

08 de março de 2022



Bradesco

Não Mais a Nossa Top Pick

Reiterando a Recomendação de “Compra”

Bradesco (BBDC4)

Não Mais a Nossa Top Pick

Reiterando a Recomendação de “Compra”

Henrique Navarro; Arnon Shirazi; Anahy Rios

Compra

Preço-Alvo: R\$ 26,00

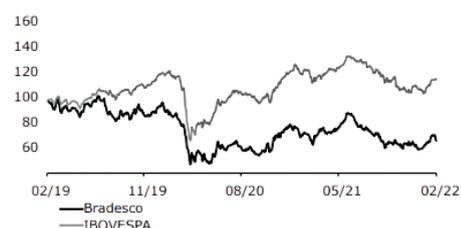
O Bradesco deixou de ser a nossa *Top Pick*, mas reiteramos a recomendação de “Compra”. Acreditamos que o *guidance* recém-divulgado do Bradesco para 2022 indica que o crescimento da sua lucratividade deve ser impulsionado por um portfólio em expansão e por uma mudança de *mix* para linhas de crédito de mais lucrativas, o que aumenta os riscos ao nosso ver, considerando o cenário macroeconômico mais desafiador neste ano. No entanto, a maior penetração dessas frentes pode levar a uma maior necessidade de provisões, o que, combinado com mais despesas, acabará afetando negativamente o lucro líquido, ao nosso ver.

Incorporando o *guidance* para 2022 nas nossas estimativas. Revisamos os nossos números para inserir as nossas estimativas no meio do intervalo do novo *guidance* do Bradesco para 2022, com exceção do crescimento dos empréstimos, pois acreditamos que os números estavam otimistas. Com isso, estimamos provisões de R\$ 16,6 bilhões para apoiar esse portfólio mais arriscado. Isso resultou em um lucro líquido de R\$ 28,4 bilhões para 2022E, em linha com as nossas estimativas anteriores, mas impulsionado principalmente pelo crescimento dos empréstimos, ao invés de uma eficiência e de receita maiores quanto às suas tarifas. Como consequência, também reduzimos nossas projeções para 2023 em 2%, para R\$ 30,3 bilhões.

4T21 ligeiramente abaixo das nossas estimativas. Os principais destaques trimestrais do Bradesco foram a recuperação do seu *business* de seguros e o maior crescimento da sua linha de crédito, a qual atingiu o máximo projetado no *guidance* de 2021. As maiores provisões e despesas não decorrentes de juros afetaram a sua lucratividade e levaram a números um pouco abaixo de nossas estimativas, o que também contribuiu para nossa redução de preço-alvo.

Não mais a nossa *Top Pick*. Apesar de reiterarmos a nossa recomendação de “Compra”, o Bradesco não é mais a nossa *Top Pick*. Enquanto continuamos crendo na valorização das ações do banco no futuro, acreditamos que a sua estratégia de expandir o seu portfólio de crédito para um *mix* de crédito mais arriscado, e a consequente necessidade de maiores provisões, implica em risco maior do que o estimado anteriormente.

Desempenho de Preços (R\$)



Bradesco

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

	2021A	2022E	2023E
P&L Account			
Net Interest Income	63,980	68,990	72,142
Fees and Commissions	45,550	49,245	51,813
Other Revenues	(12,419)	(13,036)	(13,386)
Revenues	109,530	118,235	123,955
Provisions	(15,035)	(16,605)	(18,254)
Non-Interest Expenses	(42,119)	(43,896)	(45,063)
Profit Before Taxes	39,957	44,697	47,252
Net Profit	25,843	28,430	30,283
Adj Net Profit	25,843	28,430	30,283
Balance Sheet			
Securities	749,981	749,981	749,981
Loans (Gross)	609,928	674,226	739,297
Loans (Net)	289,756	291,850	307,407
Total Assets	1,695,217	1,944,301	2,240,998
Deposits	572,789	633,172	694,281
Subordinated Debt	54,451	58,365	62,639
Shareholders' Equity	147,121	127,128	140,831
Tangible Equity	147,121	127,128	140,831
Common Equity Tier 1	119,107	133,176	148,317
Risk Weighted Assets	953,326	1,101,771	1,216,777
Key Ratios (%)			
NIM	4.42	4.46	3.98
Risk Adj NIM	3.38	3.39	2.97
Cost of Risk (bp)	808	695	605
C/I Ratio	38.5	37.1	36.4
Tax rate	33.7	35.1	35.3
ROE (%)	17.8	20.7	22.6
RoTE (%)	17.8	20.7	22.6
RoCET1 (%)	22.7	22.5	21.5
ROA (%)	1.5	1.6	1.4
NPL Ratio	2.8	3.1	3.0
Loans / Deposits	106.5	106.5	106.5
RWA / Total Loans	156.3	163.4	164.6
Coverage Ratio	260.9	211.4	194.5
Core Tier 1 Ratio	12.5	12.1	12.2

Fontes: Estimativas do Santander e Dados da Companhia.

Mudanças de Estimativas

Revisamos as nossas estimativas para o Bradesco de acordo com a divulgação dos resultados do 4T21 e do *guidance* para 2022, além de incorporarmos as novas estimativas do time de macroeconomia do Santander.

Crescimento de empréstimos: De acordo com o *guidance* de 2022 do Bradesco, o crescimento da sua linha de crédito deverá avançar 12% A/A, se considerarmos o meio do intervalo do *guidance*, o que é o dobro do projetado pela Febraban (associação bancária do Brasil). Acreditamos que essas estimativas estão otimistas, considerando as perspectivas macroeconômicas desafiadoras à frente. De fato, estimamos um crescimento da linha de empréstimos de 10,5% A/A, em linha com o limite inferior do *guidance*, principalmente devido às linhas de crédito de menor duração (por exemplo, cartões de crédito, cheque especial e empréstimos para pequenas e médias empresas). Enquanto isso, acreditamos que grandes operações de crédito corporativo e linhas de crédito, voltadas às varejistas, de maior duração (por exemplo, financiamento imobiliário) desacelerem durante o período. Associado ao aumento dos *spreads*, em decorrência do aumento da taxa média de juros, essa dinâmica deve levar a um crescimento do lucro líquido em função dos juros aos clientes de 9,4% A/A, conforme a nossa estimativa.

Ativos de qualidade: A mudança do seu *mix* para linhas de crédito mais arriscadas (por exemplo, cartões de crédito), combinada à normalização da qualidade dos ativos do seu portfólio, deve levar a taxa de empréstimos inadimplentes ao patamar de 3,1% no final de 2022, ao nosso ver, o que justifica um aumento de 10% A/A em despesas com provisões no período.

Receita de tarifas e seguros: Esperamos um leve aumento de 4% no ano contra ano nas receitas de comissões e tarifas, situando as nossas estimativas de acordo com o *guidance*, como resultado das operações de empréstimos e das tarifas de cartão de crédito. De um ponto de vista mais positivo, esperamos que o segmento de seguros registre um crescimento de 20,4% A/A em 2022 devido à normalização dos sinistros, ao aumento de prêmios e à uma taxa média de juros mais alta, contribuindo para resultados financeiros mais fortes.

Despesas não decorrentes de juros: O reajuste salarial coletivo de 11% acordado em setembro para o setor bancário, combinado com os efeitos da inflação, deve contribuir para um crescimento de 4,8% A/A nas despesas não decorrentes de juros, conforme as nossas estimativas.

Lucro Líquido: A combinação dos fatores mencionados acima sustenta o nosso de lucro líquido recorrente estimado de R\$ 28,4 bilhões para 2022, implicando ROAE de 21,4%.

Figura 1. *Guidance* para 2022 do Bradesco vs. Estimativas do Santander (% em A/A, a menos que seja afirmado o contrário)

	2022E Guidance			Santander estimates	Santander Estimates vs Guidance
	Low	Middle	High		
Total Credit Portfolio	10.0%	12.0%	14.0%	10.5%	-150 bps
Financial Margin with Clients	8.0%	10.0%	12.0%	9.4%	-60 bps
Commissions and Fees	2.0%	4.0%	6.0%	4.0%	+0 bps
Non-Interest Expenses ⁽¹⁾	3.0%	5.0%	7.0%	4.8%	-20 bps
Insurance Results	18.0%	20.5%	23.0%	20.4%	-10 bps
Provisions	R\$15.0 bn	R\$17.0 bn	R\$19.0 bn	R\$16.6 bn	-R\$0.4 bn

Fontes: Estimativas do Santander e Dados da Companhia.

Figura 2. Bradesco: Mudanças de Estimativas (Lucros e Prejuízos – R\$ em Milhões, a menos que seja afirmado o contrário)

	2021A	2022E			2023E			YoY	
		Prev	Curr	Δ%	Prev	Curr	Δ%	22'	23'
Profit & Loss (R\$ mn)									
Net Interest Income	63,980	66,937	68,990	3%	70,236	72,142	3%	8%	5%
Lending Operations	55,529	58,760	60,741	3%	61,955	64,033	3%	9%	5%
Trading Gains	8,451	8,177	8,249	1%	8,281	8,109	-2%	-2%	-2%
Provision Expenses	(15,035)	(16,390)	(16,605)	1%	(17,233)	(18,254)	6%	10%	10%
Commissions & Fees	45,550	48,676	49,245	1%	51,313	51,813	1%	8%	5%
Banking Fees	34,099	35,325	35,462	0%	36,499	36,979	1%	4%	4%
Insurance Results	11,451	13,351	13,783	3%	14,814	14,834	0%	20%	8%
Non-interest Expenses	(42,119)	(42,406)	(43,896)	4%	(43,202)	(45,063)	4%	4%	3%
Personnel Expenses	(21,397)	(21,562)	(22,760)	6%	(21,993)	(23,557)	7%	6%	4%
Administrative Expenses	(20,722)	(20,844)	(21,136)	1%	(21,209)	(21,506)	1%	2%	2%
Other components results	(12,419)	(13,016)	(13,036)	0%	(13,392)	(13,386)	0%	5%	3%
Income Before Taxes	39,957	43,800	44,697	2%	47,723	47,252	-1%	12%	6%
Income taxes	(13,478)	(14,690)	(15,690)	7%	(16,580)	(16,669)	1%	16%	6%
Minority Interest	(265)	(301)	(285)	-5%	(328)	(301)	-8%	7%	6%
Managerial Net Income	26,214	28,809	28,723	0%	30,814	30,283	-2%	10%	5%
Goodwill amortization (net)	(371)	-	(293)	N.M.	-	-	N.M.	-21%	N.M.
Recurring net income	25,843	28,809	28,430	-1%	30,814	30,283	-2%	10%	7%
Consensus (Managerial vs. Cons.)			29,296	-3%		31,600	-4%		
Other metrics									
Recurring EPS (R\$)	2.67	2.97	2.93	-1%	3.18	3.13	-2%	10%	7%
DPS (R\$)	0.95	1.49	1.45	-2%	1.59	1.56	-2%	52%	8%
Managerial ROAE (%)	18.0%	19.6%	21.3%	+1.7 p.p.	19.9%	22.6%	+2.7 p.p.	+3.3 p.p.	+1.3 p.p.
Recurring ROAE (%)	17.8%	19.6%	21.1%	+1.5 p.p.	19.9%	22.6%	+2.7 p.p.	+3.3 p.p.	+1.5 p.p.
NIM before provisions (%)	4.4%	4.2%	4.5%	+30 bps	4.3%	4.0%	-30 bps	+10 bps	-50 bps
Tax rate (%)	33.7%	33.5%	35.1%	+1.6 p.p.	34.7%	35.3%	+0.6 p.p.	+1.4 p.p.	+0.2 p.p.
Loan growth (YoY %)	19.5%	10.5%	10.5%	+0.0 p.p.	9.7%	9.7%	+0.0 p.p.	-9.0 p.p.	-0.8 p.p.
Loan loss reserve / Avg. Loans (%)	8.1%	7.4%	6.9%	-50 bps	7.0%	6.1%	-90 bps	-120 bps	-80 bps
Coverage ratio (%)	261%	287%	211%	-75 p.p.	292%	194%	-98 p.p.	-50 p.p.	-17 p.p.

Fontes: Estimativas do Santander e Dados da Companhia.

Valuation

Avaliamos o banco utilizando um modelo de *valuation* de renda residual de três estágios, com um custo de capital próprio na perpetuidade de 12,5%. Na primeira etapa, modelamos de 2021 a 2024, e na segunda etapa, de 2025 a 2028, assumimos um ROAE médio de 19,8% e *payout* de dividendos de 60%. Por fim, o último estágio (2029 em diante, ou seja, perpetuidade) é baseado em uma taxa de crescimento terminal de 5,5% para um ROE perpétuo de 17%. Assim, estamos reduzindo o nosso preço-alvo para o fim de 2022 de R\$ 28,00 para R\$ 26,00. Nosso preço-alvo implica múltiplos P/L e P/VPA (2022E) de 7,0x e 1,6x, respectivamente, e oferece um potencial de valorização de 23,0% em relação aos níveis de preços atuais, além de *dividend yield* de 7% e 8% em 2022E e 2023E. Assim, mantemos a nossa recomendação de “Compra”.

Riscos

Os riscos de queda incluem: (i) uma deterioração significativa no cenário econômico, fazendo com que as taxas de inadimplência superem a nossa expectativa de retorno aos níveis pré-COVID; e (ii) ameaças competitivas pelas *fintechs* maiores do previsto (ou seja, indo além das taxas e afetando concessões de empréstimos).

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