



Banco do Brasil

O Guidance Sugere um Crescimento do LPA de 17% A/A em 2022

Banco do Brasil (BBAS3)

O *Guidance* Sugere um Crescimento do LPA de 17% A/A em 2022

Henrique Navarro; Arnon Shirazi; Anahy Rios

Compra

Preço-Alvo: R\$ 44,00

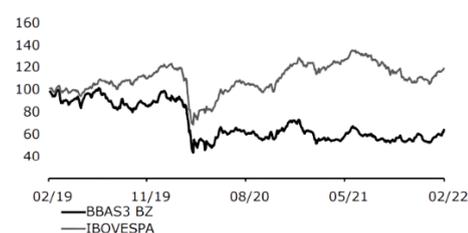
Reiteramos a nossa recomendação de “Compra” com base em expectativas de um desempenho positivo à frente. Reiteramos a nossa recomendação de “Compra” para o Banco do Brasil e elevamos nosso preço-alvo para o fim de 2022 para R\$ 44,00 (vs. R\$ 41,00), o que implica um retorno total (incluindo o *dividend yield* de 2022E) de 33,7%. Atualizamos as nossas estimativas (i) seguindo um forte conjunto de resultados do 4T21, em que o banco reportou números acima do *guidance* de 2021 e (ii) seguindo o *guidance* de 2022, o que implica um aumento de 17% em relação ao ano anterior na estimativa de lucros para 2022 (18% acima da nossa estimativa anterior). Assim, revisamos a nossa projeção do ROAE de longo prazo para 13,5% (anteriormente em 12,5%), refletindo o foco do banco em aumentar a sua lucratividade.

Guidance de crescimento de empréstimos em linha com pares privados. O Banco do Brasil anunciou recentemente o *guidance* para 2022, o que implica um crescimento de 17% A/A na sua lucratividade em 2022, apoiado por um crescimento de 10,4% A/A dos empréstimos, com provisões seguindo o mesmo caminho. No passado, embora o banco tenha sido mais conservador do que seus pares privados ao fornecer estimativas para o ano seguinte, desta vez o seu *guidance* de crescimento de empréstimos estava em linha com os pares. Observamos, no entanto, que o Banco do Brasil se beneficia de um *mix* de portfólios historicamente defensivos, o que garantiu menor inadimplência no passado. Embora o banco esteja caminhando para apresentar margens mais altas, segundo a gestão, a qualidade controlada dos ativos permite que o Banco do Brasil crie menos provisão do que seus pares, beneficiando, em última análise, o lucro líquido. Recentemente, revisamos nossas estimativas de lucro líquido para 2022E dos seus pares, Itaú Unibanco e Bradesco, em +6% e -2%, respectivamente.

Um payout de 40% implica um *dividend yield* de 9,7% para 2022E. Seguindo o *guidance* da sua administração para 2022, assumimos um *payout* de dividendos de 40% para 2022E e 2023E, levando a um sólido *dividend yield* de 9,7% e 10,5% para 2022E e 2023E, respectivamente, aumentando assim o retorno total do Banco do Brasil.

Este desconto é justificado? Atualmente, o Banco do Brasil está negociando a 4,1x P/L (2022E) e 0,7x P/VPA (2022E) vs. sua média dos últimos 5 anos de 5,7x e 0,8x, respectivamente. Embora reconheçamos que as companhias abertas estão mais sujeitas

Desempenho de Preços (R\$)



à volatilidade durante os anos eleitorais, não acreditamos que isso justifique o Banco do Brasil estar sendo negociado com esse nível de desconto em relação aos níveis históricos. Dessa forma, o banco está atualmente negociando 10% abaixo dos múltiplos de 2016, quando estava em uma posição pior, ao nosso ver, dada a combinação de um cenário político instável e de maior interferência do governo nos negócios do banco.

Banco do Brasil

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

	2021A	2022E	2023E
P&L Account			
Net Interest Income	59,305	67,110	72,380
Fees and Commissions	29,343	31,112	32,709
Other Revenues	(12,163)	(10,999)	(11,921)
Revenues	88,649	98,222	105,090
Provisions	(13,108)	(14,581)	(15,545)
Non-Interest Expenses	(32,026)	(33,948)	(35,136)
Profit Before Taxes	31,352	38,694	42,487
Net Profit	21,021	24,495	26,554
Adj Net Profit	19,710	24,495	26,554
Balance Sheet			
Securities	350,181	350,181	350,181
Loans (Gross)	784,796	859,879	942,098
Loans (Net)	740,130	814,198	894,642
Total Assets	1,932,533	2,075,763	2,225,931
Deposits	697,238	746,167	798,499
Shareholders' Equity	131,867	147,131	155,637
Tangible Equity	131,867	147,131	155,637
Common Equity Tier 1	111,338	0	138,947
Risk Weighted Assets	932,461	(0)	1,056,152
Key Ratios (%)			
NIM	3.80	3.94	3.97
Risk Adj NIM	2.96	3.08	3.11
Cost of Risk (bp)	6	6	5
C/I Ratio	36.1	34.6	33.4
Tax rate	19.4	24.0	25.0
ROE (%)	16.0	17.6	17.5
RoTE (%)	16.0	17.6	17.6
RoCET1 (%)	18.3	44.0	38.2
ROA (%)	1.1	1.2	1.2
NPL Ratio	1.8	2.1	2.0
Loans / Deposits	112.6	115.2	118.0
RWA / Total Loans	118.8	(0.0)	112.1
Coverage Ratio	325.0	251.2	252.0
Core Tier 1 Ratio	11.9	12.2	13.6

Fontes: Dados da Empresa e Estimativas Santander.

Mudanças de Estimativas

Revisamos as nossas estimativas para o Banco do Brasil após a divulgação dos resultados do 4T21 e do *guidance* para 2022. Também incorporamos em nosso modelo as novas estimativas de inflação, de taxa de juros e de crescimento do PIB da nossa equipe de macroeconomia.

Crescimento dos empréstimos: Em linha com a mediana do *guidance* do Banco do Brasil, esperamos um crescimento de 10,4% A/A em 2022E, impulsionado principalmente por maiores empréstimos para o varejo e para o setor rural, com o atacado logo atrás.

Qualidade dos ativos: Esperamos uma leve deterioração de 30 bps do NPL de 90 dias em 2022, em decorrência do setor de varejo, à medida que o banco aumenta a penetração na sua frente de maior rendimento. Dito isso, estimamos um crescimento de provisões de 11% A/A em 2022E, em linha com o *guidance*, levando a uma taxa de cobertura de 251%.

Receita de tarifas: Esperamos que o Banco do Brasil apresente tarifas bancárias 6% mais altas A/A em 2022E e 5% em 2023E, beneficiando-se principalmente de tarifas de empréstimos e de *asset management*.

Despesas não decorrentes de juros: Estimamos um aumento de 6% A/A nas despesas administrativas em 2022E, como consequência da maior inflação nas despesas pessoais e operacionais.

Lucro líquido: Essas tendências devem resultar em um lucro líquido de R\$ 24,4 bilhões, implicando um ROAE de 17,6% em 2022E, conforme as nossas estimativas.

Figura 1. *Guidance* para 2022 do Banco do Brasil vs. estimativas do Santander (% A/A, a não ser que esteja especificado o contrário)

Banco do Brasil	2022 Guidance			Santander Estimates	Santander Estimates vs. Middle
	Low	Middle	High		
Adjusted Net Income	R\$23.0 bn	R\$24.5 bn	R\$26.0 bn	R\$24.4 bn	-0%
Net Interest Income	+11.0%	+13.0%	+15.0%	+13.0%	+0 bps
Loan Portfolio ^{(1) (2)}	+8.0%	+10.0%	+12.0%	+10.4%	+0 p.p.
Retail ⁽³⁾	+10.0%	+12.0%	+14.0%	+11.9%	-0 p.p.
Wholesale ⁽⁴⁾	+3.0%	+5.0%	+7.0%	+4.6%	-0 p.p.
Rural	+10.0%	+12.0%	+14.0%	+12.0%	+0 p.p.
Fee income	+4.0%	+6.0%	+8.0%	+6.0%	+0 bps
Administrative Expenses	+4.0%	+6.0%	+8.0%	+6.0%	+0 bps
Provisions (expanded)	R\$13.0 bn	R\$14.5 bn	R\$16.0 bn	R\$14.6 bn	R\$0.1 bn

Fontes: Dados da companhia e estimativas do Santander.

Figura 2. Banco do Brasil: Mudanças de Estimativas (Lucros e Prejuízos – em milhões de R\$, a não ser que esteja especificado o contrário)

	2021A		2022E			2023E			YoY	
		Prev	Curr	Δ%	Curr	Curr	Δ%	'22	'23	
Profit & Loss (R\$m)										
Net Interest Income	59,305	63,270	67,110	6%	61,447	72,380	18%	13%	8%	
Provision Expenses	(13,108)	(14,922)	(14,581)	-2%	(14,163)	(15,545)	10%	11%	7%	
Banking Fees	29,343	29,888	31,112	4%	30,875	32,709	6%	6%	5%	
Tax expenses on revenues	(5,001)	(5,478)	(5,541)	1%	(5,429)	(5,928)	9%	11%	7%	
Operational Expenses	(32,742)	(33,338)	(34,733)	4%	(33,559)	(36,001)	7%	6%	4%	
Personnel	(20,210)	(21,024)	(21,423)	2%	(21,366)	(22,173)	4%	6%	3%	
Administrative	(11,816)	(11,536)	(12,525)	9%	(11,420)	(12,963)	14%	6%	3%	
Tax	(716)	(778)	(785)	1%	(772)	(865)	12%	10%	10%	
Other components results	(6,692)	(7,754)	(4,941)	-36%	(7,763)	(5,406)	-30%	-26%	9%	
Non-Operating Revenues / Expenses	246	244	268	10%	252	278	10%	9%	3%	
Income Before Taxes	31,352	31,909	38,694	21%	31,660	42,487	34%	23%	10%	
Income taxes	(6,080)	(6,859)	(9,287)	35%	(6,777)	(10,622)	57%	53%	14%	
Provision for Profit Sharing	(2,645)	(2,657)	(2,931)	10%	(2,633)	(3,136)	19%	11%	7%	
Minority Interest	(1,606)	(1,558)	(1,981)	27%	(1,546)	(2,176)	41%	23%	10%	
Recurring Net Income	21,021	20,835	24,495	18%	20,704	26,554	28%	17%	8%	
Consensus (vs. Cons.)			21,582	13%		22,975	16%			
Other metrics										
Recurring EPS (R\$)	7.34	7.27	8.55	18%	7.23	9.27	28%	51%	17%	
DPS (R\$)	2.63	2.91	3.42	18%	2.89	3.71	28%	79%	30%	
ROAE (%)	17.1%	14.4%	17.6%	+3.2 p.p.	13.8%	17.5%	+3.7 p.p.	+5.0 p.p.	+0.5 p.p.	
NIM before provisions (%)	3.8%	3.5%	3.9%	+40 bps	3.2%	4.0%	+80 bps	-40 bp	10 bp	
Tax rate (%)	19.4%	21.5%	24.0%	+2.5 p.p.	21.4%	25.0%	+3.6 p.p.	+4.1 p.p.	+4.6 p.p.	
Loan growth (YoY %)	15.1%	7.0%	9.6%	+2.6 p.p.	7.1%	9.6%	+2.5 p.p.	+5.4 p.p.	-5.5 p.p.	
Loan loss reserve / Avg. Loans (%)	6.1%	5.9%	5.6%	-30 bps	5.5%	5.3%	-20 bps	-80 bp	-50 bp	
Coverage ratio (%)	325%	267%	251%	-15.6 p.p.	261%	252%	-8.9 p.p.	-23 bps	-74 bps	

Fontes: Dados da companhia e estimativas do Santander.

Valuation

Avaliamos o banco utilizando um modelo de *valuation* de renda residual de três estágios, com um custo terminal de capital próprio de 15,0%. Para a primeira fase, ou seja, de 2022 a 2024, e para a segunda fase, ou seja, de 2025 a 2028, assumimos um ROAE médio de 14% e *dividend payout* de 40%. Por fim, ao prevermos a perpetuidade (2029 em diante), usamos uma taxa de crescimento terminal de 5,5% para um ROE perpétuo de 14%. Em última análise, essas premissas nos levaram a aumentar o nosso preço-alvo de 2022 de R\$ 41,00 para R\$ 44,00, o que implica múltiplos P/L e P/VPA de 2022 de 4,1x e 0,7x, respectivamente, oferecendo um retorno potencial de 24,2% em relação ao preço atual das suas ações, além do *dividend yield* estimado de 9,7% e 10,5% para 2022E e 2023E, respectivamente, implicando um retorno total de 33,7% em 2022E e apoiando a nossa recomendação de “Compra”.

Figura 3. Pressupostos do *valuation* do Banco do Brasil (em milhões de R\$, a não ser que esteja especificado o contrário)

Valuation	R\$ mn
Shareholders' Equity 2022E	147,131
PV of Residual Income (1st-stage)	3,331
PV of Residual Income (2nd-stage)	(5,606)
PV of Terminal Value	(18,941)
Equity Fair Value	125,916
Dividends 2022E	9,798
Dec. 2022 TP (R\$)	44.00
Current price (R\$)	35.42
2022 upside / downside	24.2%

Fontes: Estimativas do Santander e Bloomberg.

Figura 4. Análise de Sensibilidade Ke-ROE para o Preço-Alvo do Banco do Brasil, em R\$, a não ser que seja especificado o contrário

2022E TP Sensitivity analysis (Ke vs Sustainable ROE)					
	Ke				
	13.0%	14.0%	15.0%	16.0%	17.0%
11.5%	46	40	35	32	28
12.5%	52	45	40	35	32
13.5%	59	50	44	39	35
14.5%	65	56	48	43	38
15.5%	71	61	53	46	41

As a % of Changes to Our Target Price					
	Ke				
	13.0%	14.0%	15.0%	16.0%	17.0%
11.5%	5%	-9%	-20%	-27%	-36%
12.5%	18%	2%	-9%	-20%	-27%
13.5%	34%	14%	0%	-11%	-20%
14.5%	48%	27%	9%	-2%	-14%
15.5%	61%	39%	20%	5%	-7%

Fonte: Estimativas do Santander.

Riscos

Os riscos de queda incluem: (i) um potencial enfraquecimento da economia brasileira devido aos atuais altos índices de endividamento das famílias no país, impactando o crescimento do sistema de empréstimos e, conseqüentemente, o potencial de volume do Banco do Brasil; (ii) cenário econômico se deteriorando substancialmente, fazendo com que as taxas de inadimplência superem a nossa expectativa de retorno aos níveis pré-COVID; e (iii) uma ameaça competitiva vinda das *fintechs* acima do esperado, ou seja, indo além das taxas e afetando as concessões de crédito.

Comunicado Importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários).

Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão, veracidade das informações aqui contidas.

Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos.

As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equívocas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem nossa opinião na data de sua emissão e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório.

O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 20").

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

A fim de atender à exigência regulatória prevista na Resolução CVM 20, segue declaração do analista:

Nós, **Henrique Navarro, Arnon Shirazi e Anahy Rios**, analistas de valores mobiliários credenciados nos termos da Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritores e responsáveis por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaramos que as recomendações refletem única e exclusivamente a nossa opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estamos vinculados, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaramos o que segue:

- (i) O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
- (ii) As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança do analista, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;
- (iii) O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório;

O Banco Santander (Brasil) S.A, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declaram, nos termos da Resolução CVM 20, que:

- Têm interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.
- Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.
- Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) objeto do presente relatório de análise.
- Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.
- Prestaram, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander.

Este relatório foi preparado pelo analista responsável do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso.

Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro.

Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.

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