao Setor Bancário Brasileiro	50
Gráfico 16 – Resultado Bruto de Intermediação Financeira por segmento, 2020-2022	54
Gráfico 17 – Resultado Bruto de Intermediação Financeira – Investment Banking (R\$, em milhões), 2018-2022	55
Gráfico 18 – Evolução da carteira de crédito de pequenas e médias empresas do BTG Pactual (R\$, milhares), 2019-2022.....	56
Gráfico 19 – Resultado Bruto de Intermediação Financeira – <i>Corporate & SME Lending</i> (R\$, em milhões), 2018-2022.....	56
Gráfico 20 – Resultado Bruto de Intermediação Financeira – <i>Sales & Trading</i> (R\$, em milhões), 2018-2022.....	57
Gráfico 21 – Resultado Bruto de Intermediação Financeira – <i>Asset Management</i> (R\$, em milhões), 2018-2022.....	58
Gráfico 22 – Resultado Bruto de Intermediação Financeira – <i>Wealth Management & Consumer Banking</i> (R\$, em milhões), 2018-2022	59

Gráfico 23 – Resultado Bruto de Intermediação Financeira – <i>Principal Investments</i> (R\$, em milhões), 2018-2022.....	60
Gráfico 24 – Resultado Bruto de Intermediação Financeira – <i>Participations</i> (R\$, em milhões), 2018-2022.....	60
Gráfico 25 – Resultado Bruto de Intermediação Financeira – <i>Interest and other</i> (R\$, em milhões), 2018-2022.....	61

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Principais demonstrações financeiras	18
Quadro 2 – Relatório Focus – Banco Central, 29/09/2023	26
Quadro 3 – Demonstração do Resultado de Exercício padrão utilizada pelos bancos.....	51

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Portabilidade por modalidade de crédito, 2021-2022.....	41
Tabela 2 – Indicadores de concentração do SFN	49
Tabela 3 – Cálculo do custo de capital próprio.	62
Tabela 4 – Receitas de intermediação financeira projetadas.	64
Tabela 5 – Despesas de intermediação financeira projetadas.....	64
Tabela 6 – Resultado bruto da intermediação financeira projetados.....	65
Tabela 7 – Outras receitas / (despesas) operacionais projetadas.	65
Tabela 8 – Resultado operacional, não operacional e resultado antes da tributação sobre lucros e participações projetados.....	66
Tabela 9 – Imposto de renda e contribuição social, participações estatutárias e participações de acionistas projetados.	66
Tabela 10 – Lucro líquido, total de units, juros sobre capital próprio e payout ratio projetados	67
Tabela 11 – Modelo de dividendos descontados de dois estágios.....	68
Tabela 12 – Resultados do modelo de dividendos descontados	68
Tabela 13 – Teste de estresse	68
Tabela 14 – Informações adicionais sobre os códigos das ações listadas em bolsa.....	79

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	15
2. REVISÃO DA LITERATURA	16
2.1 O PAPEL DO SISTEMA FINANCEIRO	16
2.2 DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS	18
2.2.1 INDICADORES FINANCEIROS	19
2.3 ANÁLISE SETORIAL	21
2.4 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	22
2.4.1 MODELO DE DIVIDENDOS DESCONTADOS	22
2.5 AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS	24
3. METODOLOGIA.....	25
4. ANÁLISE MACROECONÔMICA	26
5. ANÁLISE DO SETOR BANCÁRIO	31
5.1 COMPETITIVIDADE BANCÁRIA SOB A ÓTICA DAS CINCO FORÇAS DE PORTER	36
5.1.1 O PODER DE BARGANHA DOS FORNECEDORES	36
5.1.2 PODER DE BARGANHA DOS CONSUMIDORES	39
5.1.3 AMEAÇA DE NOVOS ENTRANTES	42
5.1.4 AMEAÇA DE NOVOS PRODUTOS/SERVIÇOS SUBSTITUTOS	45
5.1.5 NÍVEL DE COMPETIÇÃO ENTRE OS CONCORRENTES	48
5.1.6 CONSIDERAÇÕES SOBRE O SETOR	50
5.2 PARTICULARIDADES DO SETOR PARA FINS DE AVALIAÇÃO	51
6. AVALIAÇÃO DA EMPRESA	52
6.1 O BANCO BTG PACTUAL: HISTÓRICO E CONTEXTO	52
6.2 AS PRINCIPAIS LINHAS DE NEGÓCIO DA EMPRESA	52
6.3 CONSTRUÇÃO DA TAXA DE DESCONTO: O CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO	62
6.4 PROJEÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES DO RESULTADO DO EXERCÍCIO	63
6.5 APLICAÇÃO DO MODELO DE DIVIDENDOS DESCONTADOS E TESTE DE ESTRESSE	67
7. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	69
REFERÊNCIAS	71
ANEXO A – Demonstração do Resultado de Exercício (DRE) Resumida – Resultado Bruto por segmento de negócio.	76
APÊNDICE A – Demonstração do Resultado de Exercício (DRE) do Banco BTG Pactual S.A. Projetada.	77
APÊNDICE B – Modelo de Dividendos Descontados	78
APÊNDICE C – Informações adicionais sobre código de ações listadas	79

1. INTRODUÇÃO

O sistema financeiro e suas instituições bancárias, de acordo com ASSAF NETO (2021), desempenham um papel central e indispensável no desenvolvimento econômico e social das nações. Eles constituem o alicerce sobre o qual repousa a dinâmica econômica moderna, funcionando como intermediários fundamentais entre aqueles que possuem recursos financeiros e aqueles que necessitam de financiamento para empreender, expandir e concretizar suas atividades. Essa intermediação financeira não apenas viabiliza a circulação de capital, mas também estimula o investimento, fomenta o crescimento empresarial e, em última instância, impulsiona o progresso econômico de uma sociedade.

Reconhecendo a relevância desse segmento para a economia, juntamente com o vasto espaço a ser explorado no campo de pesquisas e trabalhos sobre avaliação de empresas, o presente trabalho visa construir uma análise de uma empresa do setor, realizando o *valuation* do Banco BTG Pactual S.A., uma das maiores instituições financeiras do país, por meio da precificação de sua ação BPAC11¹.

Para mensurar seu valor intrínseco, será aplicado um método de avaliação de empresas amplamente utilizado no mundo das finanças, o modelo de fluxos de caixa descontados (PÓVOA, 2012). A aplicação se dará por meio de uma de suas variações: o Modelo de Dividendos Descontados (DDM, do inglês Dividend Discount Model). Outros métodos de *valuation* também serão abordados, para fins explanatórios, porém sua aplicação não se dará no presente trabalho. Entre os objetivos secundários, destaca-se a análise macroeconômica e do setor bancário em geral, para fins de compreensão do segmento onde a empresa está inserida, incluindo histórico, direcionadores, competitividade e tendências. As premissas utilizadas na análise macroeconômica e setorial serão utilizadas posteriormente nas projeções de desempenho futuro do banco.

Dessa forma, espera-se que este trabalho possa fornecer uma estimativa do valor intrínseco do Banco BTG Pactual S.A., explicitando o processo de *valuation*. Também espera-se contribuir para a construção do conhecimento da dinâmica de funcionamento do setor bancário em geral, juntamente com seus principais direcionadores e tendências da indústria.

¹ Mais informações sobre a terminologia e código das ações listadas em bolsa estão disponíveis no Apêndice C.

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1 O PAPEL DO SISTEMA FINANCEIRO

Levine (1997) defende o papel fundamental da alocação eficiente dos recursos financeiros da economia como um *driver* de crescimento econômico. A ideia consiste na existência de um recurso financeiro excedente, onde ocorre, por meio de intermediários financeiros, a transferência desses recursos financeiros, dos agentes superavitários para os agentes deficitários. Os agentes superavitários buscam a rentabilidade de juros sobre seu capital, já os deficitários, que carecem de recursos próprios, buscam o crédito como meio de financiamento para seus projetos de investimento.

Silva e Porto Junior (2006) destacam que a existência do sistema financeiro é condicionada por falhas de mercado, tais como assimetrias de informação e elevados custos de transação, assim atuando na atenuação desses problemas.

A assimetria de informação diz respeito à problemas de seleção adversa e risco moral, a seleção adversa ocorre antes que a transação aconteça, uma vez que tomadores de crédito de alto risco com baixa probabilidade de pagamento podem ser selecionados para obter crédito, pois os credores podem não dispor de ferramentas para realizar a distinção entre maus pagadores e bons pagadores. Referente ao risco moral, ocorre posterior à transação. Diz respeito ao risco dos tomadores de crédito se engajarem em atividades não desejáveis, sob o ponto de vista do credor, pois reduziria a probabilidade do empréstimo ser pago.

Sobre os custos de transação, referem-se aos custos envolvidos numa transação financeira, como reuniões entre os envolvidos, pagamento de advogados na firmação de contratos, dentre outros.

Os autores também destacam as atribuições e funções do Sistema Financeiro:

- ❖ Mobilização de recursos, que consiste deslocamento da renda disponível por meio da poupança de agentes superavitários para deficitários, como alocação eficiente de recursos e meio de financiamento para projetos produtivos;
- ❖ Alocação dos recursos no espaço e no tempo: diz respeito à função de financiamentos de longo prazo. Os agentes econômicos superavitários possuem um horizonte de curto prazo, fruto do comportamento poupador de aversão ao risco, dando preferência para empréstimos de alta liquidez. Porém, os retornos do investimento são associados aos riscos e incertezas incorridos. Diante disso, surge um conflito de interesses. O sistema

financeiro atua por meio da intermediação entre essas transações, captando o depósito do poupador e garantindo-lhe o direito a liquidez, reduzindo o risco associado;

- ❖ Administração de risco: as instituições financeiras que realizam a intermediação são os agentes econômicos mais preparados para minimizar riscos, isso ocorre fruto da diversificação da carteira de crédito para diferentes agentes de setores produtivos da economia distintos. Há dois tipos de riscos; risco idiossincrático e risco sistemático. O risco idiossincrático diz respeito ao risco inerente de um projeto de investimento. A melhor maneira de minimizar esse tipo de risco seria via diversificação de investimentos, pois funcionaria como uma redução de custos idiossincráticos, pois, de maneira agregada, o retorno esperado é mantido positivo. O risco sistemático diz respeito as situações adversas que podem incorrer em ambos investimentos, tais como um cenário macroeconômico desfavorável;
- ❖ Seleção e monitoramento de empresas: o sistema financeiro possui a função de selecionar e monitorar as empresas que possuem propostas de investimento mais rentáveis e sustentáveis. Tal função é exercida especialmente pelos intermediários financeiros pois seus colaboradores detém alto nível de conhecimento técnico necessário para esse tipo de operação e um poderio econômico para arcar com os custos necessários para tal;
- ❖ Produção e disseminação da informação: tratando-se do mercado financeiro, a presença de informação assimétrica causa vantagem para a parte mais informada envolvida na transação, que utiliza sua informação para seu próprio benefício, gerando ineficiência econômica. A assimetria de informação pode ocasionar problemas de seleção adversa e de risco moral, podendo comprometer o mercado de crédito. O sistema financeiro age minimizando a assimetria de informação, gerando informações que beneficiam o mercado de maneira abrangente. Empréstimos bancários concedidos a empresas podem ser vistos como uma informação sobre a sustentabilidade do projeto de investimento e da própria firma em si, pois, a empresa passa pela rigorosa avaliação do intermediador financeiro antes do empréstimo ser efetivado e concedido, dando certo nível de informação sobre a saúde financeira da firma para observadores externos.

Em síntese, o sistema financeiro desempenha um papel essencial e multifacetado na economia, contribuindo para a eficiência e o desenvolvimento econômico. As suas mais diversas funções são fundamentais para o funcionamento dos mercados financeiros e a promoção do crescimento econômico sustentável e eficiente.

2.2 DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS

A compreensão e análise das demonstrações contábeis tem papel crucial na prática do *valuation*, uma vez que são informações utilizadas para melhor garantir a tomada de decisão dos agentes externos, sua função é melhor definida por De Souza:

“Elas têm o propósito de fornecer informações que sejam úteis para administradores, investidores/acionistas, financiadores, fornecedores e a todos aqueles que se utilizam delas. Por esse motivo, as demonstrações financeiras traduzem-se em informações úteis e direcionadas para tomadas de decisão, além de serem ferramentas para avaliar até mesmo o desempenho dos gestores da organização.”

(DE SOUZA, 2015, p. 11)

Quadro 1 – Principais demonstrações financeiras

Balanco Patrimonial
<p>Apresenta posição patrimonial e financeira de uma organização em determinada data, é dividido em três grandes blocos: ativo, passivo e patrimônio líquido. O ativo é a representação dos recursos controlados pela entidade (caixa e equivalentes, direitos e propriedades); o passivo apresenta as obrigações da entidade; o patrimônio líquido representa a diferença entre o ativo e o passivo – valor líquido do negócio em termos contábeis.</p>
Demonstração de resultados do exercício
<p>Apresenta o resultado líquido do exercício que se encerra na data de elaboração do balanço. Registra as receitas do negócio que a entidade explora, líquidas dos tributos sobre vendas, e deduzidas dos custos e despesas incorridos para sua realização, bem como dos impostos que incidem sobre o lucro. O lucro ou prejuízo assim apurado vai crescer ou decrescer o patrimônio líquido constante do balanço patrimonial. A DRE evidencia o que os sócios do empreendimento ganharam ou perderam, no exercício, em decorrência das operações correntes do empreendimento.</p>
Demonstração de fluxos de caixa
<p>A demonstração de fluxos de caixa apresenta os saldos iniciais e finais de caixa no período e mostra a origem e a destinação do caixa que transitou na empresa no exercício em questão. Capta as variações de caixa que ocorreram na organização durante o exercício, nas suas atividades operacionais, nas suas atividades de investimentos e de financiamento, permitindo a informação quanto à origem e ao uso do caixa que transitou.</p>

Fonte: ROSS ET AL (2022), Elaboração própria.

O quadro acima resume os três principais demonstrativos financeiros de uma empresa, sendo sua divulgação obrigatória para empresas que se organizam por meio de sociedade anônima (S.A.), de capital aberto e listadas na Bolsa de Valores do Brasil (B3), sendo estruturada adotando o padrão contábil internacional, de acordo com o International

Accounting Standards Board (IASB), conforme instrução CVM nº 457 de 13 de julho de 2007.

2.2.1 INDICADORES FINANCEIROS

Além das utilidades citadas anteriormente, a análise das demonstrações contábeis pode ser utilizada na construção de indicadores financeiros.

A importância dos indicadores consiste para auxiliar tanto para buscar obter o controle interno das atividades da empresa, verificando e certificando que as atividades estão sendo desempenhadas conforme planejamento e procedimentos estabelecidos, quanto para mensurar a posição financeira ou definir o desempenho empresarial. Seu uso é justificado devido ao à sua importância para gestão empresarial, pois fornecem informações precisas que auxiliam gestores para que os mesmos tomem as melhores decisões possíveis. Também é fonte de informação útil para usuários externos, como investidores e credores. (ALVES, 2018)

Cabe destacar que existem diversos tipos de indicadores, que possuem seu uso aplicado aos mais diversos tipos de indústria e segmentos. Conforme Damodaran (2012), os múltiplos mais indicados e aplicáveis às idiossincrasias das instituições financeiras são os indicadores Preço/Lucro (P/L) e P/Valor Patrimonial (P/VP). Neste trabalho, os indicadores serão abordados apenas por caráter explanatório.

2.2.1.1. INDICADOR P/L

De acordo com ASSAF NETO (2023), o indicador preço/lucro pode ser calculado da seguinte maneira:

$$P/L = \frac{\text{Preço}}{\text{Lucro por Ação (LPA)}}$$

Onde o Preço diz respeito ao valor de mercado da ação, e o lucro por ação representa uma parcela do resultado líquido da empresa, que compete a cada ação. Pode ser obtido pelo quociente entre o lucro líquido de um determinado exercício social e o número de ações emitidas em mercado.

2.2.1.2. INDICADORES VPA E P/VPA

O indicador P/VPA refere-se ao Valor Patrimonial da Ação (VPA), é bastante utilizado para análise de investimento em ações, especialmente no que tange à comparação dos preços, que é o indicador mais comum de ser utilizado. (ALVES, 2018)

Pode ser expresso como:

$$VPA = \frac{\textit{Patrimônio Líquido}}{\textit{Número de ações em circulação}}$$

Onde o quociente entre Patrimônio Líquido e Número de ações o quanto cada ação vale no patrimônio líquido da empresa.

Compreender o Valor Patrimonial da Ação faz sentido para realizar a comparação com o seu preço atual (P/VPA) e verificar quanto está pagando a mais ou a menos pela ação.

Pode ser explicitado da seguinte forma:

$$P/VPA = \frac{\textit{Preço de Mercado da Ação}}{\textit{Valor patrimonial da Ação}}$$

Onde o Preço de Mercado da Ação diz respeito ao preço praticado no mercado da ação no momento, em relação ao Valor Patrimonial da Ação, calculado dividindo-se o Patrimônio Líquido pelo número de ações em circulação.

O valor patrimonial pode ser visto como um registro do passado que mostra a quantidade acumulada investida tanto diretamente pela compra de ações recém-emitidas como indiretamente por meio de lucros acumulados. Em contrapartida, o preço de mercado da ação está em perspectiva futura, incorporando as expectativas de investidores de futuros fluxos de caixa. (BRIGHAM & EHRHARDT, 2023).

2.2.1.3. INDICADOR ROE

De acordo com Damodaran (2012), o indicador ROE (Return on Equity, em português: retorno sobre patrimônio líquido) analisa a lucratividade sob a ótica do capital próprio dos acionistas, relacionando o lucro para os investidores (lucro líquido) com o valor contábil do capital próprio investido (patrimônio líquido) no negócio, sendo representado por:

$$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Valor Contábil do Patrimônio Líquido}}$$

Onde o Lucro Líquido pode ser obtido através da Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), e o valor contábil do patrimônio líquido é obtido por meio do Balanço Patrimonial.

2.3 ANÁLISE SETORIAL

Para realizar uma análise setorial, se recorrerá às Cinco Forças de Porter (2005), onde o autor argumenta que a possibilidade de compreensão da dinâmica de mercado de um segmento da economia é baseando no estudo do seguintes itens:

- a) Poder de barganha dos fornecedores: refere-se ao poder dos fornecedores de um segmento específico, quanto maior o poder dos fornecedores, maior seu poder de barganhar por preços mais altos e condições desfavoráveis sob a ótica da empresa produtora.
- b) Poder de barganha dos consumidores: diz respeito à capacidade dos clientes de exercer sua influência nas empresas. Caso os compradores sejam poucos, ou comprem em grandes volumes, ou possuam acesso a informações sobre preços e qualidades, eles possuem maior poder para exigir preços mais baixos e melhores serviços.
- c) Ameaça de produtos ou serviços substitutos: Essa força avalia a probabilidade de produtos ou serviços substitutos entrarem no mercado e modificar o mercado competitivo.
- d) Ameaça de Novos Entrantes: Esse elemento considera o grau de dificuldade de penetração no setor. A existência de barreiras de entrada, como custos de capital elevados, economias de escala, regulamentações governamentais etc., dificultam a entrada de novos concorrentes.
- e) Nível de competição entre os concorrentes: Quanto mais intensa for a concorrência no setor, menor a lucratividade.

A análise setorial será aprofundada posteriormente, especificamente na seção 5.

2.4 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

Segundo Serra (2019), o valor de uma empresa pode ser estimado por meio de sua capacidade de geração de caixa. Em outras palavras, pode-se dizer que significa que o valor de uma empresa pode ser determinado via expectativa de fluxos de caixa futuros.

Para isso, traz-se a valor presente os fluxos de caixa futuros projetados por meio de uma taxa de desconto que corresponda corretamente ao custo de oportunidade e demais riscos incorridos na decisão de investimento em um determinado ativo.

De acordo com Damodaran (2012), os fluxos de caixa estimados podem ser representados da seguinte forma:

$$\sum_{t=1}^{t=n} \frac{FC_t}{(1+r)^t}$$

Onde:

FC_t = fluxo de caixa no período t

r = taxa de desconto que reflete os riscos do investimento

t = períodos observados

2.4.1 MODELO DE DIVIDENDOS DESCONTADOS

Modelo de Dividendos Descontados é uma variação possível de um fluxo de caixa descontado. Serra (2019) afirma que para calcular o valor de uma ação, basta trazer a valor presente o seu fluxo de dividendos por uma taxa de desconto ajustada que reflita o risco do investimento.

Utilizaremos o modelo de dividendos descontados que envolve dois períodos, onde, no primeiro período, se assumira um período alto crescimento, e no segundo período, uma tendência de desaceleração no crescimento, até o atingimento da perpetuidade.

O modelo de dividendos descontados, de acordo com Damodaran (2012), pode ser representado por:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DPA_t}{(1 + Ke_{Hg})^t} + \frac{P_n}{(1 + Ke_{Hg})^n}; \quad P_n = \frac{DPA_{n+1}}{(Ke_{st} - g_n)}$$

Onde:

P = Valor da ação;

DPA_t = Dividendo por ação esperado no período t ;

Ke = Custo de capital próprio;

n = período de crescimento (anos);

g_n = taxa de crescimento (growth) na perpetuidade;

Ke_{Hg} = Ke durante período de alto crescimento (high growth);

Ke_{st} = Ke durante período de crescimento estável (stability);

A taxa de crescimento (g), de acordo com Damodaran (2012), pode ser obtida por meio de uma análise de resultados passados da empresa, tanto por médias aritméticas quanto por médias geométricas. Porém, o autor ainda adverte que, crescimento passado não são necessariamente implica em garantia de crescimento futuro, observando que, conforme o porte da empresa aumenta, fica mais difícil sustentar altas taxas de crescimento do passado.

Outra observação refere-se a tomada de decisões da empresa em relação aos seus negócios, seus projetos, estrutura de capital, política de dividendos, mudanças tecnológicas, mudanças na estrutura do mercado em que a empresa atue, dentre outros fatores.

O custo de capital próprio (Ke) pode ser obtido pelo Capital Asset Pricing Model (CAPM). De acordo com Araujo et al. (2012), o CAPM aborda a relação entre risco (variância do retorno) e retorno (média da rentabilidade ou recompensa do ativo), sendo sua forma básica representada por:

$$Ke = CAPM = Rf + \beta(Rf - Rm)$$

Onde:

Rf = Ativo livre de risco;

β = Coeficiente de risco sistêmico;

Rm = Risco de Mercado;

$(Rf - Rm)$ pode ser chamado de Prêmio de Risco de Mercado (aqui chamado PRM), que é o quanto o investidor receberia no mercado de ações, considerando o risco, a mais do que os títulos de renda fixa.

2.5 AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS

A avaliação por múltiplos, conforme argumentam Damodaran (2012), Goulart (2019) e Stowe (2010) também pode ser uma abordagem utilizada na elaboração da análise financeira e na determinação do valor de uma empresa.

Essa abordagem consiste em utilizar métricas financeiras, conhecidas como múltiplos, para comparar uma empresa com outras semelhantes em termos de setor, tamanho e características financeiras. Os múltiplos são expressos como a relação entre o valor de mercado da empresa e um indicador financeiro relevante, como lucros, fluxo de caixa, receitas ou ativos.

Um dos princípios desse método de valoração é a necessidade de selecionar múltiplos apropriados para a análise, levando em consideração as peculiaridades da empresa e do setor em que ela atua. Além disso, nota-se a importância de ajustar os múltiplos para corrigir discrepâncias entre empresas comparáveis, como diferenças de alavancagem financeira, eficiência operacional e risco.

O autor também ressalta que os múltiplos não devem ser usados isoladamente, mas em conjunto com outras técnicas de avaliação, como a avaliação por fluxo de caixa descontado (DCF), para obter estimativas mais precisas sobre valor de uma empresa. Ele destaca que a avaliação por múltiplos é uma ferramenta poderosa, mas possui limitações, incluindo a sensibilidade a mudanças nas premissas e a falta de consideração de fatores qualitativos importantes, como a qualidade da gestão.

3. METODOLOGIA

Para efetuar as etapas relativas ao processo de *valuation*, conforme sugerido anteriormente, será feita inicialmente uma análise macroeconômica do país, para isso, serão utilizadas como base publicações de relatórios de mercado feitas pelo Banco Central do Brasil (BCB), junto com relatórios de conjuntura econômica emitidos pelo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), além da utilização da base de dados do IBGE, BCB e do Banco Mundial.

Posteriormente, para analisar especificamente o desempenho do setor bancário, servirá como base para a análise relatórios emitidos pela FEBRABAN (Federação Brasileira de Bancos), principal entidade representativa dos bancos no país, juntamente com dados oficiais publicados pelo Banco Central do Brasil (BCB). Também serão utilizados documentos oficiais da empresa, submetidos por lei à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), tais como Formulário de Referência e Relatórios Anuais. Tais documentos serão analisados à luz das Cinco Forças de Porter (2008).

Ao concluir as etapas de análise macroeconômica e setorial, que servirão para fundamentar as premissas utilizadas, iniciará o processo de *valuation* propriamente dito. Para isso, serão utilizados como metodologia o modelo de dividendos descontados (Dividend Discount Model, DDM).





Concluindo a etapa de modelagem financeira, passaremos para a conclusão do trabalho, analisando os resultados obtidos e suas implicações teóricas e práticas.

4. ANÁLISE MACROECONÔMICA

Para iniciarmos a análise macroeconômica, que servirá de base para as premissas utilizadas nas projeções futuras, recorreremos ao Relatório Focus da data 29/09/2023, publicado semanalmente pelo Banco Central do Brasil (BCB), para identificação das principais variáveis que afetam a economia e também para análise das expectativas do mercado.

O Relatório Focus trata-se das expectativas de mercado de cerca de 130 bancos, gestores de recursos e demais instituições financeiras que participam do Sistema Expectativas de Mercado, para diferentes índices de preços, crescimento do produto, taxa de câmbio, taxa selic e demais variáveis, contendo suas expectativas e capturando a mediana.

Quadro 2 – Relatório Focus – Banco Central, 29/09/2023

	2023				2024				2025		2026	
	Há 4 semanas	Há 1 semana	Hoje	Comp. semanal*	Há 4 semanas	Há 1 semana	Hoje	Comp. semanal*	Hoje	Comp. semanal*	Hoje	Comp. semanal*
IPCA (%) 	4,92	4,86	4,86	= (2)	3,88	3,86	3,87	▲ (1)	3,50	= (10)	3,50	= (13)
PIB (var. %) 	2,56	2,92	2,92	= (1)	1,32	1,50	1,50	= (2)	1,90	= (1)	2,00	= (8)
CÂMBIO (R\$/US\$) 	4,98	4,95	4,95	= (2)	5,00	5,00	5,02	▲ (1)	5,10	= (5)	5,20	▲ (3)
SELIC (% a.a.) 	11,75	11,75	11,75	= (8)	9,00	9,00	9,00	= (8)	8,50	= (8)	8,50	= (9)

* comportamento dos indicadores desde o último Focus; os valores entre parênteses expressam o número de semanas em que vem ocorrendo o último comportamento.

▲ Aumento ▼ Diminuição = Estabilidade
em relação ao Focus anterior

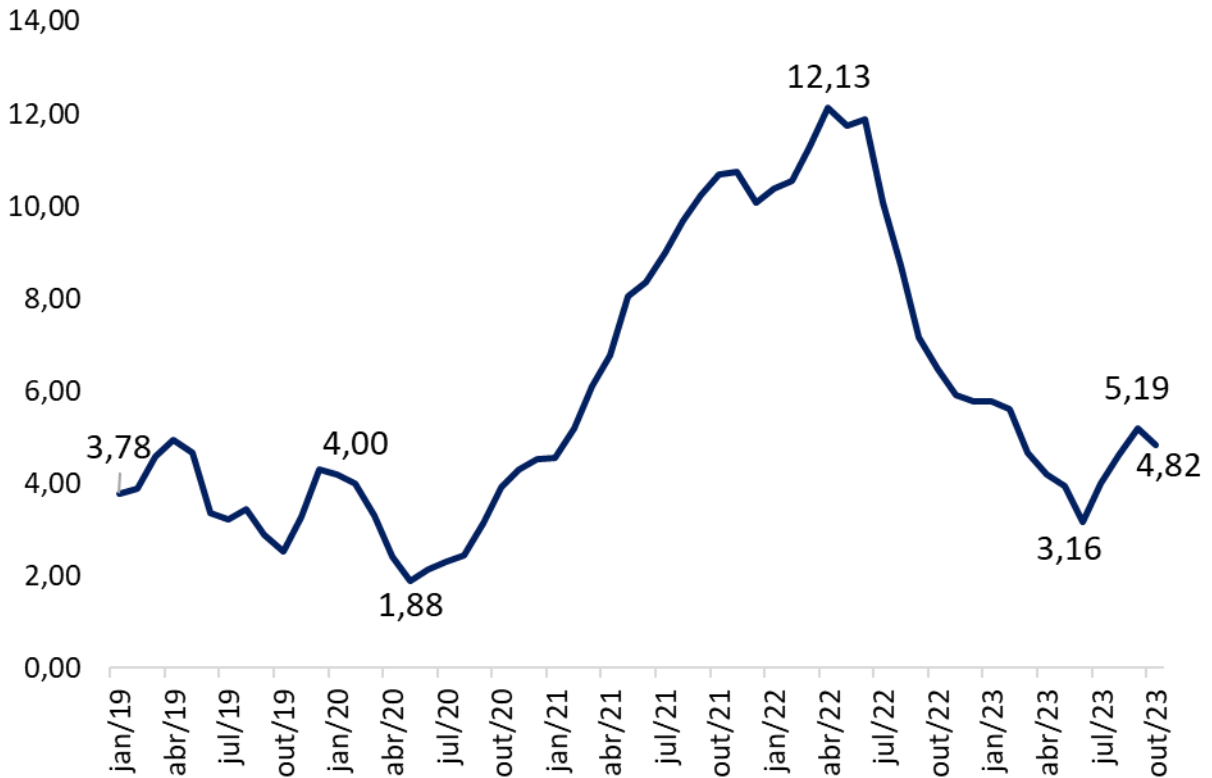
Fonte: Relatório Focus 15/09/2023, Banco Central do Brasil (BCB).

Para as projeções futuras referentes à inflação, mensurada pelo IBGE através do IPCA, nota-se uma tendência de queda. O fundamento para a queda da inflação futura baseia-se na desaceleração do mercado de trabalho e na atividade econômica.

Uma das variáveis mais influentes na atividade econômica é a taxa de juros básica da economia. Apesar das reduções recentes na taxa de juros, especificamente nos meses setembro e agosto de 2023, a elevação da taxa de juros foi adotada como parte da política

econômica recente adotada pelo Banco Central, com o objetivo primordial da instituição, de controle da inflação, que havia crescido consideravelmente durante a pandemia de Covid-19.

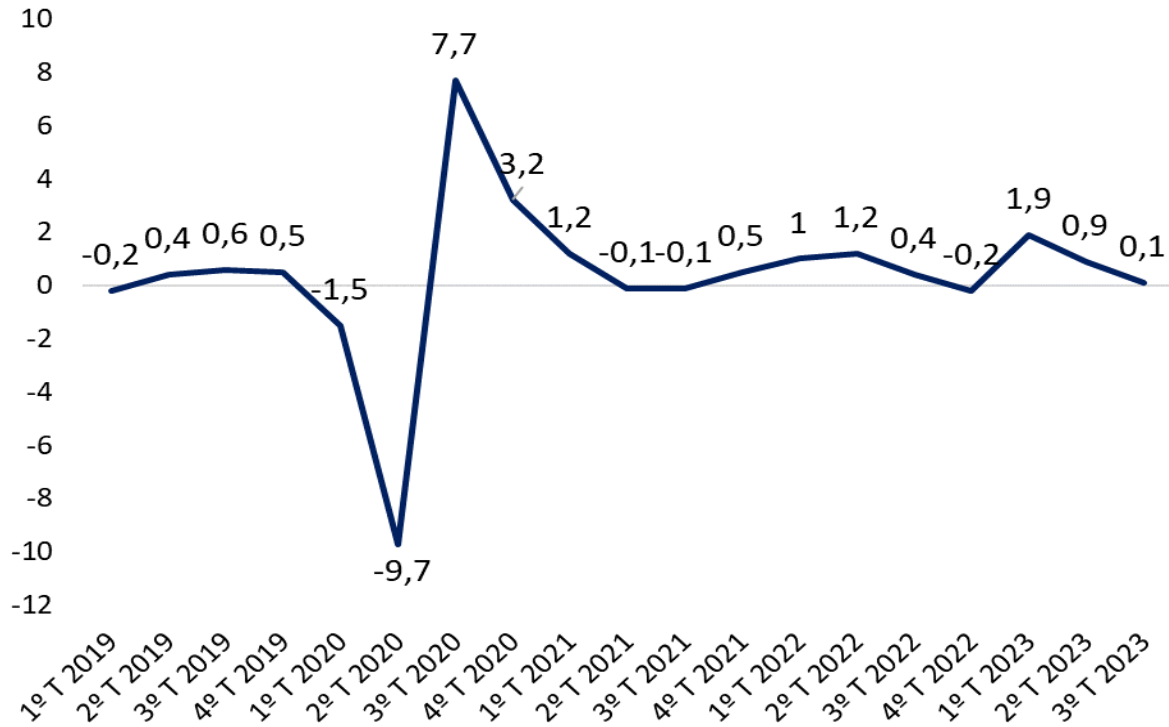
Gráfico 1 – Variação Mensal do Índice Nacional de Preço ao Consumidor Amplo (IPCA) Acumulado 12 meses (%), 2019-2023



Fonte: IBGE, elaboração própria.

O Brasil decretou estado emergência sanitária no país em fevereiro de 2020, pela pandemia de Covid-19 (G1, 2020). Como pode ser observado, nota-se um crescimento acentuado após os efeitos da pandemia serem sentidos no país, fruto da desestruturação de cadeias de produção locais e globais. No país, o governo decretou o fim da pandemia em abril de 2022 (GOVERNO FEDERAL, 2022).

Referente ao produto, as expectativas dos agentes são positivas. Parte se deve aos resultados trimestrais surpreendentes do crescimento do PIB, muito além da expectativa do mercado.

Gráfico 2 – Variação trimestral do Produto Interno Bruto (PIB) do Brasil (%), 2019-2023

Fonte: IBGE, elaboração própria.

Tal resultado deriva de diversos fatores. Inicialmente, a despeito da queda dos preços das commodities no mercado internacional, o ritmo das exportações brasileiras demonstram um aumento nas quantidades vendidas, especialmente no segundo trimestre do ano, impulsionando o produto do país. Além disso, o Brasil aumentou sua fatia de mercado (market–share) nos principais produtos exportados (soja e petróleo). Há também o fortalecimento e a expansão do mercado interno, fruto da elevação dos rendimentos do trabalho ampliado via benefícios sociais, impulsionando o consumo.

Nota–se também a redução da inflação, sobretudo nos bens onde há maior consumo por parte das famílias de baixa renda, como os alimentos, permitindo assim um maior poder de compra das famílias.

No primeiro trimestre de 2023, o produto do país teve um crescimento de 1,9% em relação ao trimestre anterior. O desempenho foi liderado pelo setor agropecuário, com um crescimento de 21,6% em relação ao trimestre anterior, obtendo, assim, a maior alta para o setor desde o quarto trimestre de 1996 (IBGE, 2023). Parte do resultado excepcional do setor deve–se às condições externas favoráveis, tais como um clima desfavorável para as colheitas de grãos na Argentina e nos Estados Unidos. (IPEA, 2023)

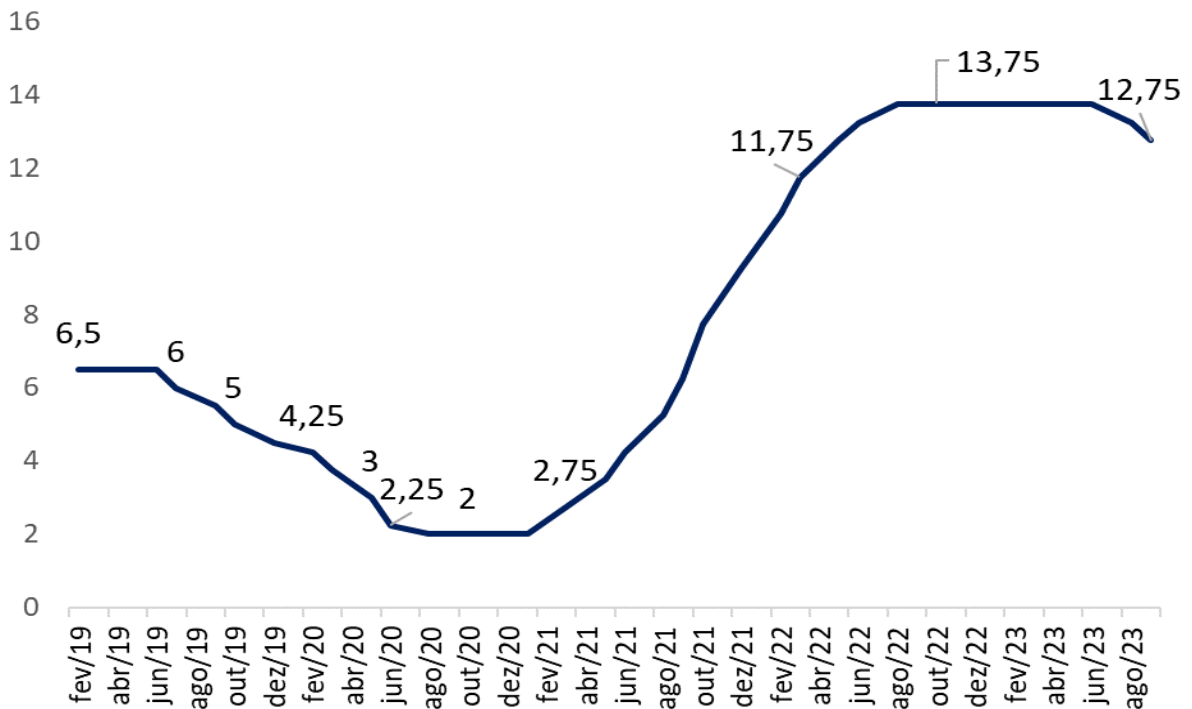
O crescimento positivo do PIB no segundo trimestre de 2023, de 3,4%, quando comparado ao trimestre anterior, sofreu grande influência do forte desempenho da indústria, com crescimento de 0,9%, seguido pelo setor de serviços, com um crescimento de 0,6% em relação ao trimestre anterior.

Para o terceiro trimestre de 2023, espera-se uma tendência de queda na taxa de juros, juntamente com a inflação sob controle, fortalecendo assim a atividade econômica e o consumo, influenciando positivamente o produto do país.

A projeção do câmbio pelos agentes do mercado se manteve relativamente estável, comparando-se com o mês anterior.

Para a Taxa SELIC, os agentes do mercado, de acordo com o Relatório Focus (15/09/2023), estimam o corte de 1 ponto percentual até o final do ano de 2023. Tal decisão, como já fora mencionado, baseia-se na atuação do Banco Central conforme seus objetivos institucionais, como a busca pela meta de inflação (estipulada atualmente em 3,25%, permitido uma banda de flutuação de 1,5% p.p. para cima ou para baixo), que é definida pelo Conselho Monetário Nacional (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2023).

Gráfico 3 – Variação Taxa SELIC Meta (%), 2019-2023.



Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

Partindo do início do período observado (fevereiro de 2019), há uma tendência de queda na SELIC. O valor mínimo encontra-se em agosto de 2020, chegando a marca histórica de 2%.

Cabe também ressaltar o momento histórico em que a taxa SELIC encontra-se em 2%. O momento é excepcional, marcado pela tragédia da pandemia e pelo choque de oferta que abalou a economia mundial. Como resposta às pressões inflacionárias sentidas, o Banco Central do Brasil reagiu aumentando a taxa básica de juros da economia, chegando a 13,75 em meados de 2022.

Em agosto de 2023, após aproximadamente 3 anos de aumentos na taxa SELIC, por meio da reunião de número 256, o Comitê de Política Monetária (COPOM) opta por reduzir em 0,5% a taxa. Na reunião 257, que ocorrera no mês seguinte, o COPOM decidiu por mais um corte na taxa.

5. ANÁLISE DO SETOR BANCÁRIO

O setor bancário brasileiro passou por diversas mudanças profundas realizadas nas duas últimas décadas. Tais processos resultaram, em boa parte do processo de reestruturação bancária promovida pelo governo, como resposta à ameaça de crise bancária ocorrida em 1995. A crise do México de 1994 e a crise asiática de 1997 trouxeram insegurança quanto a solidez dos sistemas bancários dos países emergentes. (FARIA JÚNIOR, 2009)

O Plano Real e a subsequente normalização da inflação e das taxas de juros levaram a estabilização da economia, esse novo cenário alterou drasticamente o modelo de negócio dos bancos, que passaram a aumentar a sua oferta de crédito e a depender menos de receitas provenientes de operações de tesouraria. O estresse financeiro, junto com o auxílio do governo por meio de planos de saneamento do setor de bancos públicos levou à consolidação bancária e a uma nova dinâmica de funcionamento. (BERGMANN ET AL., 2015)

Diante desse cenário de transformação no setor bancário, houve uma redução significativa no número de bancos, onde diversos bancos foram liquidados ou transferiram seu controle acionário através de processos de fusões e aquisições (F&A). Tal mudança no cenário competitivo teve como aliados o desenvolvimento tecnológico e o ambiente regulatório (DE ARAUJO ET AL., 2007).

Todavia, apesar do aumento no nível de concentração do mercado, Tonooka e Koyama (2003) demonstram que a concentração, por si só, não é um fator determinante na formação dos spreads bancários, que exercem influencia no preço das taxas de juros ofertadas pelo bancos.

DA SILVA (2014) demonstra que o nível de concentração pode ser positivo estando associado ao indicador de eficiência da firma bancária, sugerindo que os bancos operariam com menores custos marginais e apresentariam maior eficiência técnica, associados à exploração de ganhos de escala e/ou escopo.

Atualmente, a indústria bancária é um dos setores que mais investe em tecnologia no mundo, ficando atrás apenas dos governos em relação ao gasto com tecnologia. (FEBRABAN, 2021).

Lima (2003) destaca que o setor bancário configura um dos setores mais regulamentados da economia, pontuando também que as inovações do setor bancário sofrem influência direta ou indireta com a regulamentação do setor.

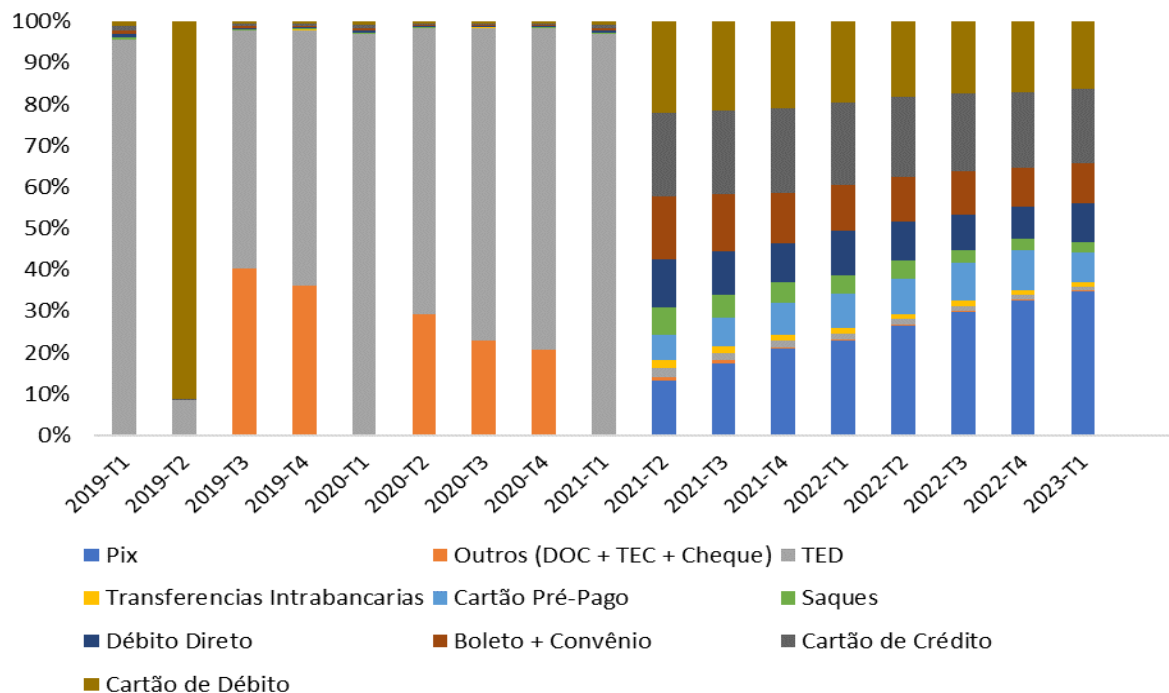
Gupta et al. (2018) destaca que os bancos em todo o mundo vêm realizando investimentos expressivos em tecnologia, apresentando soluções como: informatização e core banking (CBS); caixas eletrônicos (ATMs); internet banking; serviços bancários por telefone; cartões de crédito e de débito; sistemas de pagamento eletrônico, dentre outros.

Barreto et al. (2021) ao analisar o impacto dos investimentos em tecnologia dos cinco maiores bancos brasileiros entre 2009 e 2018 identificou uma relação positiva entre o investimento em tecnologia da informação (T.I.) e Retorno sobre Ativos (ROA, calculado dividindo-se o lucro operacional pelo ativo total), indicando a tecnologia é um fator determinante na rentabilidade dos bancos brasileiros.

Inovações tecnológicas ditam a dinâmica do setor, como é o caso do PIX, meio de pagamento instantâneo criado pelo Banco Central e lançado oficialmente no último trimestre de 2020.

O Pix surge como um facilitador de transações tendo como diferencial entre os outros meios de pagamentos (TED e DOC) a não restrição de limite de horário, funcionando 24 horas, 7 dias por semana contando com liquidação instantânea. Também tem como diferencial a permissão de transações facilitadas por meio de chaves (que podem ser lidas opcionalmente também por QR Code), não sendo necessário inserir informações de conta bancária (como agência, conta-corrente) na hora de realizar transações. (Banco Central, 2023).

Gráfico 4 – Meios de pagamento – participação por instrumento. (2019-2023)

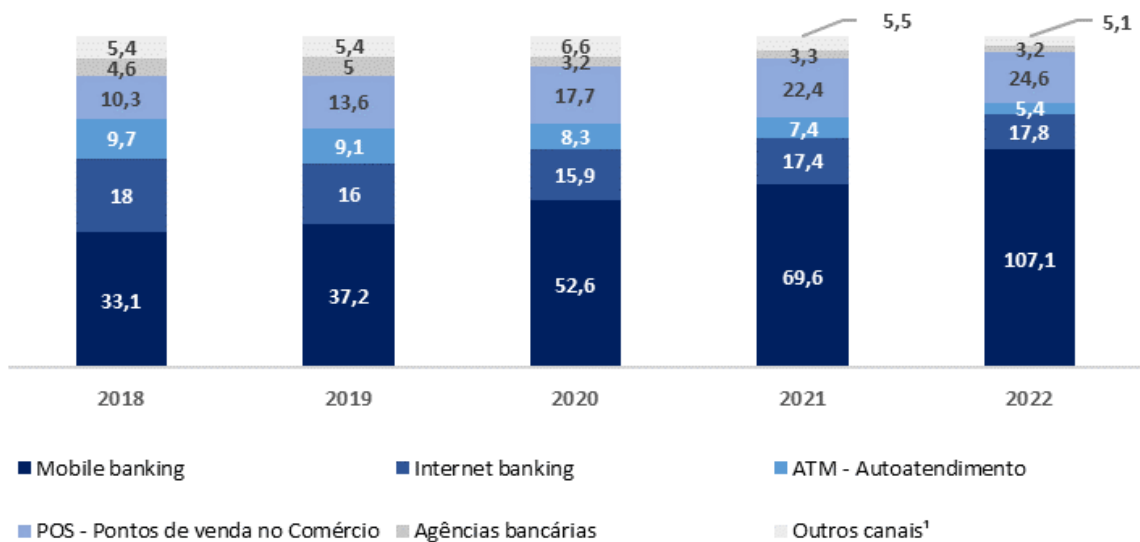


Fonte: Banco Central do Brasil (BCB), elaboração própria

No primeiro trimestre de 2021, a participação do PIX nos instrumentos de meios de pagamento correspondia a aproximadamente 7%, chegando a marca surpreendente de 35% no primeiro trimestre de 2023.

A influência da tecnologia também pode ser observada através dos canais utilizados para realização das transações, que fornecem informações sobre a movimentação financeira do país, refletindo também o comportamento do consumidor e suas preferências.

Gráfico 5 – Volume de transações bancárias por canais (R\$, bilhões), 2018-2022



Fonte: FEBRABAN (2023)

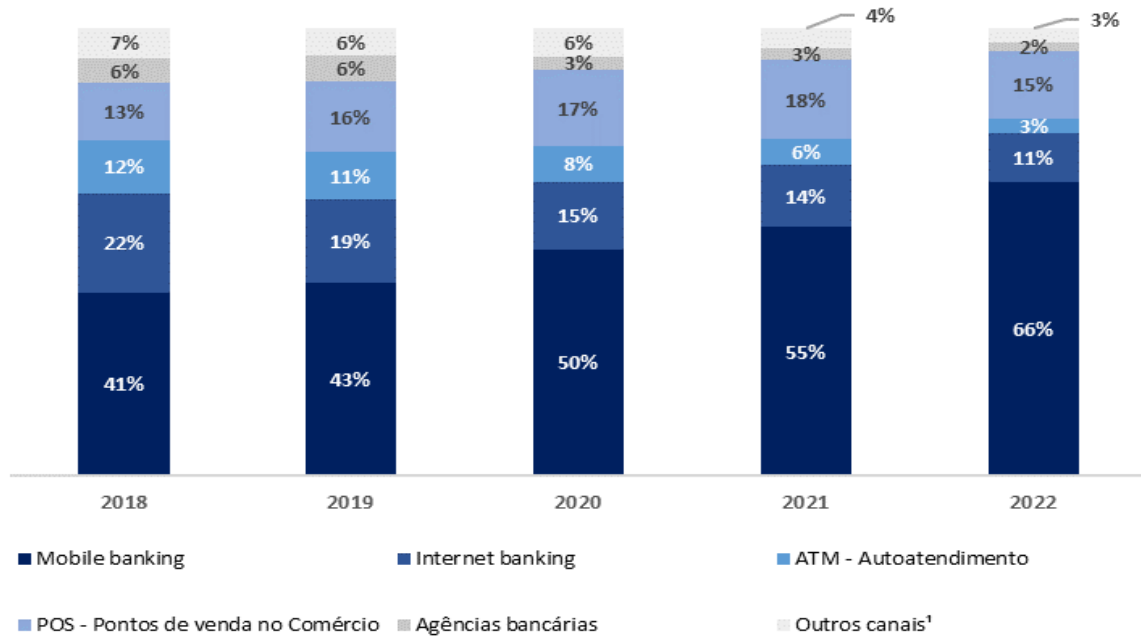
¹ Contact center e correspondentes.

De acordo com a FEBRABAN, o número de transações registradas teve um aumento de aproximadamente 30% no ano de 2022 (R\$ 163,2 bi) em relação ao ano anterior (R\$ 125,6 bi).

Quando comparamos o ano de 2019, um ano anterior à incidência da pandemia de Covid-19, em relação ao ano de 2022, o volume de transações quase dobra (um aumento de aproximadamente 90%). SASAZAKI (2023) argumenta que o auxílio emergencial oferecido pelo Governo Federal durante a pandemia teve forte impacto no volume de transações e na inclusão financeira, pois novas contas foram criadas para receber o benefício e também destaca a necessidade de transacionar digitalmente devido às medidas de confinamento e distanciamento social durante o período.

O saldo no volume de transações do ano de 2022 é o maior já registrado na série histórica. Vale destacar o aumento considerável no número de transações via mobile banking, que teve uma alta de 54% de operações realizadas em relação ao ano anterior, contribuindo consideravelmente para o resultado.

Gráfico 6 – Composição das transações bancárias por canais (%), 2018-2022



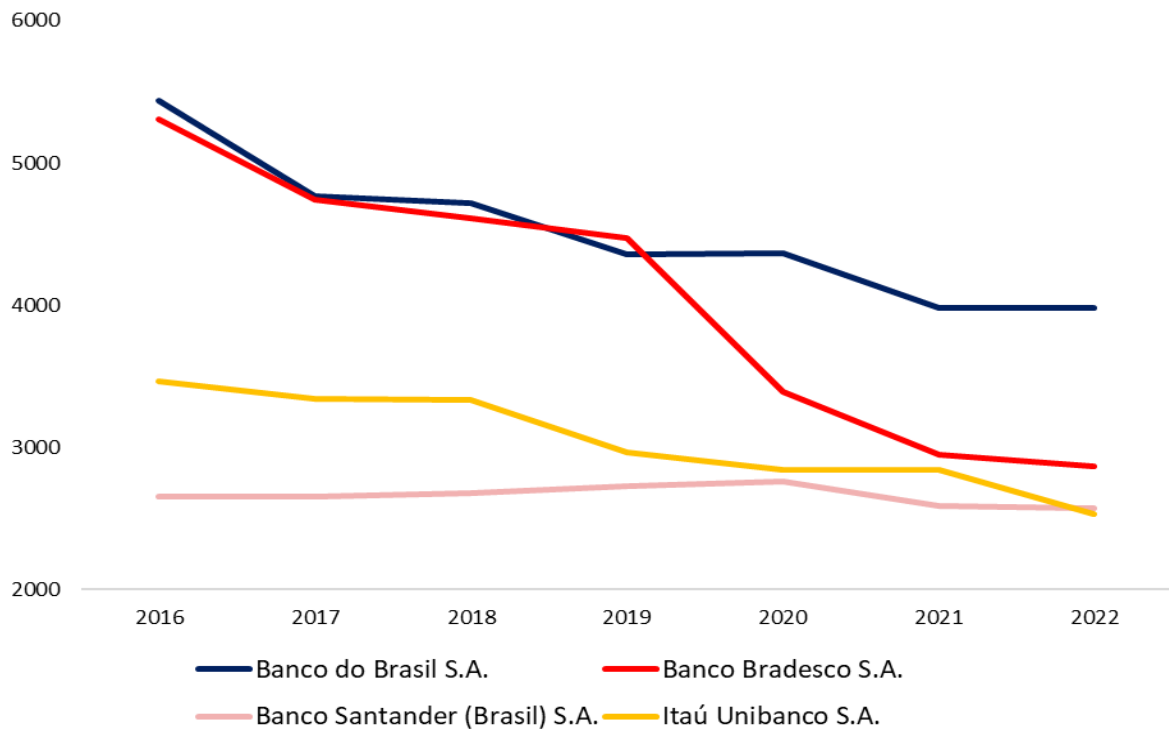
Fonte: FEBRABAN (2023)

¹ Contact center e correspondentes.

Tratando-se da composição das transações bancárias, nota-se que os canais digitais (internet banking e mobile banking) ampliaram cada vez mais sua participação em relação aos canais físicos, reforçando o impacto tecnológico no setor.

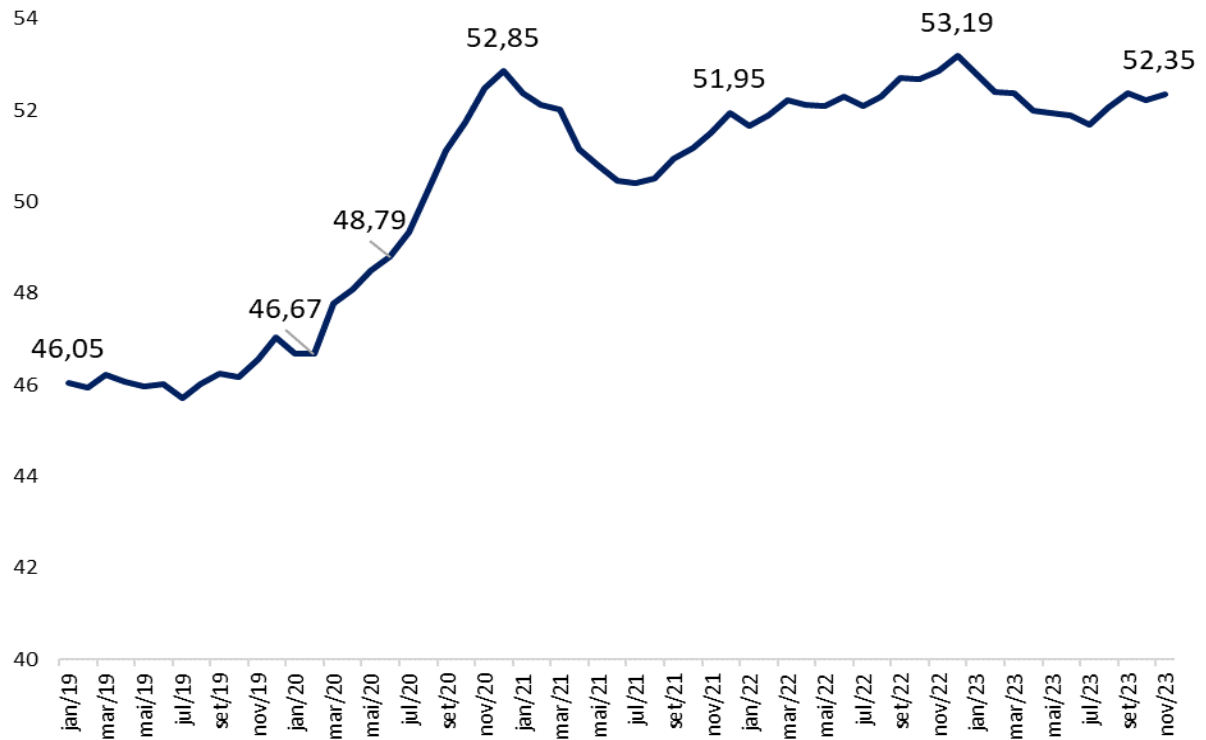
A redução dos espaços físicos das instituições financeiras pode ser observada através da análise da estratégia adotada pelos maiores bancos múltiplos com maior número de agências.

Gráfico 7 – Bancos múltiplos com maior número de agências bancárias instaladas no país, 2016-2022



Fonte: Banco Central do Brasil (BCB), elaboração própria.

O gráfico 7 mostra que os maiores bancos múltiplos, classificados em número de agências físicas, optaram pela redução de suas presenças físicas no formato de agências bancárias. Destaca-se o Banco Bradesco S.A., que contava com o total de 5309 agências em 2016, terminando o ano de 2022 com 2864, uma redução de 46% de suas unidades de agência em um período de 6 anos.

Gráfico 8 – Saldo da carteira de crédito do SFN em relação ao PIB. (%), 2019-2023

Fonte: Banco Central do Brasil (BCB), elaboração própria.

O Saldo da Carteira de Crédito do SFN em Relação ao PIB tem seu período de alta impulsionado pelo aumento no volume de crédito ofertado durante a pandemia (SASAZAKI, 2023). No quarto trimestre de 2020, chega a 52,85%, após sofrer algumas oscilações, chega ao mesmo valor, em agosto de 2023.

5.1 COMPETITIVIDADE BANCÁRIA SOB A ÓTICA DAS CINCO FORÇAS DE PORTER

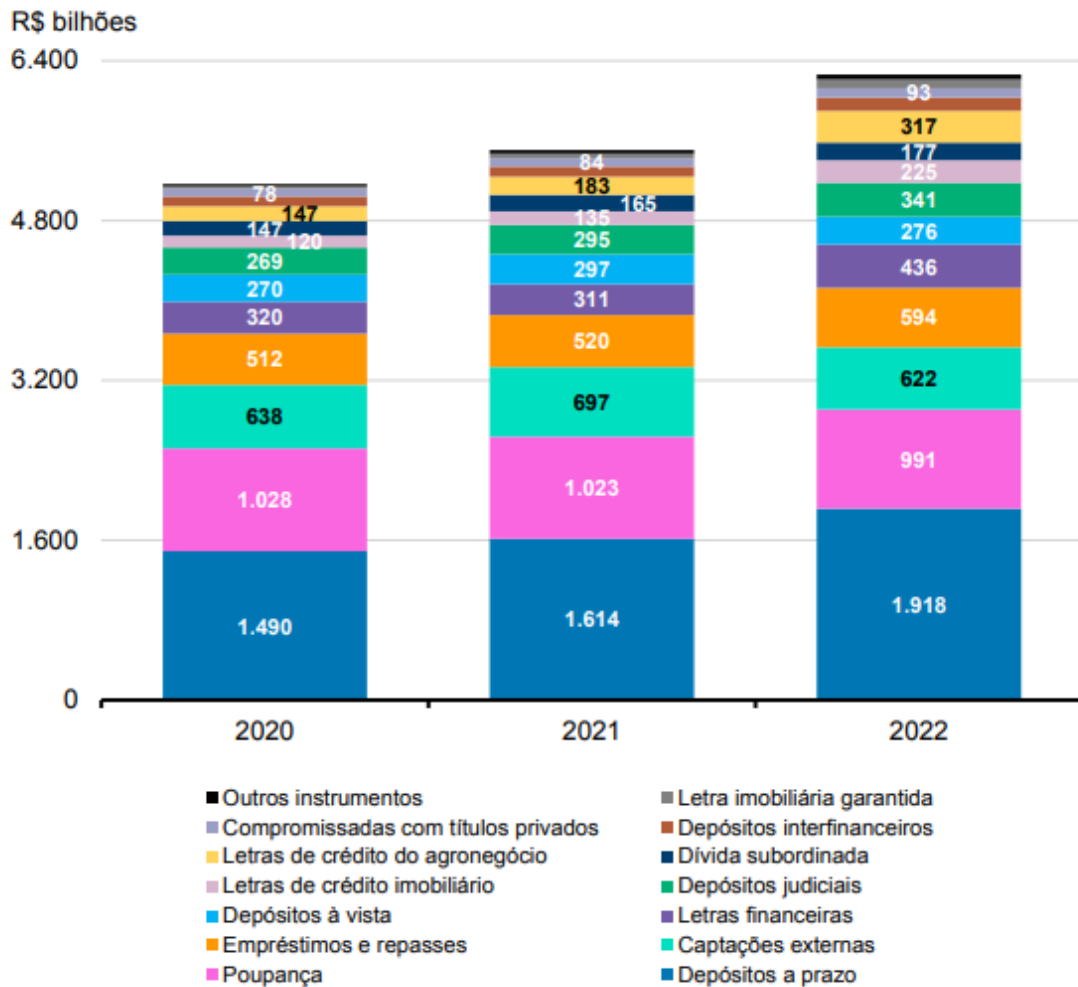
5.1.1 O PODER DE BARGANHA DOS FORNECEDORES

Nesta seção iremos analisar o setor bancário sob a ótica das cinco forças de Porter (2008), onde atribuiremos, após a análise e desenvolvimento de cada força competitiva, valores de 1 a 5, de forma que expressem:

- 1 = influência muito fraca.
- 2 = influência fraca.
- 3 = influência moderada.
- 4 = influência forte.
- 5 = influência muito forte.

Uma dentre as principais fontes de receita das instituições financeiras surge do processo de intermediação financeira, onde agentes superavitários emprestam recursos para agentes deficitários, sob o custo de juros (RECH 2017). Para compreender o poder de barganha dos fornecedores (agentes superavitários), precisaremos analisar os meios e o volume de captação desses recursos, além de compreender o perfil dos credores e suas implicações.

Gráfico 3 – Volume de captação por instrumento (R\$, bilhões), 2020-2022



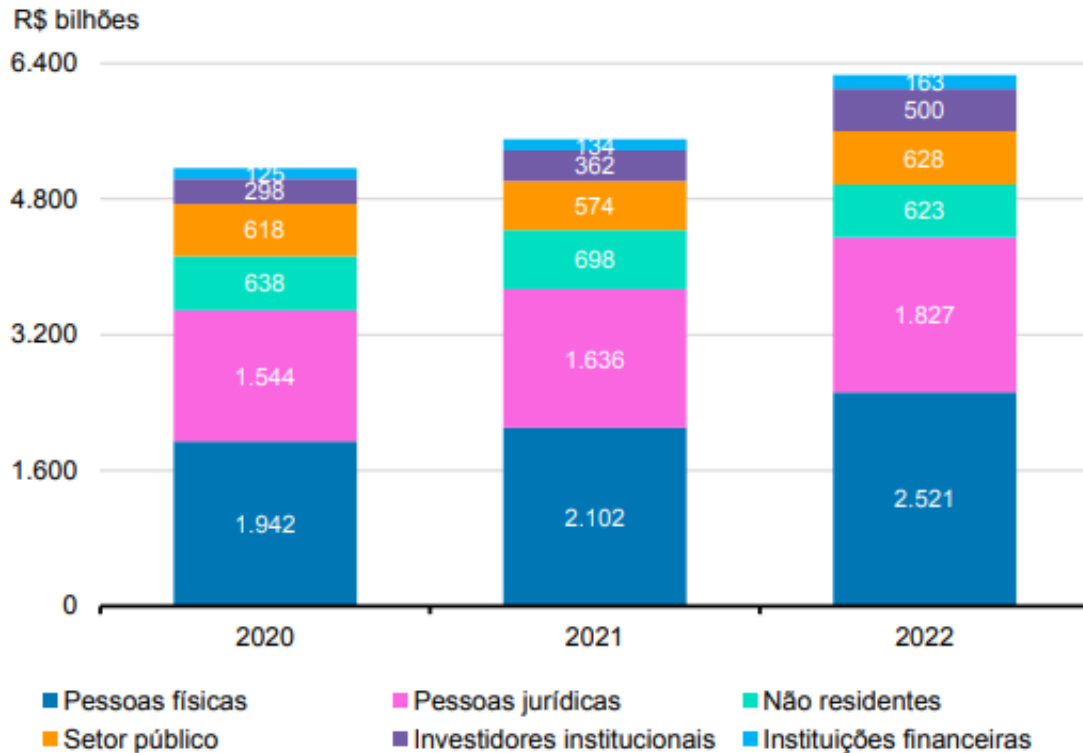
Fonte: BCB

O crescimento do estoque de captações em 2022 foi de 13,5% em relação ao ano anterior. Uma variação superior do que a apresentada no ano de 2021 em relação ao ano de 2020, de cerca de 6,6%.

Tal aumento no estoque foi impactado fortemente pelas captações líquidas positivas, sinalizando uma propensão maior ao acúmulo de instrumentos de captação bancária pelos agentes econômicos, frente ao patamar da taxa Selic (valores efetivos entre 9,15 e 13,65 no

ano), vale ressaltar que o crescimento do estoque atribuível exclusivamente à apropriação de juros tende a ser proporcionalmente menor do que o aumento da taxa Selic em função da velocidade do giro do estoque (BANCO CENTRAL 2023).

Gráfico 10 – Volume de captação por natureza do investidor, (R\$, bilhões) 2020-2022.



Fonte: BCB

No ano de 2021, pessoas físicas e jurídicas correspondiam a 68% do estoque das captações no ano. Apesar do aumento no volume, a composição se manteve relativamente estável, onde pessoas físicas (PF) e jurídicas (PJ) correspondiam a 69,4% do total das captações bancárias.

Quando analisadas separadamente, a participação de PF no ano de 2021 correspondia a aproximadamente 38% do estoque, a participação da PJ 30%, Não Residentes 13%, Setor Público 10%, Investidores Institucionais 7% e Instituições Financeiras 2%.

Em 2022, houve um aumento na participação da captação de recursos de PF, onde corresponde a 40%, Não Residentes reduziram sua participação para 10%, Investidores Institucionais aumentaram sua participação para 8%, PJ, Setor Público, e Instituições Financeiras mantiveram-se relativamente estáveis.

Para esta força, atribuíremos o valor 3.

5.1.2 PODER DE BARGANHA DOS CONSUMIDORES

Como já fora explorado ao longo do presente trabalho, a inovação dita a dinâmica da competitividade no setor. Inovações como o open banking, lançado em 2021 pelo Banco Central, posteriormente ampliado e reclassificado como open finance, permite a possibilidade de clientes produtos e serviços financeiros compartilharem suas informações entre diferentes instituições do Sistema Financeiro Nacional (SFN).

A inovação tem como objetivo tornar o setor bancário mais competitivo, permitindo que instituições participantes possam realizar ofertas de produtos e serviços para clientes de seus concorrentes com benefícios para o consumidor, aumentando a transparência e eficiência do SFN (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2023).

Figura 1 – Benefícios para o cliente – Open Finance



Fonte: BNDES (2023)

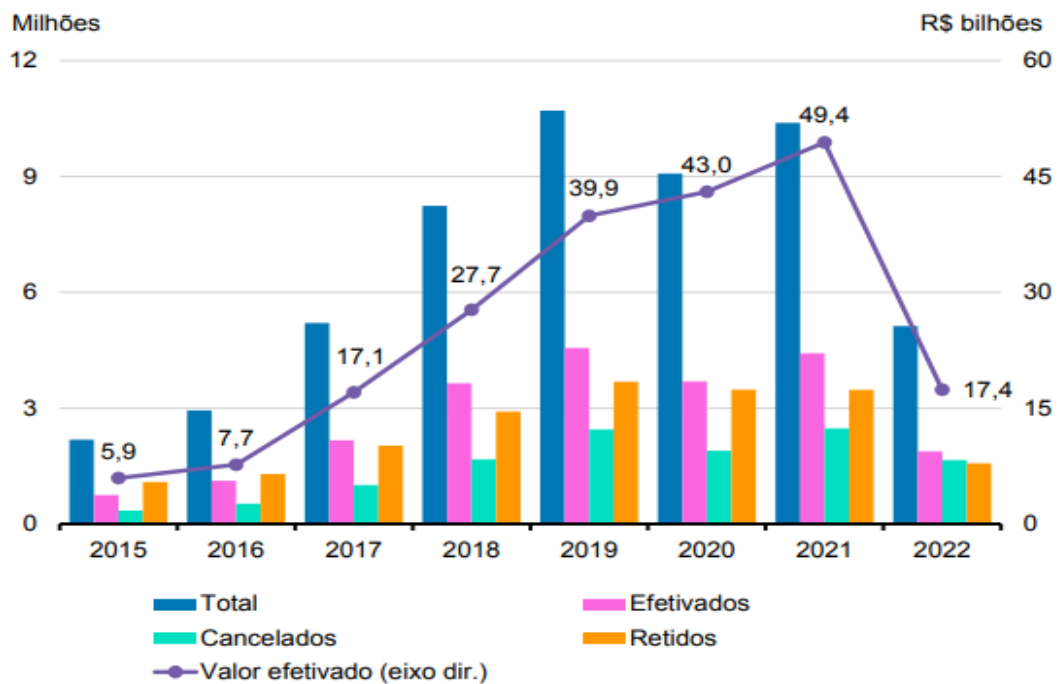
GUIMARAES (2021) destaca a relevância do open finance no país, permitindo amenizar imperfeições do mercado bancário e promovendo a competição no setor. O autor pontua também que, apesar de existente desde 2013, uma ferramenta como a portabilidade de crédito, que concede ao consumidor um maior poder de barganha, permitindo a possibilidade de buscar por taxas de juros mais generosas entre os bancos, sem incorrer em custos de transações tão onerosos, tem sido muitas vezes não conhecido por parte do público.

Ainda de acordo com o autor, surgimento do Open Finance também foi útil para reduzir a assimetria de informação bancária, permitindo o acesso de dados positivos, negativos e transacionais, contribuindo para o aprimoramento dos modelos de risco de crédito já existentes, fortalecendo o Sistema Financeiro Nacional (SFN) em sua amplitude.

Segundo aponta um estudo recente realizada pelo Banco Central, publicada no Relatório de Economia Bancária (2022), a portabilidade bancária foi efetiva ao fornecer maior competitividade bancária, fornecendo menores taxas de juros aos consumidores,

especialmente nos segmentos de crédito pessoal consignado. O estudo ainda corrobora com GUIMARAES (2021), ao concluir que iniciativas como o Open Finance/Banking possuem potencial de aumentar os benefícios e o alcance da portabilidade, junto com a redução de assimetrias informacionais no segmento bancário.

Gráfico 4 – Pedidos de Portabilidade – acumulados por ano e situação, 2015-2022



Fonte: Banco Central do Brasil (BCB)

Após um grande período de crescimento, nota-se uma queda expressiva na portabilidade de crédito no ano de 2022, retornando aos níveis semelhantes aos observados em 2017. A magnitude da queda em 2022 pode ser expressa quando compara-se o número total de pedidos em relação ao ano anterior, que caiu aproximadamente pela metade.

Tabela 1 – Portabilidade por modalidade de crédito, 2021-2022

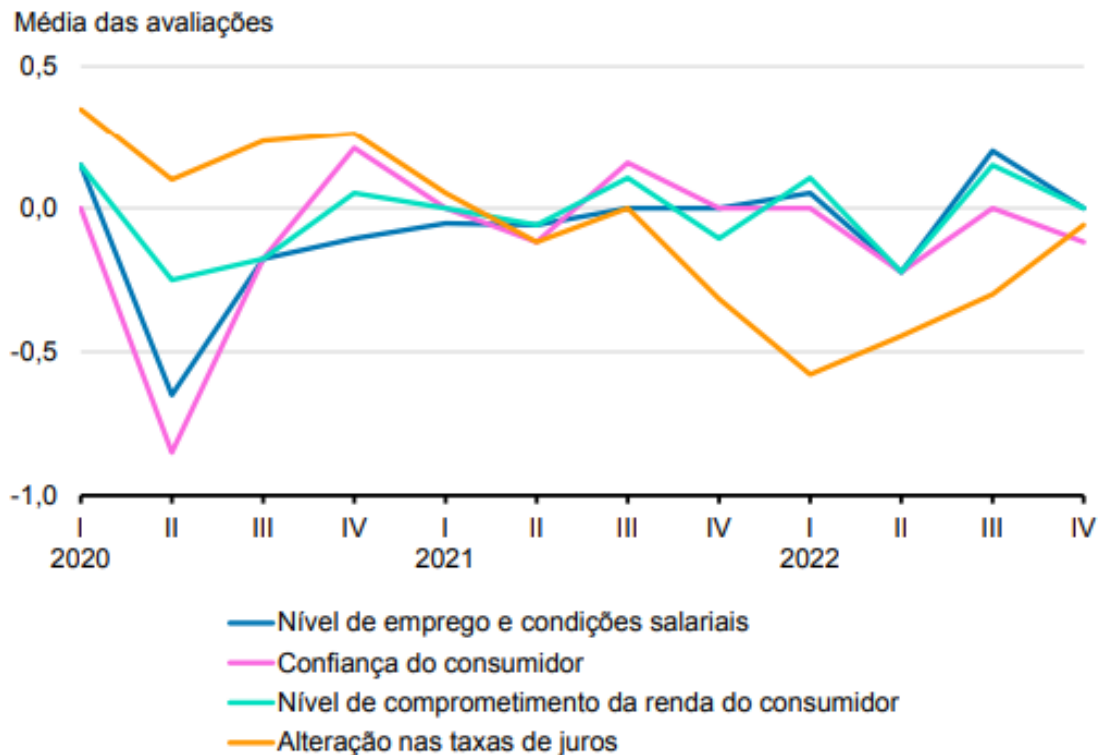
Modalidade	R\$ milhões			
	2021	2022	Participação %	
			2021	2022
Total	49.417,02	17.406,34	100,0	100,0
Consignado	41.004,50	15.118,77	83,0	86,9
Imobiliário	7.021,23	965,67	14,2	5,5
<i>Home equity</i>	55,44	31,50	0,1	0,2
Empreendimento	0,85	1,34	0,0	0,0
SFI	1.662,73	272,95	3,4	1,6
SFH	5.302,21	659,88	10,7	3,8
Pessoal	1.140,55	416,17	2,3	2,4
Veículos	183,82	47,68	0,4	0,3
Demais modalidades	66,92	858,05	0,1	4,9

Fonte: BCB

Analisando a composição dos pedidos de portabilidade por modalidade de crédito, nota-se que apesar da queda do volume total no ano de 2022, a participação percentual do crédito consignado se manteve relativamente estável, com um aumento modesto do nível de 4% em relação ao ano anterior. Por outro lado, nota-se uma queda brusca da participação do crédito imobiliário na composição dos pedidos de portabilidade, tendo um crescimento negativo de aproximadamente -61% em relação ao período anterior.

Para compreender a piora nas condições de crédito no ano de 2022, recorreremos à Pesquisa Trimestral de Condições de Crédito (PTC) realizada pelo Banco Central, que coleta as avaliações das instituições financeiras sobre as condições do crédito bancário. Os correspondentes atribuem a cada fator uma nota de acordo com sua relevância e indicam o impacto positivo ou negativo nas condições de oferta e demanda em uma escala de cinco níveis, com valores entre -2 e 2.

Gráfico 5 – Contribuição dos fatores da demanda por crédito – Crédito para consumo de pessoa física, 2020-2022



Fonte: BCB

No início de 2020, devido a crise sanitária, a confiança do consumidor e o nível de emprego estavam exercendo forte influência negativa na demanda por crédito no segmento de pessoa física (BANCO CENTRAL, 2023).

Partindo do terceiro trimestre de 2021, nota-se um aumento significativo do impacto negativo das alterações na taxa de juros, que atinge seu valor mínimo no início do ano de 2022, posteriormente exercendo menor influência, mas ainda sim com valor negativo.

Frente ao exposto, se atribuirá para esta força, o valor 3, correspondendo à influência moderada. Tal decisão faz sentido ao analisar medidas tomadas por órgãos reguladores visando o fortalecimento da competitividade no setor.

5.1.3 AMEAÇA DE NOVOS ENTRANTES

Ao longo das últimas décadas, a inovação tecnológica tem sido fundamental para a transformação do setor dos serviços financeiros, nenhuma outra área foi mais diretamente

afetada pela tecnologia da informação do que o sistema financeiro em geral (ALCARVA, 2018).

Dentre as principais mudanças tecnológicas ocorridas no setor, estão o surgimento das fintechs. São jovens empresas financeiras, também chamadas de startups do setor financeiro, diferenciadas pelas suas inovações e tecnologias aplicadas aos serviços. O termo surge do inglês, unindo a palavra financeira (financeiro) com a abreviação de technology (tecnologia). (PARTYKA Et. Al., 2020).

De acordo com o Banco Central, no Brasil, há várias categorias de fintechs: de crédito, de pagamento, gestão financeira, empréstimo, investimento, financiamento, seguro, negociação de dívidas, câmbio, e multisserviços.

Em todos os segmentos de negócios das fintechs, ocorre o potencial de redução de custo de intermediação financeira e a expansão do acesso ao financiamento, aumentando a inclusão financeira. Uma das razões para a melhoria da eficiência reside no potencial para superação de assimetrias de informação, que predominam no segmento bancário comum. (VIVES, 2017). O autor destaca que as Fintechs estão penetrando cada vez mais nos negócios tradicionais dos bancos, a despeito do esforço adaptativo dos bancos ao meio digital. O autor ainda pontua uma vantagem potencial dos novos entrantes, que é a desconfiança em relação aos bancos que as gerações mais recentes desenvolveram, ao mesmo tempo que as fintechs fornecem serviços digitais semelhantes, com os quais as novas gerações se sentem mais à vontade.

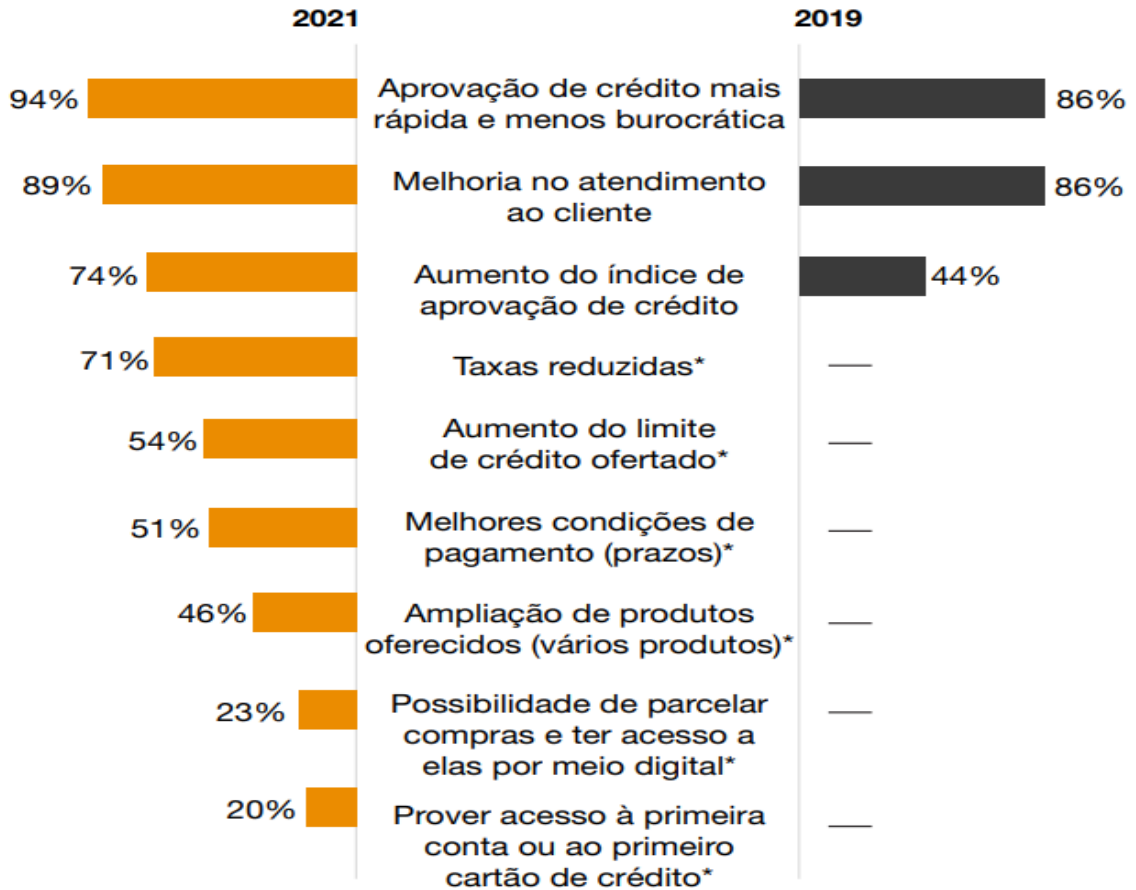
Entre as condições que, de certa maneira, contribuíram para o surgimento e desenvolvimento das fintechs, fornecendo maior dinamismo ao setor financeiro de modo geral. DOS SANTOS et al. (2020) além de destacar o forte investimento em tecnologia do setor, destaca também o papel das instituições brasileiras, que estabeleceram um arcabouço regulamentatório, viabilizando o surgimento e desenvolvimento das fintechs. O autor ainda destaca que algumas fintechs acabam se beneficiando com a fragilidade regulatória pois, apesar das medidas regulatórias adotadas, elas ainda não contemplam todo o vasto escopo das atividades exercidas pelas inúmeras fintechs em funcionamento no país.

Para verificarmos a eficiência e melhorias ofertadas pelas fintechs em relação aos bancos, recorreremos a Pesquisa Fintechs de Crédito Digital 2022, realizada pela empresa de serviços corporativos PwC (PricewaterhouseCoopers), em parceria com a ABCD (Associação Brasileira de Crédito Digital), onde 37 empresas responderam à pesquisa.

Figura 2 – Pesquisa Fintechs de Crédito Digital 2022

Principais gargalos que pretendem solucionar

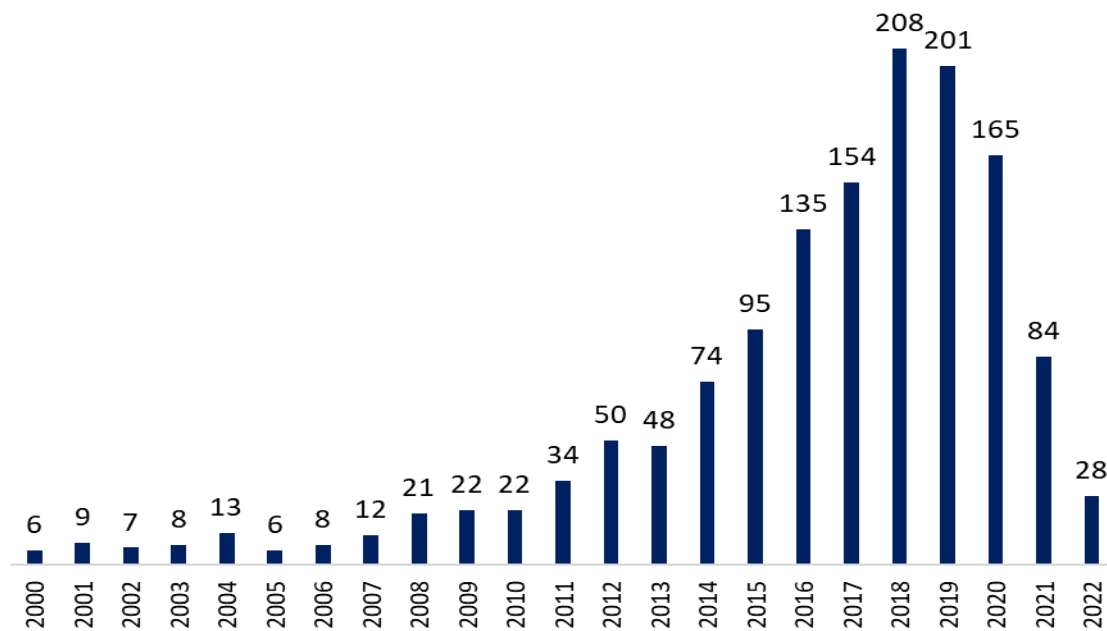
P: Caso seu cliente tenha acesso ao sistema bancário tradicional, qual ou quais gargalo(s) sua fintech pretende solucionar?



*Dado não disponível em 2019

Fonte: PwC, ABCD

Uma das perguntas da pesquisa realizada questionou justamente o diferencial das fintechs em relação aos bancos tradicionais, onde as respostas sugerem que a principal vantagem competitiva que as fintechs têm sobre os bancos está na redução da burocracia e na ampliação da oferta de crédito, juntamente com taxas reduzidas e melhores condições de pagamentos.

Gráfico 13 – Número de novas fintechs criadas no país, ano a ano, 2000-2022

Fonte: Distrito Fintech Report 2023

O gráfico 13 demonstra com clareza a entrada crescente de novos entrantes no início da década de 2010, onde começou a decair durante o período da pandemia e seus anos subsequentes.

Para esta força, atribuíremos o valor 4, influência forte. O surgimento de novos competidores, especialmente fintechs, oferecendo serviços semelhantes a um menor custo aos consumidores certamente é um desafio a ser enfrentado pelo setor bancário em geral.

5.1.4 AMEAÇA DE NOVOS PRODUTOS/SERVIÇOS SUBSTITUTOS

Os criptoativos, mais especificamente criptomoedas, pelo alcance, segurança e agilidade que possuem, é defendida pelo seus adeptos como uma forte ameaça aos sistemas de liquidação de pagamentos existentes, possuindo capacidade de viabilizar a criação de uma nova ordem monetária em substituição à atual (Carvalho et al., 2017).

Ainda de acordo com Carvalho et al. (2017), o fato do Bitcoin, a primeira criptomoeda lançada, que atualmente possui maior popularidade e adesão, ter entrado em circulação oficialmente no ano de 2009, ano posterior à deflagração da crise global de 2008, indica um

forte caráter anti-estatista e neo-metalista da moeda, que procura viabilizar a criação de uma nova ordem monetária livre dos bancos e de autoridades monetárias.

As criptomoedas utilizam a tecnologia de *blockchain*, que, de acordo com Greve (2018):

“(...) implementa uma máquina de estados replicada para a manutenção consistente de um estado global compartilhado por um conjunto de pares distribuídos numa rede P2P. Todos os nós possuem e mantêm uma réplica do registro de transações efetuadas, materializado na forma de um livro-razão (ledger) distribuído, que é imutável, pode ser verificado e auditado, e está sempre disponível. O conjunto e a ordem em que as transações são executadas é acordada por todos os participantes da rede, através da realização de um protocolo de *consenso byzantino*, tolerante a ações de nós maliciosos, passíveis de subverter o sistema. O consenso é um elemento fundamental para o desenvolvimento de sistemas confiáveis e seguros, pois possibilita com que os participantes de uma computação concordem com as ações que serão realizadas, com o intuito de manter a consistência do sistema e de fazê-lo progredir. Mecanismos de criptografia são empregados para garantir a autoridade, autenticidade, não-repúdio, integridade das transações, bem como os requisitos de segurança de todo o sistema.” (GREVE, 2018, p. 2)

A arquitetura de rede chamada P2P (*peer-to-peer*, ou, em português, ponto a ponto) são redes virtuais que permitem o acesso na Internet como forma de compartilhamento de recursos entre os participantes, onde não há diferenciação entre os participantes (KAMIENSKI et al., 2004).

É diferente da *web* (rede) comum de internet, como por exemplo o World Wide Web (www), onde há um modelo cliente-servidor onde os servidores centralizados executam tarefas para clientes distribuídos, como computadores, laptops e telefones celulares. A tecnologia *peer-to-peer* surge modificando o paradigma, já que diferente da web tradicional, não depende de organização central ou hierárquica, além de dispor aos seus integrantes as mesmas capacidades e responsabilidades. Por meio dessa tecnologia, qualquer dispositivo pode acessar diretamente os recursos de outro, sem nenhum controle centralizado, isso implica que, é possível a cooperação para a formação de uma rede P2P sem qualquer tipo de investimento adicional em *hardware* para sua utilização (KAMIENSKI et al., 2004).

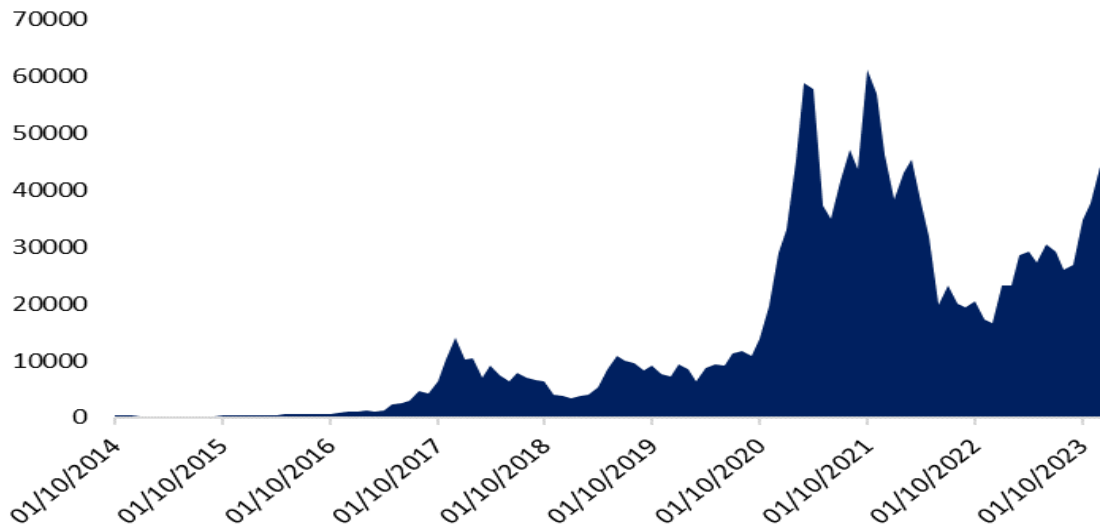
Em relação ao uso do Bitcoin como meio de pagamento para produtos e serviços obteve um crescimento recente, Wingfield (2013) argumenta que alguns lojistas optam por aceitar o seu pagamento via Bitcoin por conta do aumento de suas receitas, já que deixariam de pagar taxas adicionais, como em transações via cartão de crédito.

Orcutt (2015) argumenta que, todavia, as transações via criptomoedas não são usadas comumente em transações convencionais, implicando que o uso do Bitcoin não corresponde ao seu propósito original.

Baur et al. (2016) ao analisar transações passadas em BTC aponta que alguns investidores veem o Bitcoin como um investimento alternativo.

Ribeiro (2007) aponta que o investimento em criptomoedas tende a se assemelhar com o de ações negociadas da bolsa, apesar das nítidas diferenças entre os ativos negociados. O autor ainda cita formas de investimento com a criptomoeda, tais como estratégias de longo prazo, como buy-and-hold (compre e segure, em português), também identifica que, em função da alta volatilidade do ativo, é muito comum a prática de *trading* no curto prazo, que consiste na compra e venda do ativo em função de suas oscilações em relação ao preço.

Gráfico 14 – Preço de fechamento mensal do Bitcoin (em USD), 2014-2023



Fonte: Yahoo! Finance

O gráfico 14 mostra o preço de fechamento mensal do Bitcoin (BTC) em USD (dólares americanos), nota-se um alto crescimento ao longo do tempo. Também capta a alta volatilidade do ativo, uma vez que após atingir o seu valor máximo de 61319 USD em outubro de 2021, perdeu cerca de 66% do seu valor imediatamente um ano depois, no mês de outubro de 2022, quando passou a valer 20496 USD.

Todavia, a despeito do potencial disruptivo do Bitcoin em relação ao sistema financeiro tradicional, grandes instituições financeiras passaram a oferecer criptoativos em seus portfólio de produtos e serviços ofertados, além de incorporar a tecnologia para aprimorar produtos e serviços já existentes, em contraste a tese libertária e “quase anarco-capitalista” dos seus entusiastas iniciais (VALOR ECONÔMICO, 2022).

Ou seja, os produtos que inicialmente poderiam oferecer um certo tipo de ameaça ao sistema bancário e financeiro tradicional, ao longo do tempo, se revelaram úteis para

ampliação de seus produtos ofertados e para o aprimoramento do sistema como um todo, em função da tecnologia adotada, contrariando crenças iniciais de seus principais entusiastas. Isto posto, atribuíremos valor 2 para esta força.

5.1.5 NÍVEL DE COMPETIÇÃO ENTRE OS CONCORRENTES

Para avaliarmos o nível de competição entre os concorrentes, observaremos o nível de concentração do Sistema Financeiro Nacional. Para mensurar a concentração do mercado, o Banco Central faz uso do Índice Herfindahl–Hirschman Normalizado (IHHn), o “equivalente número do IHHn” (E.N.) e a Razão de Concentração dos Quatro Maiores (RC4, Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, Itaú e Bradesco).

O Índice IHH, em sua forma normalizada, é obtido pelo somatório do quadrado da participação de mercado de cada IF na forma decimal, resultando entre um número de 0 a 1, pode ser expresso da seguinte forma:

$$IHHn = \sum_{i=1}^n S_i^2$$

Onde: Si é a participação de mercado da i-ésima instituição financeira.

Si é a participação de mercado da i-ésima instituição financeira.

No que diz respeito ao resultado obtido, a metodologia do Banco Central considera a seguinte definição em relação ao IHHn:

- a) Entre 0 e 0,10 são de baixa concentração
- b) Acima de 0,10 até 0,18 são de moderada concentração; e
- c) Acima de 0,18 até 1 são de elevada concentração

O “equivalente número do IHHn” (E.N.) diz respeito ao número de instituições financeiras com participação idêntica no mercado que geraria o mesmo IHHn observado ($IHHn = 1/E.N.$).

A RC4 mede o grau de concentração por meio da soma das participações das quatro maiores instituições financeiras em um dado mercado.

O segmento b1 diz respeito aos bancos comerciais, os múltiplos com carteira comercial e caixas econômicas; o segmento b2 engloba bancos múltiplos sem carteira comercial, os bancos sde investimento e os bancos de câmbio; o segmento b3 compreende as cooperativas de crédito; o segmento b4 se refere aos bancos de desenvolvimento; o segmento n1 abrange as

instituição não bancárias atuantes no mercado de crédito; n2 às instituições não bancárias atuando no mercado de capitais; e n4 às instituições de pagamento.

Tabela 2 – Indicadores de concentração do SFN

	Ativos totais			Depósitos totais			Operações de crédito		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Participação por segmento (%)									
b1+b2	88,1	87,0	86,8	93,5	92,2	91,1	86,4	86,2	86,1
b3	3,8	5,3	5,1	5,3	6,0	6,4	5,1	6,1	6,4
b4	7,0	6,3	4,9	0,2	0,2	0,1	7,4	6,3	5,7
n1+n2	1,1	1,4	2,2	1,0	1,5	2,2	1,2	1,4	1,7
n4	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Participação por tipo de controle (%)									
Público	40,6	38,0	37,0	34,9	32,6	32,0	45,6	43,5	43,7
Privado	59,4	62,0	63,0	65,1	67,4	68,0	54,4	56,5	56,3
Indicadores de concentração									
IHHn	0,0981	0,0928	0,0888	0,1103	0,1032	0,0982	0,1068	0,1034	0,1015
E.N.	10,2	10,8	11,3	9,1	9,7	10,2	9,4	9,7	9,9
RC4 (%)	57,3	56,0	55,7	62,7	60,1	58,9	59,4	59,3	59,0

Fonte: BCB

De acordo com a metodologia do Banco Central, para os ativos totais, utiliza-se o Ativo Total Ajustado (ATA), excluindo as aplicações em depósitos interfinanceiros, repasses interfinanceiros e investimentos em instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central; para os depósitos totais, utiliza-se o depósito total (-) depósitos interfinanceiros (+) Letras de Crédito do Agronegócio (LCA) (+) Letras de Crédito Imobiliário (LCI) (+) Letras Financeiras, sendo que para o segmento não bancário (b3, b4, n1, n2 e n4) incluem-se as Letras de Câmbio; e para operações de crédito, é considerado o saldo da carteira ativa de todas as operações de crédito das instituições.

Nota-se uma tendência de redução da concentração entre os anos de 2020 até 2022, mensurada pelo IHHn, observada também em todos os agregados contábeis, especialmente nos depósitos totais. O E. N., entre 2020 e 2022, cresceu cerca de 10,8% nos ativos totais, um crescimento de 12% nos depósitos totais, e um aumento de 5,3% nas operações de crédito.

No RC4, também nota-se uma tendência de queda no poder de mercado das quatro maiores instituições financeiras, reduzindo 1,6% de participação.

Em relação às participações dos segmentos, é digno de destaque um crescimento do segmento não bancário em detrimento do setor bancário. Entre 2020 e 2022 o segmento bancário reduziu sua participação em 1,3% nos ativos totais, 2,4% nos depósitos totais e 0,3% nas operações de crédito.

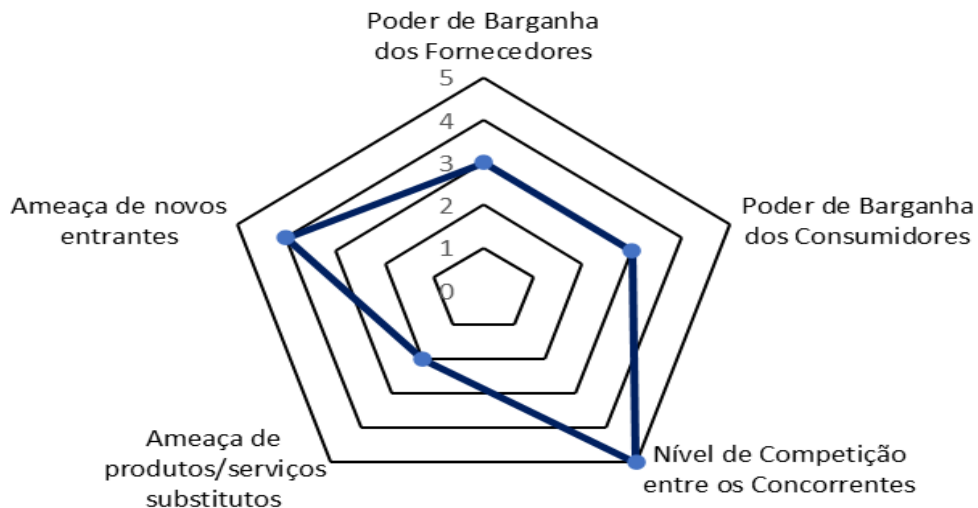
Ainda nota-se também uma redução da participação das instituições com controle de capital público, reduzindo sua participação entre 2020 e 2022 em 3,6%.

Diante, disso, o valor para esta força será 5, muito forte. Tal resultado se dá pela tendência a uma desconcentração do setor bancário. De acordo com o IHHn, tratando-se especialmente ativos totais e depósitos totais, o setor possui baixa concentração. Referente às operações de crédito, o setor bancário ainda encontra-se em posição de moderada concentração.

5.1.6 CONSIDERAÇÕES SOBRE O SETOR

Ao recuperar os valores atribuídos para cada força anteriormente, temos que:

Gráfico 15 – Cinco Forças de Porter aplicadas ao Setor Bancário Brasileiro



Fonte: autor, elaboração própria

Temos, então, de acordo com as premissas estabelecidas anteriormente, um setor com uma forte competição entre os concorrentes (5), com uma forte ameaça de novos entrantes (4), onde a ameaça de produtos/serviços substitutos é baixa (2) e os fornecedores e os consumidores possuem um poder de barganha moderado (3).

Compreender a dinâmica competitiva do setor em que a empresa a ser analisada está inserida se faz relevante para fundamentar as premissas utilizadas como base na projeção de cenários futuros, fornecendo precisão preditiva.

5.2 PARTICULARIDADES DO SETOR PARA FINS DE AVALIAÇÃO

O segmento bancário é um segmento de maior complexidade para se realizar uma avaliação (valuation), diferenças contábeis, financeiras, operacionais e regulatórias exercem forte impacto na aplicação teórica do modelo (GIANFRATE; VICENZI, 2014).

Os bancos brasileiros estão sob as normas contábeis do Plano Contábil das Instituições Financeiras (Cosif), que apresenta os critérios e procedimentos contábeis a serem observados pelas instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central, bem como a estrutura de contas e modelos de documentos previstos (BANCO CENTRAL, 2023). De acordo com ASSAF NETO (2015), grande parte dos bancos listados em bolsa adotam o seguinte padrão na estrutura de suas Demonstrações do Resultado de Exercício (DRE), com presença de possíveis pequenas variações:

Quadro 3 – Demonstração do Resultado de Exercício padrão utilizada pelos bancos

Receitas de Intermediação Financeira (A) = (a+b+c)
Operações de Crédito (a)
Operações de arrendamento mercantil (b)
Resultados de operações com títulos e valores mobiliários (c)
Resultado de instrumentos financeiros derivativos (d)
Resultado de operações de cambio (e)
Resultado de aplicações compulsórias (f)
Resultado Financeiro de seguros, previdências e capitalização (g)
Despesas de intermediação financeira (B) = (h+i+j+k+l)
Operações de captação no mercado (h)
Operações de empréstimos e repasses (i)
Operações de arrendamento mercantil (j)
Despesas financeiras de provisões técnicas de seguros, previdência e capitalização. (k)
Provisão para créditos de liquidação duvidosa (l)
Resultado bruto de intermediação financeira (C) = (A) + (B)
Outras receitas despesas operacionais (m)
Receitas de prestação de serviços (n)
Rendas de tarifas bancárias (o)
Despesas de pessoal (p)
Despesas administrativas (q)
Despesas tributárias (r)
Outras receitas operacionais (s)
Outras despesas operacionais (t)
Resultado operacional (D) = (m+n+o+p+q+r+s+t)
Provisão pra imposto de renda e contribuição social (E)
Participações no lucro (F)
Lucro Líquido (G) = (D) + (E+F)

Fonte: ASSAF NETO (2015), elaboração própria

Tal estrutura se encontra presente nas demonstrações financeiras dos bancos listados na bolsa de valores brasileira (B3).

6. AVALIAÇÃO DA EMPRESA

6.1 O BANCO BTG PACTUAL: HISTÓRICO E CONTEXTO

A história do BTG Pactual iniciou em 1983, quando a corretora Aplicap S.A. Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários, alterou sua razão social para Pactual S.A. Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários. Localizada no Rio de Janeiro – RJ, a Pactual S.A. construiu uma nova sociedade para realizar as operações de Asset Management, a Pactual Administração e Participações Ltda.

Em 1989, a Pactual Administração e Participações Ltda. obteve licença bancária para se tornar um banco múltiplo e alterou novamente sua denominação, passando a se chamar Banco Pactual S.A.. Ainda em 1989, o Banco inicia suas atividades na área de gestão de fortunas (wealth management).

Em maio de 2006, a UBS AG assinou o contrato de aquisição do Banco Pactual, tornando-se Banco UBS Pactual S.A., onde atuava em todos os países da América Latina.

No ano de 2008, antigos sócios deixaram o UBS Pactual e, juntamente com antigos administradores do UBS AG, criaram a BTG Investments L.P., um banco de investimento global, com escritórios em São Paulo, Rio de Janeiro, Londres, Nova York e Hong Kong.

O BTG Investments L.P., em 2009, assinou a aquisição do UBS Pactual, onde a nova denominação passou a ser Banco BTG Pactual S.A (BTG PACTUAL, 2023).

Atualmente, o BTG Pactual é uma das principais instituições financeiras com origem e sede no Brasil, é considerado o maior banco de investimentos e o melhor banco para pequenas e médias empresas (PME) da América Latina (VALOR ECONÔMICO, 2023). Além disso, em 2022, o banco atingiu R\$ 1 trilhão em ativos sob gestão e administração (EXAME, 2022). O banco atualmente emprega cerca de 5.999 colaboradores e conta com 348 sócios alocados em operações de serviços de banco de investimento, gestão de recursos e gestão de fortunas.

6.2 AS PRINCIPAIS LINHAS DE NEGÓCIO DA EMPRESA

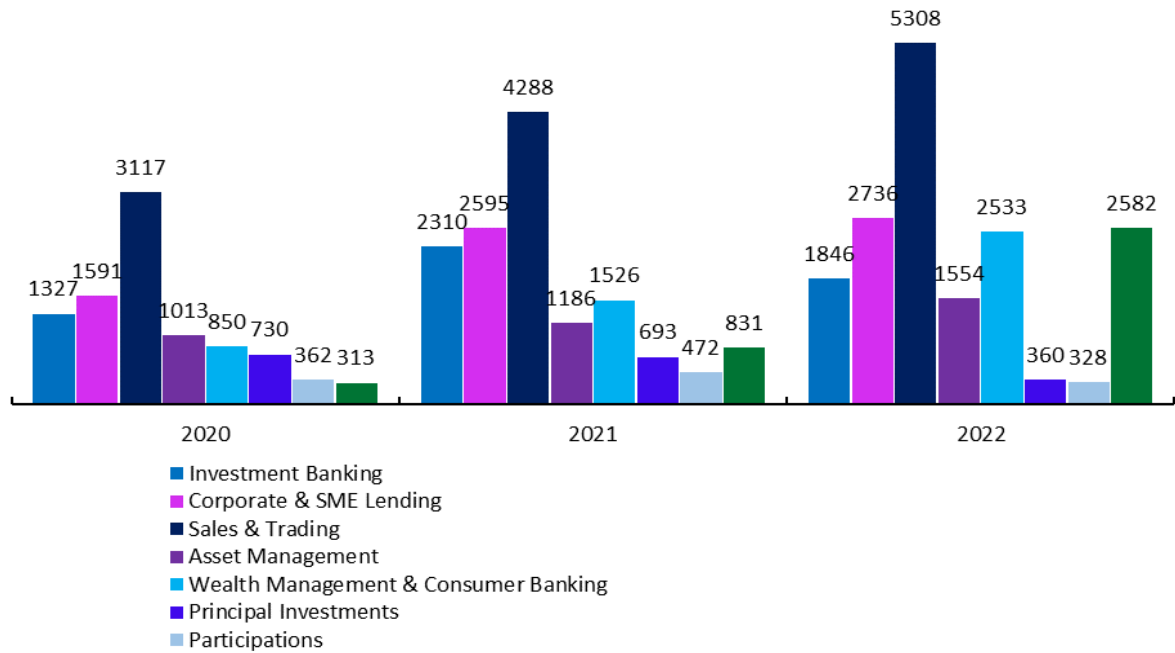
Para iniciarmos a construção do modelo e de suas premissas, analisaremos as principais fontes de receitas do banco e as projetaremos em função de seu crescimento histórico, alinhadas com premissas setoriais para o primeiro período de crescimento do modelo (alto crescimento). Para o segundo período, que compreende o crescimento em

direção à perpetuidade, utilizaremos como métrica de crescimento as estimativas do crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) e o crescimento da inflação, medido pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

Agora, para a aplicação teórica do modelo de dividendos descontados (DDM), será necessário, além de aplicar os fundamentos e tendências macroeconômicas, alinhados à dinâmica competitiva setorial, compreender as maiores fontes de receitas e despesas do banco e seu desempenho histórico, para fins de elaboração das premissas. As despesas serão projetadas como percentual de sua respectiva fonte de receita originária de tal despesa.

Para compreender as principais fontes de receitas e atividades do Banco BTG Pactual S.A., irá se recorrer a utilização do Formulário de Referência, documento exigido pela CVM, previsto no artigo 22, inciso II da Resolução CVM nº 80/22. O Formulário de Referência de Companhias Abertas reúne todas as informações referentes ao emissor, como atividades, fatores de risco, administração, estrutura de capital, dados financeiros, comentários dos administradores sobre esses dados, valores mobiliários emitidos e operações com partes relacionadas. (CVM 2023).

De acordo com o documento, o Banco BTG Pactual S.A. possui sete segmentos de receita, sendo eles: Investment Banking (Banco de Investimentos), Corporate & SME Lending (Banco de Atacado & Empréstimos para Pequenas e Médias Empresas), Sales & Trading (Vendas e atividades de trading), Asset Management (Gestão de Ativos), Wealth Management & Consumer Banking (Gestão de Fortunas & Banco de Varejo), Principal Investments (Investimentos Principais) e Participations (Participações).

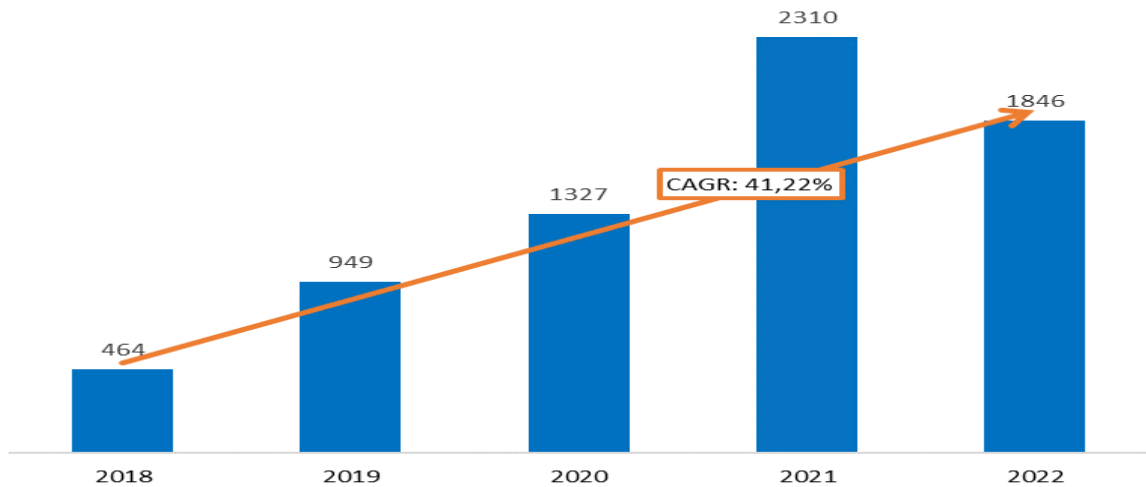
Gráfico 16 – Resultado Bruto de Intermediação Financeira por segmento, 2020-2022

Fonte: BTG Pactual (2023), elaboração própria.

O gráfico 16 captura as principais fontes de receita nos anos de 2020, 2021 e 2022, bem como seus respectivos valores. Entre as linhas de negócios do banco, destacam-se:

Investment Banking (Banco de Investimentos): o banco atua na condição de coordenador (*underwriter*) ou agente de colocação em operações de captação de recursos por meio de emissões públicas ou privadas de títulos de dívida e ações; serviços de assessoria financeira; e produtos e serviços financeiros e estruturados a sociedades anônimas, outras instituições financeiras; fundos de investimento; governos e pessoas físicas. As atividades de Investment Banking são divididas em duas categorias: Mercados de Capitais, que inclui atividades de coordenação, colocação e assessoria em ofertas públicas iniciais (em inglês, *IPO*) ou privadas de títulos de dívida e ações; e Fusões e Aquisições (F&A) e Assessoria Financeira, que abrange assessoria referente às fusões e aquisições, desinvestimentos, reestruturações, cisões, reorganizações e demais operações corporativas.

Gráfico 6 – Resultado Bruto de Intermediação Financeira – Investment Banking (R\$, em milhões), 2018-2022



Fonte: BTG Pactual (2023), elaboração própria.

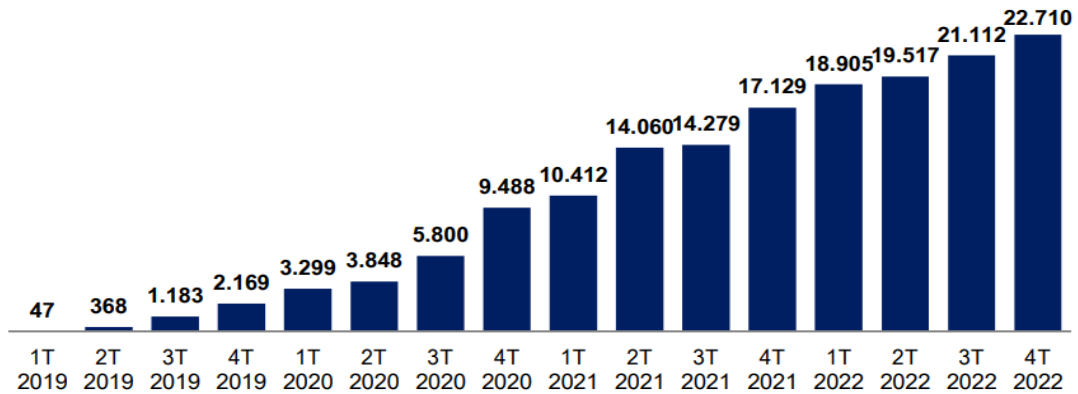
Olhando para o resultado bruto da receita de *Investment Banking*, temos uma taxa de crescimento anual composta (*Compound Annual Growth Rate, CAGR*) de 41,22%, representando uma das linhas de negócios do banco que obtiveram maior crescimento ao longo de 5 anos.

Corporate & SME Lending (Banco Corporativo e Empréstimos a Pequenas e Médias Empresas, PME): fornece oferta financiamento, créditos estruturados, empréstimos e garantias de dívidas para empresas, primordialmente no Brasil e cada vez mais na América Latina. As operações envolvem desde empresas de médio porte até empresas com um maior nível de investimento.

No final do ano de 2020, 2021 e 2022, o portfólio de crédito da área de *Corporate & SME Lending* do banco totalizava R\$73,7 bilhões, R\$106 bilhões e R\$ 144,3 bilhões, respectivamente, que geraram receitas de R\$ 1.590,9 milhões, R\$ 2.595,0 e R\$ 2.736,2 milhões, representando 17,1%, 18,7% e 15,9% das receitas totais do banco, respectivamente

As atividades são divididas em: originação de novos clientes, que focam na identificação da demanda por empréstimos para empresas brasileiras e multinacionais com presença na América Latina, oferecendo produtos de crédito, incluindo transferências de linhas de crédito do BNDES, linhas de financiamento para exportação, empréstimos para capital de giro e financiamento para aquisições, e produtos de tesouraria, que incluem derivativos para auxílio na exposição de riscos de mercado, taxas de câmbio e taxas de juros..

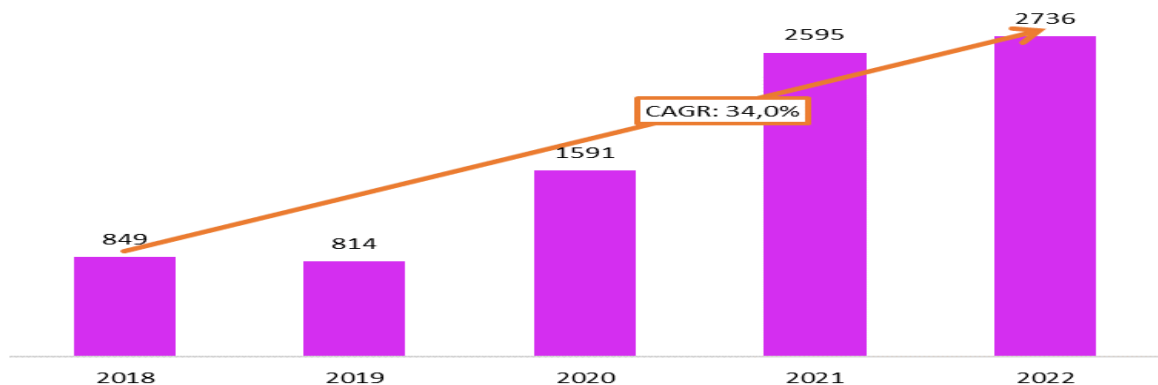
Gráfico 18 – Evolução da carteira de crédito de pequenas e médias empresas do BTG Pactual (R\$, milhares), 2019-2022



Fonte: BTG Pactual (2023).

A carteira de crédito das PMES (pequenas e médias empresas) do banco, criada no ano de 2019, obteve um forte crescimento, no último trimestre de 2020, em relação ao quarto trimestre de 2019, o saldo da carteira cresceu 337%. No último trimestre do ano de 2021, em relação ao ano quarto trimestre de 2020, cresceu 80%, no último trimestre do ano de 2022, quando comparado ao último trimestre do ano de 2021, obteve um crescimento de 32,5%.

Gráfico 19 – Resultado Bruto de Intermediação Financeira – *Corporate & SME Lending* (R\$, em milhões), 2018-2022



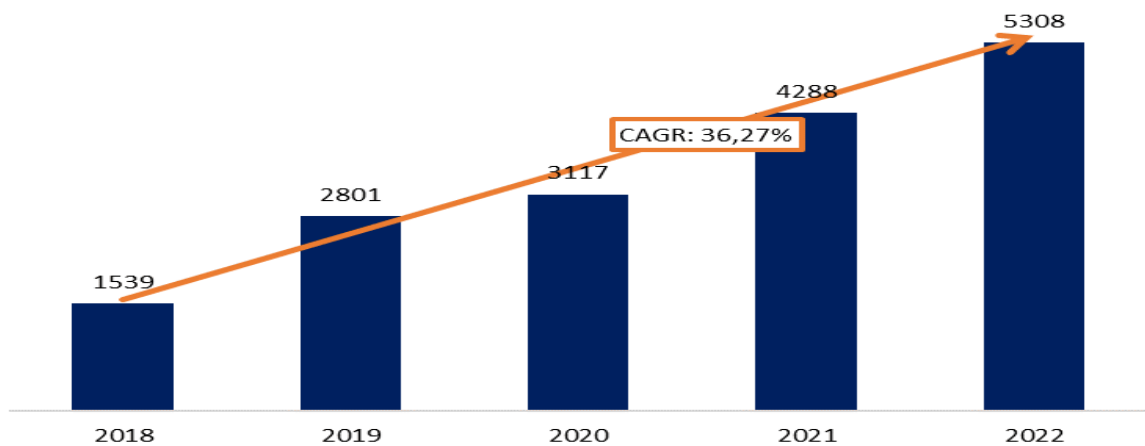
Fonte: BTG Pactual (2023), elaboração própria.

A Taxa de Crescimento Anual Composta (CAGR) do segmento de *Corporate & SME Lending* foi de 34%, obtendo um crescimento razoável, quando comparado ao crescimento de outras fontes de receitas do banco, representando, em 2022, 15,8% das receitas líquidas totais do banco.

Sales & Trading (Vendas e *trading*): nesse segmento o BTG Pactual oferece serviços e produtos financeiros no mercado local e internacional, serviços de formador de mercado, corretagem e compensação, operações com derivativos, taxas de juros, câmbio, renda variável, energia e *commodities para fins de hedge* e negociação.

As atividades são divididas em dois grupos: FICC (*Fixed Income, Currency and Commodities*), que consiste na oferta de produtos e serviços de formador de mercado para títulos de renda fixa, corretagem e compensação, operações com derivativos, taxas de juros, câmbio e *commodities*, operações cambiais no mercado à vista, swaps, opções, futuros, empréstimos e contratos a termo, e *Equity Sales & Trading*, que consiste em operações de corretagem de ações para clientes institucionais e clientes pessoa física (PF) localizadas em todo o mundo, além de demais serviços relacionados, essa área atua na análise de ações e de cenário macroeconômico.

Gráfico 20 – Resultado Bruto de Intermediação Financeira – *Sales & Trading* (R\$, em milhões), 2018-2022



Fonte: BTG Pactual (2023), elaboração própria.

As receitas líquidas do banco no segmento de *Sales & Trading* obtiveram uma Taxa de Crescimento Anual Composta (CAGR) de 36,27%, um número significativo. Em 2022, essa linha de negócios correspondia ao principal segmento do banco, correspondendo a aproximadamente 31% das receitas líquidas do BTG Pactual.

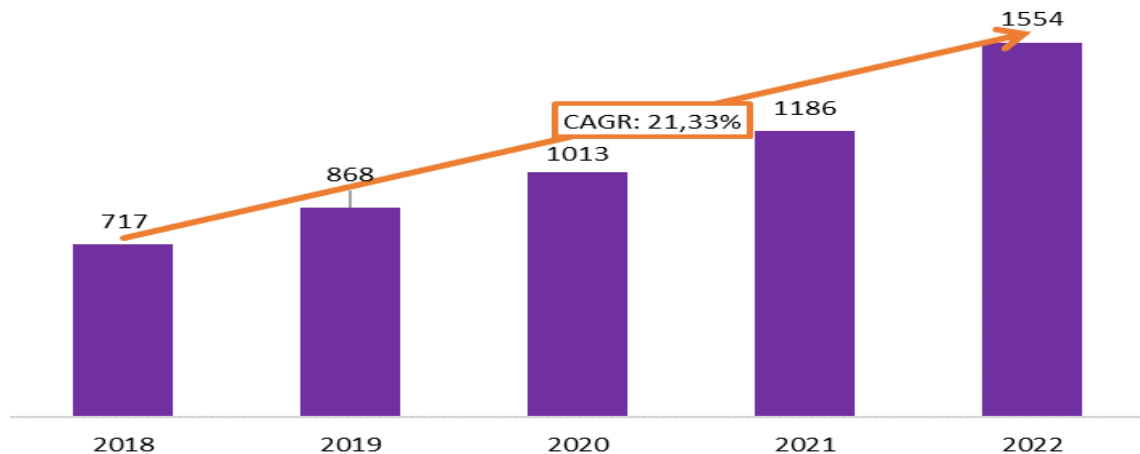
Asset Management (Gestão de Ativos): serviços de gestão de ativos para clientes de toda América Latina e internacionais. Entre os produtos oferecidos, incluem: fundos de renda fixa, mercado monetário, patrimônio, multi-ativos e *private equity*.

No final de 2022, o banco atingiu AUM (*Asset Under Managment*, ativos sob gestão) e o AUA (*Asset Under Advisement*, ativos sob assessoria) no valor de R\$ 707,3 bilhões, tornando-se um dos maiores gestores de recursos no Brasil, segundo a ANBIMA. Ainda de acordo com a ANBIMA, no final do ano de 2022, o Banco BTG Pactual era a sexta maior instituição financeira do Brasil em termos de ativos sob gestão.

A área de *Asset Management* é dividida em serviços de gestão e administração de fundos. Os serviços de gestão consistem na gestão do portfólio dos fundos em bases discricionárias. Os serviços de administração de fundos consistem na prestação de serviços acessórios aos fundos, tais como fiscalização do cumprimento das normas de regulamentação, cálculo do valor do patrimônio líquido e a prestação de controle operacional dos ativos contidos no portfólio, elaboração de relatórios sobre a composição da carteira do fundo, preparo de relatórios mensais dos fundos aos clientes e cálculo de qualquer tributo incidente.

De acordo com o banco, o investimento em tecnologia, por meio da plataforma BTG Pactual Digital, aumentou significativamente a capacidade de distribuição dos fundos.

Gráfico 7 – Resultado Bruto de Intermediação Financeira – *Asset Management* (R\$, em milhões), 2018-2022



Fonte: BTG Pactual (2023), elaboração própria.

Referente ao crescimento anual composto do segmento de *Asset Management*, o resultado bruto obteve um crescimento de 21,33%. Apesar do banco se caracterizar como uma das maiores instituições financeiras em Ativos Sob Gestão (AUM) e Ativos Sob Assessoria (AUA), o segmento representou, em 2022, apenas 9% das fontes de receita do banco.

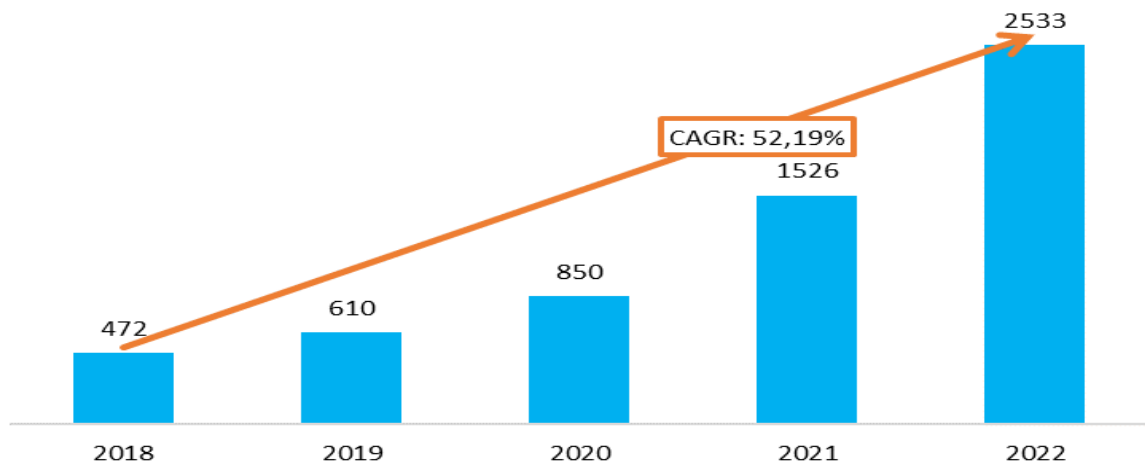
Wealth Management & Consumer Banking: Consiste na prestação de serviços de assessoria e planejamento financeiro, além do oferecimento de um conjunto de produtos de investimento para indivíduos de alta renda na América Latina, especificamente Brasil, Chile, Peru, Colômbia, México e Argentina.

Os serviços de planejamento financeiro envolvem planejamento e assessoria patrimonial, atuando na gestão global de patrimônio, abrangendo planejamento sucessório, tributário, estilo de vida, de liquidez e aposentadoria.

Referente ao *Consumer Banking*, há a plataforma BTG Pactual Digital, que é a startup do banco com foco em clientes pessoa física, fornece processos de abertura de conta, atendimento e investimento realizados de forma online, por meio de website e aplicativo, oferecendo diferentes produtos de investimento.

Recentemente, o banco lançou outra plataforma, no ano de 2021, o BTG Pactual Banking, focada nos segmentos de varejo de alta renda e private, oferecendo produtos e serviços de investimento, crédito, seguros, educação financeira e consultoria.

Gráfico 22 – Resultado Bruto de Intermediação Financeira – *Wealth Management & Consumer Banking* (R\$, em milhões), 2018-2022

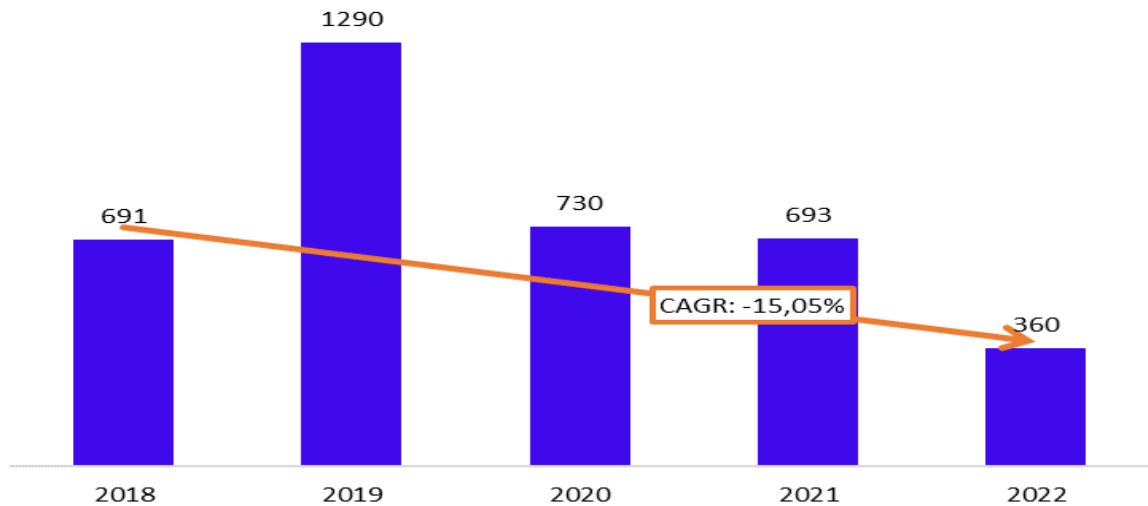


Fonte: BTG Pactual (2023), elaboração própria.

O segmento de *Wealth Management* obteve um crescimento anual composto de 52,19%, configurando uma das áreas de negócios do banco que mais obteve crescimento ao longo de 5 anos. Em 2022, o segmento correspondia a aproximadamente 15% das fontes de receitas do BTG Pactual.

Principal Investments (Investimentos Principais): Contempla as participações em outras empresas originadas das atividades de investimento que não fazem mais parte do foco estratégico do banco. O banco tem reduzido sua participação em merchant banking, private equity e investimentos imobiliários.

Gráfico 23 – Resultado Bruto de Intermediação Financeira – *Principal Investments* (R\$, em milhões), 2018-2022



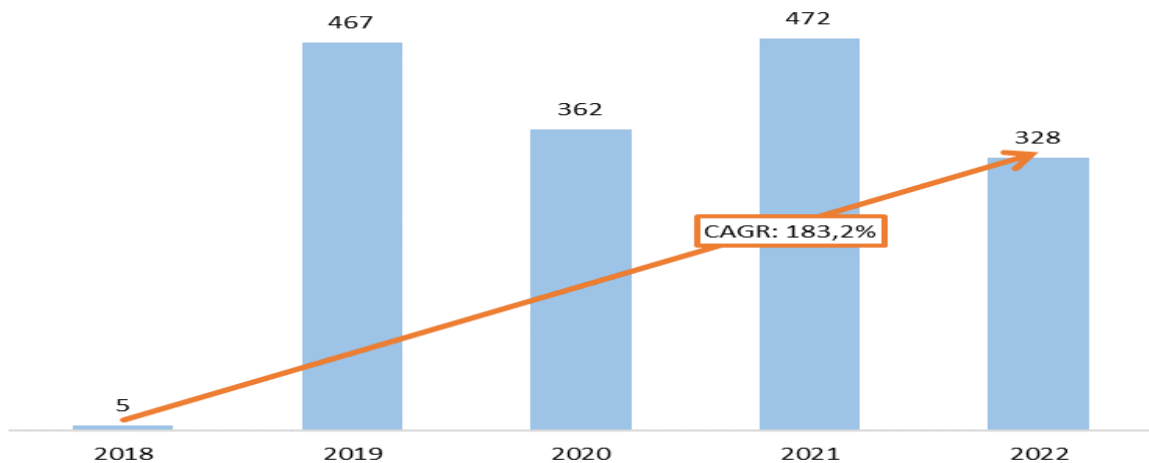
Fonte: BTG Pactual (2023), elaboração própria.

Em relação ao segmento de *Principal Investments*, o banco obteve uma variação negativa na taxa de crescimento anual composta, parte se deve ao desinvestimento do banco em atividades que já não mais correspondem à visão estratégica do banco. Em 2022, contribuiu em aproximadamente 2% na composição das receitas do banco.

Participations (Participações): Investimentos realizados como banco em forma de participações, por meio de aquisições acionárias de empresas.

No final do ano de 2022, o BTG Pactual executou uma participação co-controladora de 73,95% no Banco Pan, banco comercial e de consumo, com larga experiência na concessão de crédito, especialmente crédito consignado, além de soluções financeiras com focos nas classes C, D e E; participação indireta de 3,7% no EFG, banco privado suíço; participação de 51% na Too Seguros, companhia brasileira de seguros para pessoas físicas; 51% de participação na Pan Corretora, corretora de seguros brasileira com atuação em diversos segmentos de seguros

Gráfico 24 – Resultado Bruto de Intermediação Financeira – *Participations* (R\$, em milhões), 2018-2022

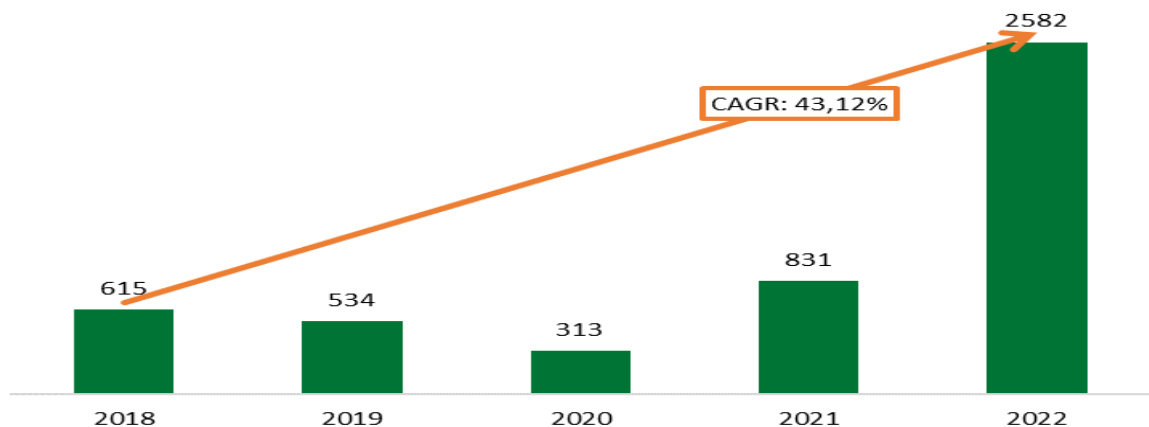


Fonte: BTG Pactual (2023), elaboração própria.

O segmento de *Participations* foi o segmento que mais cresceu durante o período 2018–2022, obtendo uma taxa de anual composta de 183,2%. No ano de 2022, o segmento representou aproximadamente 2% entre as principais linhas de receitas do banco.

Interest and other (Juros e outros): Incluem juros sobre o capital próprio, que é o custo interno de oportunidade para remuneração do patrimônio líquido, determinado normalmente com base na taxa do CDI. Os juros sobre capital creditas nessa conta são deduzidos como custo de captação diretamente das respectivas receitas das diversas unidades de negócios do banco. Também inclui perdas e ganhos resultantes da variação da taxa de câmbio e os resultados correspondentes de hedge.

Gráfico 25 – Resultado Bruto de Intermediação Financeira – *Interest and other* (R\$, em milhões), 2018-2022



Fonte: BTG Pactual (2023), elaboração própria.

O segmento de *Interest and other* obteve uma taxa de crescimento anual composto durante um período de 5 anos de 43,12%, apresentando um forte crescimento, sobretudo no ano de 2021 e 2022. No ano de 2022, o segmento de negócios compôs 15% das receitas líquidas do banco.

6.3 CONSTRUÇÃO DA TAXA DE DESCONTO: O CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO

Para construção do custo de capital próprio, utilizaremos o Capital Asset Pricing Method (CAPM), conforme já mencionado anteriormente no trabalho, porém realizando alguns ajustes, de forma que:

Taxa de Retorno Livre de Risco: baseado na média anual durante o período de 2000–2023 do rendimento do título de dívida do governo americano de 10 anos (10–year Treasury Bond), obtida pela base de dados disponibilizada por Damodaran (2023).

Prêmio de Risco de Mercado: retornos médios anuais da S&P 500 subtraído da média dos retornos anuais do título de dívida do governo americano de 10 anos (10–year Treasury Bond) durante o período 2000–2023, calculado pela CEQEV/FGV.

Beta: global desalavancado para o setor bancário de países emergentes, obtido pela base de dados disponibilizada por Damodaran (2023), que contém 459 empresas listadas em bolsa.

Prêmio de Risco País: Índice EMBI+ (Emerging Markets Bond Index Plus), criado pelo Banco J.P. Morgan, estima o desempenho diário dos títulos da dívida dos países emergentes em relação aos títulos do Tesouro dos Estados Unidos (IPEA 2023).

Tabela 3 – Cálculo do custo de capital próprio.

Ke = CAPM		Fonte:
Taxa de retorno livre de risco (TRLR)	4,28%	Base dados Damodaran
Inflação dos Estados Unidos de Longo Prazo (Inf. EUA LP)	2,40%	The Economist Intelligence Unit (EIU)
Inflação do Brasil de Longo Prazo (Inf. BR LP)	3,50%	Banco Central do Brasil (BCB)
Taxa de retorno livre de risco ajustada (TRLRA)	5,40%	
Beta (setorial bancário de mercados emergentes)	0,41	Base dados Damoradan
Prêmio de Risco de Mercado (PRM)	10,80%	CEQEF/FGV
Subtotal	9,79%	
+ Prêmio de risco–país (PRP)	2%	J.P. Morgan, IPEA
Total	11,79%	

Fonte: DAMODARAN, The Economist Intelligence Unit, Banco Central do Brasil, CEQEF/FGV, J. P. Morgan, IPEA, elaborado pelo autor

De forma que o cálculo para obtenção do resultado se deu por:

$$\text{Taxa de retorno livre de risco ajustada} = \frac{(1 + \text{TRLR})}{(1 + \text{Inf. EUA LP})} * (1 + \text{Inf. BR LP}) - 1$$

A inflação brasileira e americana consideradas na TRLR resultam na Taxa de retorno livre de risco ajustada (TRLRA), de forma que o restante do cálculo de custo de capital próprio se dará através do CAPM' (CAPM ajustado):

$$\text{CAPM}' = \text{Taxa de retorno livre de risco ajustada} + \beta * (\text{PRM}) + \text{Prêmio de Risco País}$$

Sendo assim, aplicando os valores observados, temos formada então a nossa taxa de desconto: 11,79%, que servirá tanto para o período de alto crescimento quanto para o período de baixo crescimento (rumo à perpetuidade).

6.4 PROJEÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES DO RESULTADO DO EXERCÍCIO

Nesta seção, serão projetados os resultados futuros das Demonstrações do Resultado de Exercício (DRE) do Banco BTG Pactual S.A.

O primeiro estágio de crescimento compreende um período de 4 anos, onde há uma tendência de crescimento da empresa.

No segundo estágio há uma desaceleração no ritmo de crescimento, em direção à perpetuidade, no ano de 2030, onde não serão projetados crescimentos reais, somente o crescimento via inflação, mensurada pelo IPCA futuro, sendo o “g”, a taxa de crescimento na perpetuidade.

O crescimento projetado das receitas de intermediação financeira diz respeito ao somatório do resultado de todas as subcontas, o mesmo é válido para as demais contas e subcontas.

Tabela 4 – Receitas de intermediação financeira projetadas.

BTG Pactual S.A. (R\$, em milhares)	2022A	Primeiro estágio: alto crescimento				Segundo estágio: rumo à perpetuidade			
		2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Receitas de Intermediação Financeira	71.406	87.432	108.091	134.743	169.552	202.496	224.212	234.911	243.283
Crescimento (%)		22%	24%	25%	26%	19%	11%	4,8%	3,5%
Operações de Crédito	28.967	32.153	35.385	38.605	41.751	44.858	48.038	50.307	52.068
Crescimento (%)		11%	10%	9%	8%	7,4%	7,1%	4,7%	3,5%
Resultado com títulos e valores mobiliários e instrumentos financeiros	40.796	53.443	70.705	93.967	125.446	155.083	173.402	181.595	187.951
Crescimento (%)		31%	32%	33%	34%	23,6%	11,8%	4,7%	3,5%
Resultado de aplicações compulsórias	1.642	1.835	2.001	2.171	2.355	2.555	2.772	3.008	3.264
Crescimento (%)		11,75%	9%	9%	9%	9%	9%	8,50%	8,50%

Fonte: elaborado pelo autor

Para a subconta “Operações de Crédito”, foi projetado um crescimento inicial de 11% no primeiro ano do período de alto crescimento, justificado pela expansão do banco no segmento de Corporate & SME Lending, aumentando sua presença em pequenas e médias empresas. Nos anos posteriores, ainda no período de alto crescimento, foi projetado uma redução, em função do aumento da competitividade no setor causado pela presença de novos competidores, em especiais fintechs.

Em “Resultado com títulos e valores mobiliários e instrumentos financeiros derivativos”, que agrega os principais e os mais rentáveis segmentos de negócios do banco, como *Wealth Management, Sales & Trading, Asset Management e Investment Banking*, foi projetado um crescimento no início do primeiro estágio elevado de 32%, que leva em consideração a alta rentabilidade passada dos segmentos, junto à expansão do banco em mercados emergentes da América Latina.

Na subconta “Resultado de aplicações compulsórias”, o crescimento da conta foi projetado via CDI, assumindo que a Taxa Selic seja igual ao CDI, pois, conforme Rubik & Costa (2008), as duas taxas possuem correlação quase-perfeita (coeficiente de correlação muito próximo de 1: 0,999917).

Tabela 5 – Despesas de intermediação financeira projetadas.

BTG Pactual S.A. (R\$, em milhares)	2022A	Primeiro estágio: alto crescimento				Segundo estágio: rumo à perpetuidade			
		2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Despesas da intermediação financeira	-53.167	-56.987	-65.298	-78.975	-97.980	-119.262	-132.154	-138.461	-140.911
Crescimento (%)		7%	15%	21%	24%	22%	11%	5%	3,5%
Operações de captação no mercado	-35.153	-36.721	-39.994	-47.160	-57.648	-70.874	-78.474	-82.219	-85.096
Crescimento (%)		4,5%	9%	18%	22%	23%	11%	5%	3,5%
Resultado de operações de câmbio	1.201	1.243	1.286	1.331	1.378	1.426	1.476	1.546	1.600
Crescimento (%)		3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	4,7%	3,5%
Operações de empréstimos e repasses	-14.848	-16.612	-20.537	-25.601	-32.215	-38.474	-42.600	-44.633	-48.657
Crescimento (%)		11,88%	23,63%	24,66%	25,83%	19,43%	10,72%	4,77%	9,0%
Provisão para perdas associadas ao	-4.367	-4.896	-6.053	-7.546	-9.495	-11.340	-12.556	-13.155	-8.758
Crescimento (%)		12,13%	23,63%	24,66%	25,83%	19,43%	10,72%	4,77%	-33,4%

Fonte: elaborado pelo autor

Na despesa relacionada às “Operações de captação no mercado”, o valor foi projetado na sua respectiva participação em relação às receitas, por meio de uma média histórica da participação da conta nos últimos 4 anos (2019, 2020, 2021, 2022), subtraídas por valor de desconto, pressupondo ganhos de produtividade ao longo do tempo. A proporção foi considerada em todos os anos projetados.

Para o “Resultado de operações de câmbio”, por conta de sua alta volatilidade, onde nos anos passados variava entre valores positivos e negativos, assumiremos que a conta não terá crescimento real, apenas de inflação.

As subcontas “Operações de empréstimos e repasses” e “Provisão para perdas associadas ao risco de crédito” foram calculadas da mesma maneira da primeira subconta da conta de despesas, por meio da proporção histórica média das receitas totais, onde corresponderam a 20% e 3,6%, respectivamente.

Tabela 6 – Resultado bruto da intermediação financeira projetados.

BTG Pactual S.A. (R\$, em milhares)	2022A	Primeiro estágio: alto crescimento				Segundo estágio: rumo à perpetuidade			
		2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Resultado bruto da intermediação	18.239	30.445	42.793	55.767	71.572	83.234	92.058	96.450	102.372
Crescimento (%)		66,9%	40,6%	30,3%	28,3%	16,3%	10,6%	4,8%	3,5%

Fonte: elaborado pelo autor

Conforme já mencionado, o “Resultado bruto de intermediação financeira” é o resultado da conta de receitas somadas às despesas.

Tabela 7 – Outras receitas / (despesas) operacionais projetadas.

BTG Pactual S.A. (R\$, em milhares)	2022A	Primeiro estágio: alto crescimento				Segundo estágio: rumo à perpetuidade			
		2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Outras receitas / (despesas)	- 6.604	-10.177	- 13.085	- 16.216	- 21.878	- 27.479	- 31.043	- 32.533	- 35.164
Crescimento (%)		54%	29%	24%	35%	26%	13%	5%	3,5%
Receitas de prestação de serviços	8.401	9.619	10.941	12.364	13.878	15.354	16.442	17.219	17.821
Crescimento (%)		14,50%	13,75%	13,00%	12,25%	10,6%	7,1%	4,7%	3,5%
Despesas de pessoal	- 2.938	- 5.596	- 6.702	- 7.411	- 9.156	- 10.935	- 12.107	- 12.685	- 13.137
Crescimento (%)		90,5%	19,8%	10,6%	23,5%	19,4%	10,7%	4,8%	3,6%
Outras despesas administrativas	- 8.830	-11.104	- 13.403	- 16.169	- 20.177	- 24.097	- 26.681	- 27.954	- 28.951
Crescimento (%)		12,0%	10,7%	9,3%	8,0%	8%	6%	3,5%	3,5%
Despesas tributárias	- 1.628	- 1.486	- 1.838	- 2.291	- 2.882	- 3.442	- 3.812	- 3.993	- 4.136
Crescimento (%)		-10%	19%	20%	21%	16%	10%	5%	3,5%
Resultado de participações em	748	838	943	1.064	1.206	1.312	1.393	1.459	1.510,1
Crescimento (%)		12,0%	12,5%	12,9%	13,4%	8,7%	6,2%	4,7%	3,5%
Outros resultados operacionais	- 1.958	- 1.486	- 1.838	- 2.291	- 2.882	- 3.442	- 3.812	- 3.993	- 4.136
Crescimento (%)		-31,71%	19,11%	19,78%	20,53%	16,27%	9,69%	4,55%	3,5%
Despesas de provisões	- 399	- 962	- 1.189	- 1.482	- 1.865	- 2.227	- 2.466	- 2.584	- 4.136
Crescimento (%)		140,8%	23,6%	24,7%	25,8%	19,4%	10,7%	4,8%	3,5%

Fonte: elaborado pelo autor

Referente às subcontas de caráter negativo da conta “Outras receitas / (despesas) operacionais, como “Despesas de pessoal”, “Outras despesas administrativas”, “Despesas

Tributárias”, “Resultado de participações em controladas e coligadas”, “Outros resultados operacionais” e “Despesas de provisões”, a mesma metodologia das subcontas de despesas foi utilizada.

Nas subcontas de receitas dessa conta, como a “Receitas de prestação de serviços”, que possui relação, dentre outros, com o segmento *Interest and Other*, foi adotado inicialmente um crescimento com base na média histórica da conta, porém descontada ao longo do tempo, assumindo um aumento de competitividade no setor, que fará com que o banco reduza suas taxas de serviço e spread para se manter competitivo.

Para o “Resultado de participações em controladas e coligadas”, foi adotado uma taxa de crescimento compatível com o resultado observado do segmento *Participations*, onde a empresa aumentará suas participações em outros negócios via processos de fusões e aquisições (F&A).

Tabela 8 – Resultado operacional, não operacional e resultado antes da tributação sobre lucros e participações projetados.

BTG Pactual S.A. (R\$, em milhares)	2022A	Primeiro estágio: alto crescimento				Segundo estágio: rumo à perpetuidade			
		2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Resultado operacional	11.235	19.306	28.519	38.069	47.829	53.528	58.548	61.333	63.479
Crescimento (%)		72%	48%	33%	26%	12%	9%	5%	3,5%
Resultado não operacional	245	254	263	272	281	291	302	312	323
Crescimento (%)		4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Resultado antes da tributação sobre o lucro e participações	11.481	19.560	28.782	38.341	48.111	53.819	58.849	61.645	63.802
Crescimento (%)		70%	47%	33%	25%	12%	9%	5%	3,5%

Fonte: elaborado pelo autor

O “Resultado não operacional”, devido a falta de visibilidade, foi projetado sem crescimento real. Resultado operacional refere-se a soma do “Resultado Bruto de Intermediação Financeira” juntamente com a conta “Outras receitas / (despesas) operacionais”.

Tabela 9 – Imposto de renda e contribuição social, participações estatutárias e participações de acionistas projetados.

BTG Pactual S.A. (R\$, em milhares)	2022A	Primeiro estágio: alto crescimento				Segundo estágio: rumo à perpetuidade			
		2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Imposto de renda e contribuição social	- 1.581	- 3.325	- 4.893	- 6.518	- 8.179	- 9.149	- 10.004	- 10.480	- 10.846
Crescimento (%)		110%	47%	33%	25%	12%	9%	5%	3,5%
Participações estatutárias no lucro	- 2.059	- 3.384	- 4.979	- 6.633	- 8.323	- 9.311	- 10.181	- 10.665	- 11.038
Crescimento (%)		64%	47%	33%	25%	12%	9%	5%	3,5%
Participações de acionistas não	- 398	- 685	- 1.007	- 1.342	- 1.684	- 1.884	- 2.060	- 2.158	- 2.233
Crescimento (%)		72%	47%	33%	25%	12%	9%	5%	3,5%

Fonte: elaborado pelo autor

As contas incidentes sobre o lucro bruto (“Resultado antes da tributação sobre o lucro e participações”) como “Imposto de renda e contribuição social”, “Participações estatutárias no lucro” e “Participações de acionistas não controladores” serão projetadas com base em sua alíquota histórica de incidência.

Tabela 10 – Lucro líquido, total de units, juros sobre capital próprio e payout ratio projetados

BTG Pactual S.A. (R\$, em milhares)	2022A	Primeiro estágio: alto crescimento				Segundo estágio: rumo à perpetuidade			
		2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Lucro líquido do exercício	7.842	12.166	17.902	23.848	29.925	33.476	36.604	38.343	39.685
Crescimento (%)		55%	47%	33%	25%	12%	9%	5%	3,5%
BPAC11 - Total de unidades (em milhões)	3.835	3.835	3.835	3.835	3.835	3.835	3.835	3.835	3.835
Crescimento (%)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lucro líquido por ação	2,0	3,2	4,7	6,2	7,8	8,7	9,5	10,0	10,3
Crescimento (%)		55%	47%	33%	25%	12%	9%	5%	3%
Dividendos									
Juros Sobre Capital Próprio	2.515	4.258	6.624	9.301	12.269	16.113	18.033	19.171	19.843
Crescimento (%)		69%	56%	40%	32%	31%	12%	6%	3%
Payout Ratio	32%	35%	37%	39%	41%	48%	49%	50,0%	50,0%
Crescimento (%)		9%	6%	5%	5%	17%	2%	1%	0%

Fonte: elaborado pelo autor

O total de unidades de ações BPAC11 será mantido constante ao longo dos anos projetados.

A remuneração aos acionistas se dá por meio de juros sobre capital próprio, que, na prática, seria equivalente ao dividendo, com a única diferença que o último é isento de impostos (FRABASILE, 2023).

A *Payout Ratio* (Taxa de Distribuição de Dividendos/Juros sobre Capital Próprio) diz respeito a quanto do lucro líquido será destinado ao pagamento dos acionistas. O período de crescimento é iniciado com base no valor histórico de distribuição de pagamentos aos acionistas, aumentando de acordo com o crescimento do banco ao longo dos anos, onde, na perpetuidade, se assume que metade do lucro líquido será repassado aos acionistas.

6.5 APLICAÇÃO DO MODELO DE DIVIDENDOS DESCONTADOS E TESTE DE ESTRESSE

Inserindo as projeções observadas no modelo, junto com o custo de capital calculado anteriormente, temos:

Tabela 11 – Modelo de dividendos descontados de dois estágios

Modelo de Dividendos Descontados (R\$, em milhões)	2022A	Alto Crescimento				Rumo à perpetuidade			
		2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Juros sobre o capital próprio (JCP)	2.515	4.258	6.624	9.301	12.269	16.113	18.033	19.171	19.843
Payout Ratio	32%	35%	37%	39%	41%	48%	49%	50%	50%
BPAC11 - Total de unidades	3.825,4	3.825,4	3.825,4	3.825,4	3.825,4	3.825,4	3.825,4	3.825,4	3.825,4
JCP por ação	0,66	1,11	1,73	2,43	3,21	4,21	4,71	5,01	5,19
Custo de Capital Próprio (Ke)	11,79%	11,79%	11,79%	11,79%	11,79%	11,79%	11,79%	11,79%	11,79%
Períodos (n)		1	2	3	4	5	6	7	8
Juros sobre o capital próprio a Valor Presente	-	1,00	1,39	1,74	2,05	2,41	2,42	2,30	20,13

Fonte: elaborado pelo autor

Como já mencionado ao longo do presente trabalho, o valor intrínseco pode ser obtido somando todos as expectativas de fluxos de caixa futuros aos acionistas, de forma que:

Tabela 12 – Resultados do modelo de dividendos descontados

Valor Intrínseco calculado da ação BPAC11	R\$ 33,43
Valor de mercado da ação BPAC11 em 02/10/2023	R\$ 31,07

Fonte: elaborado pelo autor

O valor intrínseco projetado para a ação obteve um resultado de aproximadamente 7,05% acima em relação ao valor de mercado corrente, via preço de fechamento em 02/10/2023 (S&P Capital IQ). A tabela 13 mostra a sensibilidade do valor projetado no modelo em relação às variáveis do custo de capital próprio (ke) e da taxa de crescimento de longo prazo (g) em caso de cenários alternativos.

Tabela 13 – Teste de estresse

	Taxa de Crescimento de Longo Prazo				
	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%	4,50%
10,79%	R\$ 34,87	R\$ 36,06	R\$ 37,28	R\$ 38,54	R\$ 39,83
11,29%	R\$ 33,01	R\$ 34,12	R\$ 35,27	R\$ 36,44	R\$ 37,65
Ke 11,79%	R\$ 31,33	R\$ 32,37	R\$ 33,43	R\$ 34,55	R\$ 35,68
12,29%	R\$ 29,77	R\$ 30,75	R\$ 31,75	R\$ 32,78	R\$ 33,84
12,79%	R\$ 28,35	R\$ 29,27	R\$ 30,21	R\$ 31,18	R\$ 32,18

Fonte: elaborado pelo autor

7. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O modelo, apesar de aplicar métodos quantitativos, não pode ser considerado totalmente objetivo, como aponta Damodaran (2012). Há um grau de subjetividade na elaboração das premissas utilizadas na construção das taxas de crescimento projetadas. Por conta da subjetividade envolvida, o modelo pode sofrer com vieses, a depender de quem está executando a modelagem, representando uma fragilidade.

Outra fragilidade do modelo consiste na dependência de dividendos constantes, onde empresas que optam por reinvestir a maior parte do seu lucro e decidem pagar uma quantidade mínima ou até mesmo nenhum provento não são adequadas para o modelo, tendo seu valor projetado fortemente penalizado. Isso não faz tanto sentido na prática, pois na realidade, que empresas que pagam poucos dividendos, tendem a reinvestir mais no seu negócio, pois, tomando uma unidade subtraída do payout, temos a taxa de reinvestimendo da empresa no seu próprio negócio.

O estudo buscou, como objetivo principal, demonstrar as principais ferramentas utilizadas na avaliação de empresas e determinar o valor intrínseco da ação BPAC11 e inferir se, dado o poder de projeção futura limitado do autor, a empresa está corretamente precificada, subprecificada ou superprecificada.

O valor intrínseco da ação unitária calculado foi de R\$ 33,43, frente ao seu valor de mercado de R\$ 31,07. O valor projetado para a ação obteve um resultado moderadamente superior ao seu valor de mercado (8,7%). Assumindo uma banda de flutuação para valores 10% maiores e menores ao preço de mercado para definir se o preço condiz com as previsões do mercado, faz-se correto dizer que o mercado precifica corretamente a ação.

Afirmar que a ação está corretamente precificada pelo mercado, implica dizer que o mercado compreende, em grande parte, o contexto que a empresa está inserida, isto é, o atual cenário macroeconômico e suas implicações para a empresa, bem a performance da empresa ante cenários macroeconômicos esperados no futuro pelos agentes econômicos. Também implica dizer que o mercado tem pleno conhecimento da dinâmica competitiva na indústria bancária, do efeito da inovação no setor e no recente aumento da competitividade, bem como assimila na precificação do ativo a provável entrada de novos competidores e está ciente dos esforços do principal órgão regulador da indústria bancária (Banco Central do Brasil) em reduzir as barreiras de entrada a novos competidores, dando mais dinamismo ao setor e beneficiando o consumidor.

O presente trabalho concluiu seu objetivo principal, que constituía na determinação do valor intrínseco da ação BPAC11. Além disso, referente ao objetivo secundário, a análise setorial bancária realizada forneceu contribuição na formação do conhecimento teórico e prático, contextualizando o panorama atual e demonstrando, de maneira abrangente, seus principais direcionadores.

Para trabalhos futuros, recomenda-se a exploração de outros métodos de valuation, tais como: o modelo de *valuation* por múltiplos e outras variações de fluxos de caixa descontados (fluxo de caixa livre ao acionista ou fluxo de caixa livre para a empresa).

REFERÊNCIAS

ALCARVA, Paulo. Banca 4-Revolução Digital. Fintechs, blockchain, criptomoedas, robotadvisers e crowdfunding. Leya, 2018.

ALVES, Aline; LAFFIN, Nathália Helena Fernandes. Análise das demonstrações financeiras. Porto Alegre: SAGAH, 2018.

ANBIMA. Segmentação do Sistema Financeiro Nacional – ANBIMA. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/regulacao/informe-de-legislacao/segmentacao-do-sistema-financeiro-nacional.htm>. Acesso em: 14 out. 2023.

ARAÚJO, Elisson Alberto Tavares; DO CARMO OLIVEIRA, Victor; SILVA, Wendel Alex Castro. CAPM em estudos brasileiros: uma análise da pesquisa. Revista de Contabilidade e Organizações, v. 6, n. 15, p. 95-122, 2012.

ASSAF NETO, Alexandre. Estrutura e Análise de Balanços – Um Enfoque Econômico Financeiro. 11º ed., Editora Atlas, São Paulo, 2015

ASSAF NETO, Alexandre. Mercado Financeiro. 14º ed., Editora Atlas, São Paulo, 2021

B3. Entenda a diferença entre as ações ON e PN! Disponível em: <<https://borainvestir.b3.com.br/tipos-de-investimentos/entenda-a-diferenca-entre-as-acoes-on-e-pn/>>. Acesso em: 09 fev. 2024

Banco BTG Pactual S.A. Formulário de Referência. Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/0afe1b62-e299-4dec-a938-763ebc4e2c11/17efce49-7dba-bd44-fe20-a1232cd89631?origin=1>>. Acesso em: 10 set. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Controle da Inflação. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao>>. Acesso em: 04/10/2023

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Portabilidade de crédito reduziu taxas de juros. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/695/noticia>>. Acesso em: 13 out. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Economia Bancária 2022. [s.l: s.n.]. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/reb2022p.pdf>>. Acesso em: 10 set. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução Nº 4.553, de 30 de janeiro de 2017. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50335/Res_4553_v1_O.pdf>

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL (BNDES). Open Finance. Disponível em:

<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/open-finance>. Acesso em: 25 out. 2023

BARBOSA, Roberto Rodrigues. Fintechs: A atuação das empresas de tecnologia de serviço financeiro no setor bancário e financeiro brasileiro. 2018.

BARRETO, Lucas Silva; PEREIRA, Vinicius Silva; PENEDO, Antonio Sergio Torres. Impacto dos investimentos em tecnologia sobre a rentabilidade do setor bancário brasileiro. *Future Studies Research Journal: Trends and Strategies*, v. 13, n. 1, p. 94-111, 2021.

BERGMANN, Daniel Reed et al. Evaluation of merger and acquisition processes in the Brazilian banking sector by means of an event study. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, v. 17, p. 1105-1115, 2015.

BRIGHAM, Eugene F.; EHRHARDT, Michael C. *Administração financeira: teoria e prática*. Cengage learning, 2023.

Centro de Estudos Quantitativos em Economia e Finanças (CEQEF) - Fundação Getulio Vargas (FGV). Banco de Dados. Disponível em: <<https://ceqef.fgv.br/banco-de-dados>>. Acesso em: 08 out. 2023.

Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Instrução CVM nº 457, de 19 de julho de 2007. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst457consolid.pdf>>. Acesso em: 03/10/2023

DA SILVA, Marcos Soares et al. Avaliação do processo de concentração-competição no setor bancário brasileiro. Banco Central do Brasil, 2014

DAMODARAN, A. Country Default Spreads and Risk Premiums. Disponível em: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html>. Acesso em: 10 out. 2023

DAMODARAN, Aswath. Historical Returns on Stocks, Bonds and Bills: 1928-2023. Disponível em: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html. Acesso em: 10 out. 2023

DAMODARAN, Aswath. Levered and unlevered betas by industry. 2023. Disponível em <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Acesso em: 09 out. 2023

DAMODARAN, Aswath. *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. John Wiley & Sons, 2012.

DE ARAÚJO, Carlos Alberto Gonçalves et al. Estratégia de fusão e aquisição bancária no brasil: evidências empíricas sobre retornos. *Contextus—Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, v. 5, n. 2, p. 7-19, 2007

DE SOUZA, Ailton Fernando (Ed.). Análise financeira das demonstrações contábeis na prática. Editora Trevisan, 2015.

EXAME. BTG Pactual (BPAC11) atinge R\$ 1 trilhão sob gestão e administração. Disponível em: <<https://exame.com/invest/mercados/btg-pactual-bpac11-atinge-r-1-trilhao-sob-gestao-e-administracao/>>. Acesso em: 14 out. 2023.

FAMA, Eugene F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. The journal of Finance, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.

FARIA JÚNIOR, João Adelino de; PAULA, L. F. Fusões e aquisições bancárias e a evolução da eficiência técnica dos maiores bancos privados no Brasil. http://www.anpec.org.br/encontro2009/inscricao_on/arquivos/000940cdeb9d0f2cdca003770c6f1bdd3ea.pdf. Acesso em, v. 22, n. 04, p. 2010, 2010

FEBRABAN. Pesquisa Febraban de Tecnologia Bancária 2023, volume 1. Disponível em: <<https://cmsarquivos.febraban.org.br/Arquivos/documentos/PDF/Imprensa%20-Pesquisa%20Febraban%20de%20Tecnologia%20bancária%20Volume%201.pdf>>. Acesso em: 26 set. 2023.

FEBRABAN. Pesquisa Febraban de Tecnologia Bancária 2023, volume 2. Disponível em: <<https://cmsarquivos.febraban.org.br/Arquivos/documentos/PDF/Pesquisa%20Febraban%20de%20Tecnologia%20Bancária%202023%20-%20Volume%202.pdf>>. Acesso em: 26 set. 2023.

Fintech Report 2023 - Distrito. Disponível em: <<https://materiais.distrito.me/report/fintech-report>>. Acesso em: 15 out. 2023.

FRABASILE, D. O JCP vai acabar? Veja as diferenças entre JCP e dividendos, e o que pode mudar para o investidor. Disponível em: <<https://borainvestir.b3.com.br/tipos-de-investimentos/renda-variavel/acoes/o-jcp-vai-acabar-entenda-a-diferenca-entre-jcp-e-dividendos-e-o-que-pode-mudar-para-o-investidor/>>. Acesso em: 17 out. 2023.

G1. Brasil decreta emergência sanitária por causa do novo coronavírus. Disponível em: <<https://g1.globo.com/jornal-nacional/noticia/2020/02/04/brasil-decreta-emergencia-sanitaria-por-causa-do-novo-coronavirus.ghtml>>. Acesso em: 8 out. 2023.

GIANFRATE, Gianfranco; VINCENZI, Roberto. How Do Analysts Value Banks? An Empirical Analysis. Bancaria Editrice, v. 2, p. 32-46, 2014.

Governo Federal. Ministério da Saúde declara fim da Emergência em Saúde Pública de Importância Nacional pela Covid-19. Disponível em: <<https://www.gov.br/saude/pt-br/assuntos/noticias/2022/abril/ministerio-da-saude-declara-fim-da-emergencia-em-saude-publica-de-importancia-nacional-pela-covid-19>>. Acesso em: 10 set. 2023.

GROSSMAN, Sanford J.; STIGLITZ, Joseph E. On the impossibility of informationally efficient markets. The American economic review, v. 70, n. 3, p. 393-408, 1980.

GUIMARÃES, Olavo. Concorrência bancária e o Open Banking no Brasil. Revista de Defesa da Concorrência, v. 9, n. 1, p. 125-147, 2021.

GUPTA, S., Raychaudhuri, A., & Haldar, S. (2018). Information technology and profitability: evidence from Indian banking sector. *International Journal of Emerging Markets*, 13(5), 1070-1087. doi: 10.1108/ijoem-06-2017-0211.

HORTA, Guilherme Tinoco de Lima; GIAMBIAGI, Fabio. *Perspectivas DEPEC 2018: o crescimento da economia brasileira 2018-2023*. 2018.

IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. PIB cresce 1,9% no primeiro trimestre, impulsionado pela agropecuária. Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-noticias/2012-agencia-de-noticias/noticias/37030-pib-cresce-1-9-no-primeiro-trimestre-impulsionado-pela-agropecuaria>. Acesso em: 10 out. 2023.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA). Desempenho do PIB no primeiro trimestre de 2023 | Carta de Conjuntura. Disponível em: <https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2023/06/desempenho-do-pib-no-primeiro-trimestre-de-2023/>. Acesso em: 11 set. 2023.

IPEA DATA. EMBI + Risco-Brasil. 2023. Disponível em <http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>. Acesso em: 10 set. 2023.

LEVINE, Ross. Financial development and economic growth: views and agenda. *Journal of economic literature*, v. 35, n. 2, p. 688-726, 1997.

LIMA, G. T. Evolução recente da regulação bancária no Brasil. *Temas de Economia Internacional*, Ministério da Fazenda, Secretaria de Assuntos Internacionais. Brasília: dezembro de 2003.

PARTYKA, Raul Beal; LANA, Jeferson; GAMA, Marina Amado Bahia. Um olho no peixe e outro no gato: como as fintechs disputam espaço com os bancos em época de juros baixos. *Administração: Ensino e Pesquisa*, v. 21, n. 1, p. 146-180, 2020.

PORTER, Michael E. The five competitive forces that shape strategy. *Harvard business review*, v. 86, n. 1, p. 78, 2008.

POVOA, Alexandre. *Valuation*. Elsevier Brasil, 2012.

PRICEWATERHOUSECOOPERS. Conquistando a maturidade. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/setores-atividade/financeiro/2022/pesquisa-de-credito-digital.html>. Acesso em: 15 out. 2023.

RECH, Munique et al. A Estratégia de Captação de Receitas Bancárias: uma análise de três instituições financeiras brasileiras. In: XVII Mostra de Iniciação Científica, Pós-graduação, Pesquisa e Extensão. 2017.

ROSS, Stephen A. et al. *Administração financeira*. AMGH Editora, 2015.

RUBIK, EDUARDO MEDEIROS; COSTA, KARINE VIVIANE ANDRADE.

Algumas relações entre a SELIC-over e o CDI. Ciências Sociais Aplicadas em Revista, v. 8, n. 15, p. 159-159, 2008.

S&P Capital IQ. Banco BTG Pactual S.A. (BOVESPA:BPAC11). Disponível em: <<https://www.capitaliq.com/CIQDotNet/company.aspx?companyId=947044>>. Acesso em: 10 out. 2023.

SANVICENTE, A. Z. Estimativas do equity risk premium para o mercado brasileiro de capitais. CEQEF/FGV, 2017.

SASAZAKI, Roger Keiti. O papel das fintechs na inclusão financeira no Brasil. 2023. Tese de Doutorado.

SERRA, Ricardo Goulart; WICKERT, Michael. Valuation: guia fundamental e modelagem em Excel®. São Paulo-SP: Grupo GEN, 2019.

SILVA, Everton Nunes da; PORTO JÚNIOR, Sabino da Silva. Sistema financeiro e crescimento econômico: uma aplicação de regressão quantílica. Economia aplicada, v. 10, p. 425-442, 2006.

STOWE, John et al. Equity Asset Valuation. Hoboken: Wiley, 2010

TONOOKA, E. K. e KOYAMA, S. M (2003). Taxa de juros e concentração Bancária no Brasil. Série Trabalhos para Discussão do BACEN, n. 62, 2003

VALOR ECONÔMICO. BTG Pactual Empresas é eleito o melhor banco para PMEs do mundo. Disponível em: <<https://pipelinevalor.globo.com/patrocinado/btg-pactual/noticia/btg-pactual-empresas-e-eleito-o-melhor-banco-para-pmes-do-mundo.ghtml>>. Acesso em: 15 out. 2023.

VIVES, Xavier. The impact of FinTech on banking. European Economy, n. 2, p. 97-105, 2017.

World Bank. World Bank Commodities Price Data (The Pink Sheet). Disponível em: <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/5d903e848db1d1b83e0ec8f744e55570-0350012021/related/CMO-Pink-Sheet-October-2023.pdf>. Acesso em: 04 out. 2023.

Yahoo!. Bitcoin USD (BTC-USD). Disponível em: <<https://finance.yahoo.com/quote/BTC-USD/>>. Acesso em: 10 out. 2023

**ANEXO A – Demonstração do Resultado de Exercício (DRE) Resumida –
Resultado Bruto por segmento de negócio.**

BTG Pactual S.A.										
Resultado Bruto por Segmento (R\$, em milhões)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Investment Banking	459	456	383	367	367	464	949	1327	2310	1846
Corporate & SME Lending	765	675	983	877	790	849	814	1591	2595	2736
Sales & Trading	1730	2966	4806	2817	2389	1539	2801	3117	4288	5308
Asset Management	1172	1378	1252	540	486	717	868	1013	1186	1554
Wealth Management & Consumer Banking	385	393	1454	2408	369	472	610	850	1526	2533
Principal Investments	871	-424	548	-30	15	691	1290	730	693	360
Participations	-124	-80	6	-113	-16	5	467	362	472	328
Interest and other	637	1186	1648	1932	1127	615	534	313	831	2582
Receita Total	5896	6552	11081	8797	5527	5353	8333	9304	13901	17247
Bônus	-946	-836	-1599	-806	-746	-685	-1128	-1333	-2019	-1997
Despesas de retenção	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Salários e benefícios	-494	-695	-1386	-1637	-529	-615	-673	-909	-1230	-1785
Administrativas e outras	-630	-883	-1430	-1708	-853	-841	-999	-1056	-1485	-2166
Amortização de ágio	-192	-161	-209	-244	-280	-147	-125	-64	-253	-839
Despesas tributárias, exceto imposto de renda	-267	-155	-430	-371	-244	-273	-436	-440	-733	-968
Despesas operacionais totais	-2528	-2730	-5054	-4766	-2651	-2560	-3362	-3802	-5719	-7756
Lucro antes dos impostos	3368	3822	6027	4032	2876	2793	4971	5501	8181	9491
Imposto de renda e contribuição social	-698	-453	-404	-623	-492	-432	-1143	-1525	-1839	-1649
Lucro líquido	2670	3369	5623	3409	2384	2361	3828	3976	6342	7842

Fonte: BTG Pactual (2023)

APÊNDICE A – Demonstração do Resultado de Exercício (DRE) do Banco BTG Pactual S.A. Projetada.

BTG Pactual S.A. (R\$, em milhões)	Primeiro estágio: alto crescimento					Segundo estágio: rumo à perpetuidade			
	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Receitas de Intermediação Financeira	71.406	87.432	108.091	134.743	169.552	202.496	224.212	234.911	243.283
Operações de Crédito	28.967	32.153	35.385	38.605	41.751	44.858	48.038	50.307	52.068
Resultado com títulos e valores mobiliários e instrumentos financeiros derivativos	40.796	53.443	70.705	93.967	125.446	155.083	173.402	181.595	187.951
Despesas da intermediação financeira	- 53.167	- 56.987	- 65.298	- 78.975	- 97.980	- 119.262	- 132.154	- 138.461	- 140.911
Operações de captação no mercado	- 35.153	- 36.721	- 39.994	- 47.160	- 57.648	- 70.874	- 78.474	- 82.219	- 85.096
Resultado de operações de câmbio	1.201	1.243	1.286	1.331	1.378	1.426	1.476	1.546	1.600
Operações de empréstimos e repasses	- 14.848	- 16.612	- 20.537	- 25.601	- 32.215	- 38.474	- 42.600	- 44.633	- 48.657
Provisão para perdas associadas ao risco de crédito	- 4.367	- 4.896	- 6.053	- 7.546	- 9.495	- 11.340	- 12.556	- 13.155	- 8.758
Resultado bruto da intermediação financeira	18.239	30.445	42.793	55.767	71.572	83.234	92.058	96.450	102.372
Outras receitas / (despesas) operacionais	- 6.604	- 10.177	- 13.085	- 16.216	- 21.878	- 27.479	- 31.043	- 32.533	- 35.164
Receitas de prestação de serviços	8.401	9.619	10.941	12.364	13.878	15.354	16.442	17.219	17.821
Despesas de pessoal	- 2.938	- 5.596	- 6.702	- 7.411	- 9.156	- 10.935	- 12.107	- 12.685	- 13.137
Outras despesas administrativas	- 8.830	- 11.104	- 13.403	- 16.169	- 20.177	- 24.097	- 26.681	- 27.954	- 28.951
Despesas tributárias	- 1.628	- 1.486	- 1.838	- 2.291	- 2.882	- 3.442	- 3.812	- 3.993	- 4.136
Resultado de participações em controladas e coligadas	748	838	943	1.064	1.206	1.312	1.393	1.459	1.510,1
Outros resultados operacionais	- 1.958	- 1.486	- 1.838	- 2.291	- 2.882	- 3.442	- 3.812	- 3.993	- 4.136
Despesas de provisões	- 399	- 962	- 1.189	- 1.482	- 1.865	- 2.227	- 2.466	- 2.584	- 4.136
Resultado operacional	11.235	19.306	28.519	38.069	47.829	53.528	58.548	61.333	63.479
Resultado não operacional	245	254	263	272	281	291	302	312	323
Resultado antes da tributação sobre o lucro e participações	11.481	19.560	28.782	38.341	48.111	53.819	58.849	61.645	63.802
Imposto de renda e contribuição social	- 1.581	- 3.325	- 4.893	- 6.518	- 8.179	- 9.149	- 10.004	- 10.480	- 10.846
Participações estatutárias no lucro	- 2.059	- 3.384	- 4.979	- 6.633	- 8.323	- 9.311	- 10.181	- 10.665	- 11.038
Participações de acionistas não controladores	- 398	- 685	- 1.007	- 1.342	- 1.684	- 1.884	- 2.060	- 2.158	- 2.233
Lucro líquido do exercício	7.842	12.166	17.902	23.848	29.925	33.476	36.604	38.343	39.685
BPAC11 - Total de unidades (em milhões)	3.835	3.835	3.835	3.835	3.835	3.835	3.835	3.835	3.835
Lucro líquido por ação	2,0	3,2	4,7	6,2	7,8	8,7	9,5	10,0	10,3
Dividendos									
Juros Sobre Capital Próprio	2.515	4.258	6.624	9.301	12.269	16.113	18.033	19.171	19.843
Payout Ratio	32%	35%	37%	39%	41%	48%	49%	50,0%	50,0%

Fonte: elaborado pelo autor

APÊNDICE B – Modelo de Dividendos Descontados

Modelo de Dividendos Descontados (R\$, em milhões)	2022A	Alto Crescimento				Rumo à perpetuidade			
		2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Juros sobre o capital próprio (JCP)	2.515	4.258	6.624	9.301	12.269	16.113	18.033	19.171	19.843
Payout Ratio	32%	35%	37%	39%	41%	48%	49%	50%	50%
BPAC11 - Total de unidades	3.825,4	3.825,4	3.825,4	3.825,4	3.825,4	3.825,4	3.825,4	3.825,4	3.825,4
JCP por ação	0,66	1,11	1,73	2,43	3,21	4,21	4,71	5,01	5,19
Custo de Capital Próprio (Ke)	11,79%	11,79%	11,79%	11,79%	11,79%	11,79%	11,79%	11,79%	11,79%
Períodos (n)		1	2	3	4	5	6	7	8
Juros sobre o capital próprio a Valor Presente	-	1,00	1,39	1,74	2,05	2,41	2,42	2,30	20,13

Valor Intrínseco calculado da ação BPAC11	R\$ 33,43
Valor de mercado da ação BPAC11 em 02/10/2023	R\$ 31,07

Fonte: elaborado pelo autor

APÊNDICE C – Informações adicionais sobre código de ações listadas

Tabela 14 – Informações adicionais sobre os códigos das ações listadas em bolsa

Tipo de Ação	Definição
Ordinária	Concede direito a voto em assembleias de acionistas
Preferencial	Concede recebimento de dividendos em valor superior ao das ações ordinárias, bem como prioridade no recebimento dos mesmos
Código (exemplo)	Definição
XXXX	04 letras maiúsculas que representam o nome do emissor
XXXXY	número que representa o tipo de ação
Y	Tipo de Ação
3	Ordinária
4	Preferencial
11	“Units”, reúnem mais de um valor mobiliário em um só ²

Fonte: B3, elaboração própria.

² No caso da ação BPAC11, representa duas ações preferenciais e uma ordinária (de forma que: $4 + 4 + 3 = 11$), configurando uma “unit”, duas classes de ativos mobiliários diferentes em um ativo só.