

## Revisão de tese com recomendação de Compra

### Atualização para Compra; mais do que apenas um player de ações

Desde que publicamos nosso relatório temático em novembro do ano passado, reforçando a diversificação/resiliência do modelo de negócios da B3 e como as “ações brasileiras” perderam relevância nos resultados da empresa nos últimos anos, temos pensado na ideia de elevar nossa recomendação. A prova de nosso crescente otimismo foi nossa decisão de incluir a ação na carteira 10SIM em fevereiro e mantê-la lá em março. Agora, dada a decisão favorável de ontem sobre a amortização fiscal do ágio (que detalhamos mais abaixo) e o fato de que a ação ficou praticamente estável no acumulado do ano (+3%, desempenho inferior ao da XP, por exemplo, que subiu 20% no acumulado do ano em dólar), estamos oficialmente elevando nossa recomendação de B3 para Compra. Dito isso, nossas estimativas e o preço-alvo de R\$13,5 permanecem os mesmos, sugerindo um potencial de valorização de ~30% em relação ao último preço de fechamento (além de um yield de dividendos/buyback de ~10%).

### Reduzindo os riscos das disputas fiscais de ágio

Em janeiro, tivemos a chance de receber o CFO Andre Milanez para um dia de reuniões com investidores locais no Rio de Janeiro. Entre outros tópicos, ele passou uma mensagem positiva sobre as disputas legais em andamento na B3. É importante lembrar que a B3 vem lidando recentemente com cinco casos relacionados especificamente ao ágio do M&A da BM&F e Bovespa. Os dois primeiros casos foram perdidos por empate de votos no CARF (Conselho Administrativo de Recursos Fiscais). O terceiro caso foi ganho no CARF em 24/02/2014, levando à sua resolução definitiva e estabelecendo um precedente favorável para os demais casos. O quarto caso, que estava sendo analisado pela câmara superior do CARF até o momento, também recebeu uma decisão favorável. Durante as reuniões no Rio, já sentimos que Milanez estava mais otimista nessa frente, transmitindo a mensagem de que uma vitória no quarto caso melhoraria significativamente as perspectivas para o último caso (#5; que ainda não foi julgado). O fato é que as notícias positivas chegaram mais cedo do que os mais otimistas esperavam.

Valuation	2022	2023	2024	2025E	2026E
RoIC (EBIT) %	32,8	30,2	35,7	40,5	43,0
EV/EBITDA	11,1	12,5	7,9	7,5	7,1
P/L	15,5	17,7	11,4	11,3	11,7
Dividend Yield %	3,7	2,7	3,6	8,0	7,7
Resumo Financeiro (R\$ milhões)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Receita	9.092	8.930	9.507	9.993	10.504
EBITDA	6.608	6.334	6.731	7.047	7.393
Lucro Líquido	4.944	4.608	4.877	5.028	4.861
LPA (R\$)	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80
DPA Líquido (R\$)	0,50	0,40	0,40	0,80	0,80
(Dívida Líquida)/Caixa	3.290	2.506	2.654	3.536	4.114

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no últimos preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 10,50 em 12 de março de 2025.

Rating  
**COMPRA**

#### Sumário

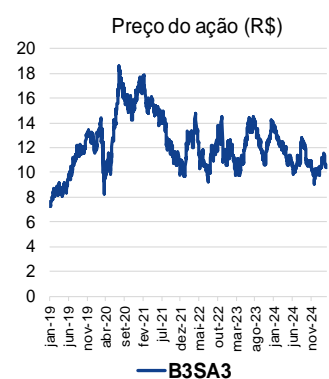
Ticker	B3SA3
Preço Alvo (R\$)	13,5
Preço (R\$)	10,5
Listagem	Novo Mercado
Market Cap. (R\$ mn)	55.284,65
Vol. Méd. 12M (R\$ mn)	567,02
Atualização Preço-alvo	18/11/2024

#### Valuation:

	2025E	2026E
P/L	11,3x	11,7x
EV/EBITDA	7,5x	7,1x

#### Performance:

Março (%)	1,0%
LTM (%)	-15,8%



#### Analistas

##### Eduardo Rosman

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

##### Thiago Paura

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

##### Ricardo Buchpiguel

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

##### Bruno Henriques

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

### **Mais sobre a decisão favorável**

Na noite de ontem, a B3 publicou uma nota de mercado informando que o CARF decidiu por unanimidade a favor da empresa (8 x 0 – o caso anterior foi vencido por 7 x 1), cancelando definitivamente a autuação fiscal emitida pela Receita Federal. A autuação questionava a amortização do ágio decorrente da aquisição da Bovespa Holding S.A. pela B3, em maio de 2008, nos exercícios fiscais de 2014 a 2016. O valor atualizado da autuação, em 31 de dezembro de 2024, era de aproximadamente R\$5,8 bilhões. Dado que o risco de perda do processo foi considerado “possível” (o que significa que não há provisões registradas no balanço patrimonial), a decisão não terá impacto nas finanças da B3. Essa decisão não está sujeita a recurso no judiciário e confirma o entendimento da B3 de que o ágio foi criado em estrita conformidade com a legislação fiscal.

### **Os valores em discussão foram reduzidos em ~80% desde o início de 2024**

Esse caso foi o maior em análise. Com essa decisão e a sentença do ano passado, o risco e o valor em disputa com relação às contingências fiscais do ágio caíram significativamente. A B3 iniciou o ano de 2024 com ~R\$14 bilhões em potenciais demandas (todas consideradas possíveis – portanto, sem provisões para perdas no balanço) relacionadas a esse assunto e, em março de 2025, reduziu esse valor para R\$5,3 bilhões (sendo R\$2,2 bilhões de multas, que são desconsideradas em caso de perda por empate, o que significa que o valor líquido em risco é de “apenas” R\$3 bilhões – uma redução de 78% em relação ao início de 2024). Para nós, isso representa um grande evento/gatilho de redução de risco, especialmente para os investidores estrangeiros que acompanham a B3 de perto e têm perguntado constantemente sobre essa questão ao longo dos anos sem uma resposta clara (já que é difícil prever tal assunto).

### **Recomendação de Compra**

Conforme mencionado anteriormente, após uma longa ausência, incluímos a B3 em nossa 10SIM em fevereiro e a mantivemos em março. Como destacamos em nossos últimos relatórios, dada a diversificação e a diluição significativa das receitas de “ações” nos últimos anos, a B3 parece estar muito próxima das “mínimas” em termos de resultados (os números do 4T refletem isso, em nossa opinião – a B3 registrou R\$ 1,2 bilhão em lucro líquido no 4T). Mas, apesar da melhoria da “qualidade” de seus resultados, a ação continua sendo negociada a múltiplos historicamente baixos, ao mesmo tempo em que oferece um yield de retorno de capital esperado (dividendos + recompras) de ~10%, o que a torna uma ação um tanto “defensiva” entre os nomes de “beta mais alto” no Brasil. Apesar do crescente ruído sobre a concorrência nos últimos meses (que sentimos que ainda levará tempo para se materializar), a administração da B3 tem enviado uma mensagem construtiva para 2025. Não sabemos quando a expansão de múltiplos ocorrerá ou quando os volumes surpreenderão, mas a assimetria nos parece inclinada para o lado positivo. Portanto, acreditamos que finalmente chegou a hora de levar as coisas para o próximo nível. Temos uma recomendação de Compra.

## Informações importantes

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

## Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

- (i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso;
- (ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas aqui ou vinculados ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

## Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição. Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes:

- (i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes; (ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão; (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis; (iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual.

Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório. Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão. Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual. A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação. Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial. Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório. Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou não ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação. O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse: [www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)