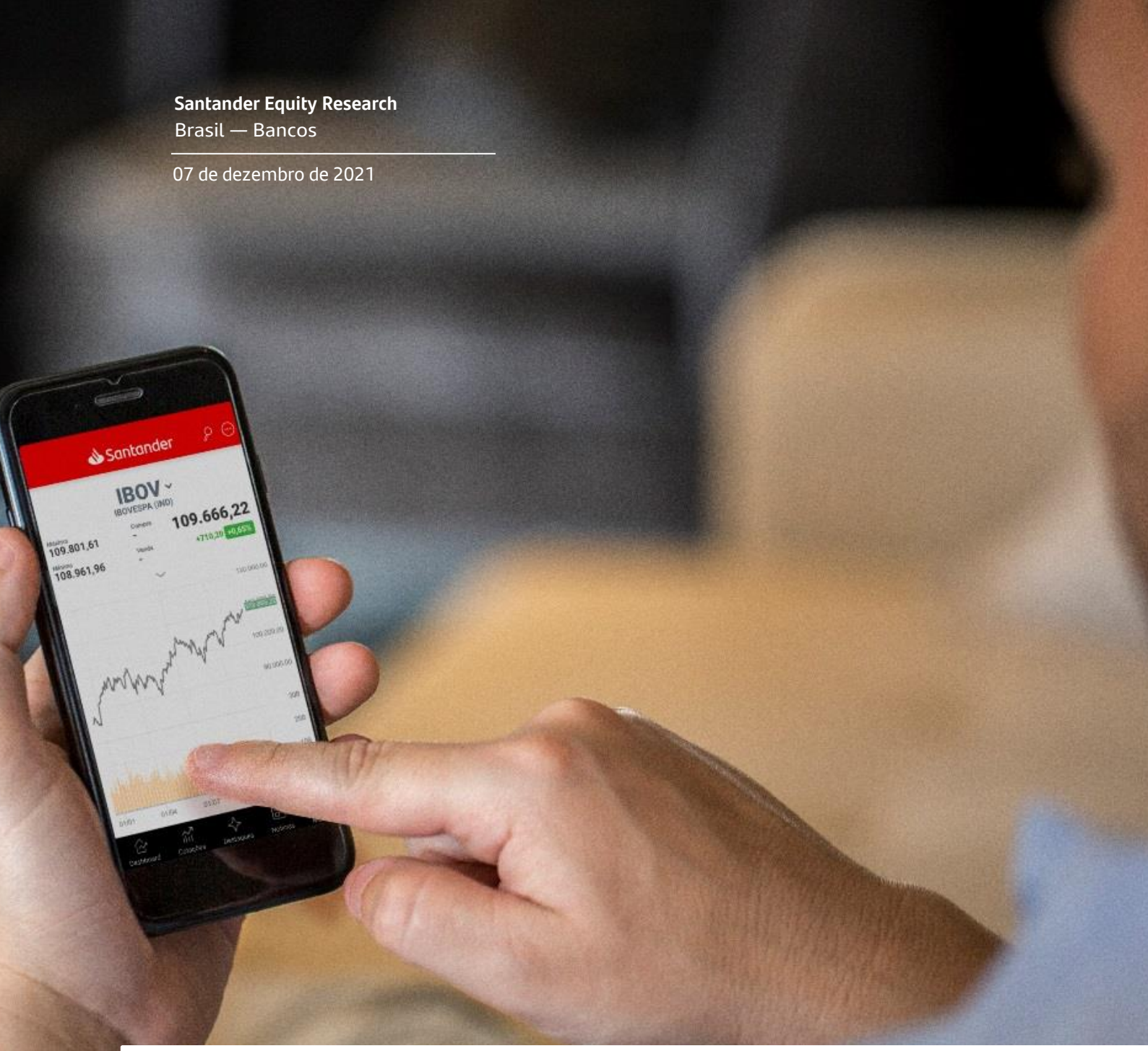


Santander Equity Research
Brasil — Bancos

07 de dezembro de 2021

Bancos

Desafiando a Gravidade
Atualizando Estimativas, Preços-Alvo e Recomendações

Santander
Corporate & Investment Banking

Bancos

Desafiando a Gravidade

Atualizando Estimativas, Preços-Alvo e Recomendações

Henrique Navarro; Arnon Shirazi; Anahy Souza

Resumo: Estamos atualizando os nossos preços-alvo referentes aos bancos da América Latina sob a nossa cobertura, além de estarmos incorporando os resultados do 3T21, alterações no *guidance* de 2021, e as novas estimativas macroeconômicas. Apesar das expectativas de crescimento do PIB para a maioria dos países da América Latina estarem continuamente sendo revistas para baixo e da persistência da volatilidade nos mercados regionais, encontramos alguns aspectos positivos para a indústria bancária. A maioria dos bancos que cobrimos estão bem capitalizados num cenário de pós-pandemia, tendo os seus lucros apoiados por provisões em excesso, boas perspectivas de recuperação de ROE, e ainda assim, negociando com *valuations* atrativos. Além disso, mantemos as nossas perspectivas positivas sobre o setor bancário devido à capacidade histórica dos bancos da América Latina de navegar bem durante períodos macroeconômicos turbulentos. Dessa forma, o Bradesco é a nossa *Top Pick* entre os nomes tradicionais.

Bancos brasileiros. Continuamos positivos em relação aos grandes bancos brasileiros, apesar do cenário macroeconômico desafiador à frente (crescimento de 0,8% do PIB em 2022, de acordo com o consenso do Banco Central do Brasil), já que (i) não vemos risco de inadimplência em 2022, (ii) os bancos podem se beneficiar do cenário de alta da Selic; (iii) há um suporte aos lucros que pode ser exercido através de reversões de provisões, e (iv) as despesas gerais e administrativas (G&A) podem crescer abaixo da inflação, enquanto as tarifas bancárias devem crescer acima da inflação. Tendo tudo isso em vista, devemos destacar que as ações dos grandes bancos que cobrimos ainda estão negociando cerca 22% abaixo dos níveis pré-COVID. Sendo assim, o Bradesco é a nossa *Top Pick* entre os nomes tradicionais, enquanto Banco Pan é o nome preferido a quem deseja participar do cenário digital brasileiro em evolução.

Este relatório é uma versão em português do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 01/12/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Santander
Corporate & Investment Banking

Banco do Brasil (BBAS3)

Atualização a Recomendação de "Manutenção" para "Compra"
Aumentando o Preço-Alvo de R$36,00 para R$41,00 (2022E)

Henrique Navarro; Arnon Shirazi; Anahy Souza

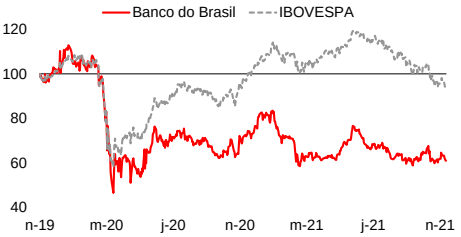
Santander Equity Research

Bancos
07 de dezembro de 2021

Compra

Preço-Alvo: R$ 41,00

Desempenho de Preços (R$)



Tese de Investimento: O Banco do Brasil está atualmente negociando a um múltiplo P/VP (preço sobre valor patrimonial por ação) de 0,5x, abaixo do árduo período de 2015-16, momento em que o ROE atingiu o patamar de 7,5% (2016) e o CET1 atingiu os 8,2% (2015). Em termos comparativos, o seu ROE dos 9 primeiros meses de 2021 foi de 15%, com o CET1 a 13,2% (sendo este último a base de capital mais expressiva dos grandes bancos brasileiros no 3T21). Dessa forma, por muito que compreendamos o risco político relacionado com a empresa, acreditamos que existe agora um risco assimétrico em seu *valuation*, que poderá ser mais visível quando o banco divulgar o seu *guidance* de 2022 durante os resultados do 4T21. Sendo assim, apresentamos a nossa recomendação de "Compra" no Banco do Brasil. Entre os bancos brasileiros sob a nossa cobertura, estamos aumentando o preço-alvo apenas para o Banco do Brasil nesta rodada de revisões, uma vez que o nosso antigo Ke já era elevado e aumentamos as nossas estimativas a respeito do seu LPA (lucro por ação).

Projeções para 2022. O Banco do Brasil reportou resultados estáveis do 3T21 e um novo *guidance* para 2021, levando-nos a aumentar o nosso LPA para este ano e para o próximo em 6% e 9%, respectivamente. Além disso, esperamos que a carteira de empréstimo cresça em 7% no ano contra ano (ligeiramente abaixo dos seus pares) dado o cenário mais desafiador para 2022. Todavia, acreditamos que suas provisões aumentem 10% no ano contra ano, em consonância com os seus pares, evidenciando que o banco não irá se atrasar em comparação aos bancos privados no ciclo de crédito. Assim, esperamos agora que o seu lucro líquido aumente 7% no comparativo anual (2022E).

***Call* de "valor" ou armadilha de "valor"?** Acreditamos que o mercado já precificou a maior parte da volatilidade esperada do período eleitoreiro do ano que vem. Além disso, percebemos que o banco reportou os seus números operacionais conforme o esperado pelo mercado no 2T21 e no 3T21, além de que o *guidance* de 2022 pode atuar como um catalisador de ganhos para o preço das ações. Adicionalmente, ressaltamos que, entre os bancos brasileiros sob a nossa cobertura, o Banco do Brasil tem o *dividend yield* mais elevado para 2022 (cerca de 10%).

Este relatório é uma versão em português do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 01/12/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Banco do Brasil

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020–23E em Milhões

		R$		
INCOME STATEMENT	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
Net Interest Income	56,539	59,913	63,270	61,447
NPL Provisions	(21,923)	(13,571)	(14,922)	(14,163)
Adj Net Interest Income	34,616	46,341	48,348	47,284
Non-Interest Income	26,966	26,961	28,419	29,719
Total Operating Revenue	61,582	73,303	76,767	77,003
Non-Interest Expense	(32,084)	(32,270)	(33,338)	(33,559)
Profit Before Taxes	20,256	29,755	31,909	31,660
Taxes	(3,093)	(6,264)	(6,859)	(6,777)
Net Profit	13,884	19,508	20,835	20,704
BALANCE SHEET	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
Cash and Equivalents	16,813	21,791	21,791	21,791
Securities	298,440	312,647	312,647	312,647
Loans (net)	581,448	657,097	703,015	753,061
Intangible Assets	22,511	22,856	22,856	22,856
Total Assets	1,725,672	2,056,107	2,154,022	2,307,738
Core Deposits	627,671	728,835	791,928	861,766
Other Financial Liabilities	503,723	694,895	720,556	771,851
Subordinated Debt	73,884	69,948	74,072	77,775
Technical Provisions	36,151	31,417	33,612	36,005
Equity	126,971	149,659	137,817	148,301
LOAN BOOK	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
Companies	236,409	256,731	271,867	285,460
Total Consumer	228,202	256,010	276,374	301,679
Mortgages	46,982	50,271	52,282	57,510
Other Loans	217,165	257,737	276,079	295,862
Gross Loans	681,776	770,478	824,319	883,000
Loan Growth (%)	9.7	13.0	7.0	7.1
NPL	12,967	14,196	17,551	17,955
Provisions	45,170	45,925	46,822	46,842
KEY RATIOS	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
NIM	4.15	3.70	3.51	3.22
Risk Charge	4.49	2.99	2.97	2.73
Operating Revenue / ATAs	5.01	4.42	4.17	3.90
Cost / ATAs	2.00	1.71	1.58	1.50
Effective Taxes	15.3	21.1	21.5	21.4
ROE (%)	11.8	14.1	14.5	14.5
NPL Ratio	1.90	1.84	2.13	2.03
Loans / Total Assets	39.5	37.5	38.3	38.3
Loans / Core Deposits	108.6	105.7	104.1	102.5
RWA % Total Assets	44.4	41.4	41.9	41.4
Core Tier I Ratio (%)	13.6	12.8	13.4	14.0
Dividend Payout (%)	33.1	33.5	40.0	40.0
MARKET RATIOS	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
P/BV	0.9	0.6	0.6	0.6
P/E	8.1	4.3	4.0	4.0
Div Yield (%)	4%	8%	10%	10%
PER SHARE DATA	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
EPS	4.43	6.55	7.27	7.23
BVPS	44.31	52.23	48.10	51.76
DPS	1.46	2.20	2.91	2.89
Surplus Capital per Share	1.00	1.00	1.00	1.00
Unrealized Cap. Gains/Shr	1.00	1.00	1.00	1.00

Este relatório é uma versão em português do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 01/12/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Banco Inter (BIDI11)

Santander Equity Research

Bancos

07 de dezembro de 2021

Introduzindo o Preço-Alvo de R$61,00 para o fim de 2022

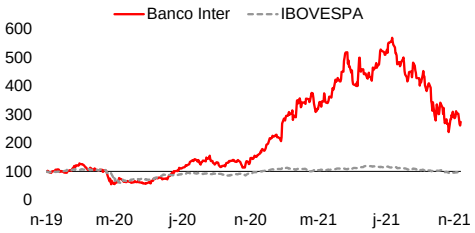
Compra

Preço-Alvo: R$ 61,00

Henrique Navarro; Arnon Shirazi; Anahy Souza

Tese de Investimento: Independentemente da forma como os seus concorrentes digitais têm avançado, continuamos a ver no Banco Inter a estória digital mais completa do Brasil. O Banco Inter tem entregado KPIs mais elevados do que nós inicialmente esperávamos e tem se expandido além do segmento bancário através das suas novas iniciativas, tais como o InterShop (*marketplace*), Inter Invest (plataforma aberta de investimentos) e Inter Seguros (seguros). A queda significativa do nosso preço-alvo deve-se principalmente a um Ke 150 bps mais elevado, o que leva a um forte impacto no crescimento da empresa ao prejudicar o seu valor perpétuo.

Desempenho de Preços (R$)



Projeções para 2022. Esperamos que o robusto crescimento dos empréstimos fornecidos pelo Banco Inter se mantenha, apresentando um aumento de 60% no comparativo anual, o que leva a um crescimento no ano contra ano semelhante para seu rendimento líquido de juros (NII). Também prevemos que a sua arrecadação tarifária cresça em 122% em relação a este ano, impulsionada por uma forte base de clientes estimada (o Banco Inter tinha 15 milhões de clientes em novembro de 2021 e esperamos que ele ultrapasse os 25 milhões no fim de 2022) e pela monetização decorrente da InterShop, da Inter Invest e da Inter Seguros. Além disso, esperamos que as despesas (excluindo juros) cresçam 45%, refletindo os investimentos em iniciativas digitais. Por último, acreditamos que o seu lucro líquido atinja os 404 milhões de reais, embora ressaltemos que pode haver um risco de baixa para este número e que, eventualmente, melhorias substanciais quanto à sua lucratividade podem vir somente por volta de 2023.

Inter Platform, Inc. O Banco Inter está avançando com a sua reorganização empresarial, tendo em vista o seu objetivo de consolidar todas as divisões da companhia através da estrutura de uma *holding*, a Inter Platform, Inc., cujas ações deverão estar cotadas na Nasdaq até ao final do ano 2021 (se aprovado pelos acionistas no dia 25 de novembro de 2021). Nesse sentido, a companhia ofereceu uma opção de direito de retirada (*cash-out option*) a R$45,8/unit, limitada a R$2 bilhões, a ser exercida até 2 de dezembro de 2021. Esta reorganização da sua estrutura societária, se aprovada, tende a ser positiva para o Inter, uma vez que poderia levar os investidores a terem uma nova percepção positiva de valor nas várias vias de crescimento do banco, além de apresentar uma taxa de imposto efetiva a longo prazo mais baixa.

Este relatório é uma versão em português do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 01/12/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Banco Inter

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020–23E em Milhões

		R$		
INCOME STATEMENT	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
Net Interest Income	755	1,334	1,971	2,700
NPL Provisions	(214)	(519)	(716)	(1,004)
Adj Net Interest Income	540	816	1,255	1,697
Non-Interest Income	206	236	965	1,658
Total Operating Revenue	746	1,051	2,219	3,354
Non-Interest Expense	(807)	(1,427)	(2,076)	(2,623)
Profit Before Taxes	(49)	(366)	154	742
Taxes	55	178	12	(125)
Net Profit	5	(188)	166	616
BALANCE SHEET	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
Cash and Equivalents	487	360	360	360
Securities	5,841	13,254	13,254	13,254
Loans (net)	8,962	16,590	27,962	41,331
Intangible Assets	225	379	379	379
Total Assets	19,796	37,073	53,413	77,162
Core Deposits	12,418	19,720	29,949	44,267
Other Financial Liabilities	0	0	0	0
Subordinated Debt	23	22	22	22
Technical Provisions	0	0	0	0
Equity	3,350	8,244	9,007	10,620
LOAN BOOK	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
Companies	-	-	-	-
Total Consumer	-	-	-	-
Mortgages	3,640	5,516	7,723	10,426
Other Loans	-	-	-	-
Gross Loans	9,449	17,491	29,481	43,575
Loan Growth (%)	86.6	85.1	68.5	47.8
NPL	269	444	754	1,181
Provisions	206	327	781	1,377
KEY RATIOS	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
NIM	5.22	4.87	4.53	4.30
Risk Charge	2.79	2.41	2.43	2.29
Operating Revenue / ATA	7.19	7.55	8.34	8.23
Cost / ATAs	5.42	5.02	4.59	4.02
Effective Taxes	111.1	48.7	(8.0)	16.9
ROE (%)	0.2	(3.2)	1.9	6.3
NPL Ratio	2.85	2.54	2.56	2.71
Loans / Total Assets	47.7	47.2	55.2	56.5
Loans / Core Deposits	76.1	88.7	98.4	98.4
RWA % Total Assets	49.0	44.5	45.1	42.2
Core Tier I Ratio (%)	31.0	47.8	33.3	26.3
Dividend Payout (%)	729.0	12.4	12.4	12.4
MARKET RATIOS	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
P/BV	2.5	3.4	3.1	2.6
P/E	1,527.8	(147.3)	166.9	44.9
Div Yield (%)	0%	0%	0%	0%
PER SHARE DATA	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
EPS	0.02	(0.25)	0.22	0.81
BVPS	13.13	10.78	11.78	13.89
DPS	0.16	(0.03)	0.03	0.10

Este relatório é uma versão em português do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 01/12/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Santander
Corporate & Investment Banking

Banco PAN (BPAN4)

Reduzindo o Preço-Alvo de R$ 31,00 para R$ 20,00 (2022E)

Henrique Navarro; Arnon Shirazi; Anahy Souza

Santander Equity Research

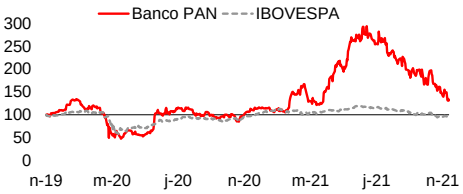
Bancos

07 de dezembro de 2021

Compra

Preço-Alvo: R$ 20,00

Desempenho de Preços (R$)



Tese de Investimento: Esperamos que os resultados do Banco Pan continuem a melhorar, impulsionados pela sua estória de *turnaround* (21% de crescimento do lucro líquido nos 9M21 vs. 9M20) e pelas suas iniciativas digitais. Ressaltamos a potencial rentabilidade do Banco Pan por meio da sua métrica ROE dos 9M21 em 14,2%, que pode vir a ser entendido como um ROE ajustado de 19,8% para o mesmo período, se forem considerados o excesso de despesas de financiamento e DTAs. Independentemente do corte no preço-alvo, devido ao aumento de 100 bps do seu Ke, o Banco Pan é a nossa principal recomendação do setor de bancos digitais no Brasil.

Projeções para 2022. Esperamos que o Banco Pan continue a escalar o seu negócio com sucesso, atingindo >25 milhões de clientes digitais até ao final de 2022 (de 15,2 milhões no 3T21) graças aos seus 52 mil novos clientes digitais por dia útil no 3T21 - a maior taxa entre os bancos digitais do Brasil. Além disso, acreditamos que o banco deve lançar novos produtos de crédito, que poderão impulsionar os pedidos de empréstimos e fazer com que as nossas projeções de crédito pareçam conservadoras. Por outro lado, as suas iniciativas digitais têm tido impacto substancial nas suas despesas gerais, administrativas e de vendas desde 2021 (e continuarão ao longo de 2022), mas isto já está, ao nosso ver, precificado. À medida em que a estória de *turnaround* continua, esperamos que o seu lucro líquido cresça 14% a.a. em 2022.

Mosaico – Valor a ser descoberto. Em outubro de 2021, o Banco Pan anunciou a aquisição da Mosaico, o que levou a um aumento da sua liquidez (já que a Mosaico tem cerca de 500 milhões de reais em caixa), uma melhoria de 200bps na CET1 e à criação de uma boa oportunidade para que o banco aumente o seu *marketplace* e desbloqueie sinergias.

Banco Pan – Valor Potencial. Fizemos um *valuation* por meio de um fluxo de caixa descontado (DCF) em cada um dos principais segmentos do Pan Digital (cartão de crédito e de débito, aquisições, seguros, empréstimos pessoais, *marketplace* e plataforma de investimentos), o que nos permitiu derivar um valor potencial de cerca de R$11 bilhões para o fim de 2022 (R$9 por ação), o que é equivalente a 80% da atual capitalização de mercado do banco.

Este relatório é uma versão em português do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 01/12/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Banco PAN

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020–23E em Milhões

R$

INCOME STATEMENT	2020A	2021E	2022E	2023E
Profit Before Taxes	937	1,131	1,205	1,365
Taxes	(282)	(352)	(352)	(374)
Net Profit	654	779	853	991

BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	1,257	877	877	877
Securities	2,946	1,699	3,644	5,526
Loans (net)	29,111	37,000	49,244	56,870
Intangible Assets	97	87	87	87
Total Assets	38,524	47,219	64,288	75,397
Core Deposits	21,566	24,131	34,929	41,832
Other Financial Liabilities	1,307	2	3	4
Subordinated Debt	0	0	0	0
Technical Provisions	0	0	0	0
Equity	5,317	5,822	6,380	7,028

LOAN BOOK	2020A	2021E	2022E	2023E
Gross Loans	28,907	36,741	48,900	56,473
Loan Growth (%)	21.5	27.1	33.1	15.5
NPL	1,590	2,131	2,934	3,388
Provisions	1,898	1,865	2,083	2,412

KEY RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
NIM	24.28	23.11	20.78	19.64
Risk Charge	5.43	5.61	6.51	6.62
Operating Revenue / ATA	22.01	22.00	20.28	19.14
Cost / ATAs	12.86	13.00	11.32	10.50
Effective Taxes	30.1	31.1	29.2	27.4
ROE (%)	12.8	14.0	14.0	14.8
NPL Ratio	5.50	5.80	6.00	6.00
Loans / Total Assets	75.6	78.4	76.6	75.4
Loans / Core Deposits	135.0	153.3	141.0	135.9
RWA % Total Assets	59.5	64.8	70.9	72.4
Core Tier I Ratio (%)	15.9	14.3	10.8	10.2
Dividend Payout (%)	38.9	35.6	35.0	35.0

MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/BV	2.2	2.3	2.1	1.9
P/E	17.5	17.4	15.9	13.7
Div Yield (%)	2%	2%	2%	3%

PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.54	0.65	0.71	0.82
BVPS	4.41	4.83	5.29	5.83
DPS	0.21	0.23	0.25	0.29

Este relatório é uma versão em português do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 01/12/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Banrisul (BRSR6)

Reduzindo a Recomendação de "Manutenção" para "Abaixo do Mercado"

Introduzindo o Preço-Alvo de R$11,00 para o fim de 2022

Henrique Navarro; Arnon Shirazi; Anahy Souza

Santander Equity Research

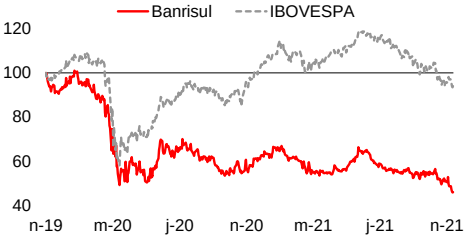
Bancos

07 de dezembro de 2021

Abaixo do Mercado

Preço-Alvo: R$ 11,00

Desempenho de Preços (R$)



Tese de Investimento: Esperamos que 2022 seja um ano desafiador para os bancos, mas que também ofereça oportunidades (tais como a alta da taxa Selic e a crescente penetração bancária graças ao digital) e alguns riscos (tal como a inadimplência). Infelizmente, não vemos o Banrisul como tendo os instrumentos necessários para enfrentar as dificuldades que estão por vir, dado o seu *business* "regional", o seu baixo e pouco sustentável ROE e a baixa liquidez das suas ações. Também acreditamos que, o que poderia ser considerado como um *valuation* descontado (devido ao fato de o Banrisul negociar a 0,4x P/VP 2022E - menos da metade do que os grandes bancos privados estão negociando atualmente), trata-se de um *value trap* até o momento em que o mercado tiver maior otimismo quanto ao cenário macroeconômico - o que pode vir a ocorrer somente em 2023.

Projeções para 2022. Esperamos um crescimento baixo de receitas (devido a um fraco crescimento de empréstimos projetado de somente 6% no ano). Na verdade, receamos que um crescimento mais forte de empréstimos num banco com um histórico de qualidade de crédito não tão bom, como o Banrisul, possa ser a receita para um desastre quanto à sua inadimplência, razão pela qual vemos pouca esperança de que o banco vá aumentar o seu ROE durante os próximos dois anos.

A verdade nua e crua. Na nossa opinião, a pandemia de Covid-19 revelou algumas das fraquezas do banco, uma vez que este era incapaz de capitalizar no cenário digital e, ao mesmo tempo, sofria com uma estrutura pesada de ativos. Em 2020-21, uma aceleração no número de novos clientes tem pressionado as taxas bancárias entre os grandes bancos brasileiros, graças ao digital. Infelizmente, o Banrisul carece, na nossa opinião, de uma marca digital atraente.

Este relatório é uma versão em português do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 01/12/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Banrisul

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020–23E em Milhões

		R$		
INCOME STATEMENT	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
Net Interest Income	5,263	5,216	5,519	5,798
NPL Provisions	(1,501)	(889)	(1,137)	(1,010)
Adj Net Interest Income	3,761	4,327	4,382	4,788
Non-Interest Income	1,110	824	1,185	992
Total Operating Revenue	4,871	5,151	5,567	5,781
Non-Interest Expense	(3,776)	(3,682)	(3,885)	(4,012)
Profit Before Taxes	1,095	1,469	1,682	1,769
Taxes	(252)	(359)	(418)	(456)
Net Profit	727	965	1,097	1,138
BALANCE SHEET	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
Cash and Equivalents	7,305	5,819	8,180	9,368
Securities	32,490	38,589	40,923	43,584
Loans (net)	34,881	37,280	39,535	42,106
Intangible Assets	1,642	1,800	1,893	1,954
Total Assets	91,823	100,574	106,387	112,945
Core Deposits	0	0	0	0
Other Financial Liabilities	4,362	4,714	4,999	5,324
Subordinated Debt	1,899	2,693	2,856	3,042
Technical Provisions	0	0	0	0
Equity	8,346	8,817	9,364	9,929
LOAN BOOK	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
Companies	6,609	7,114	7,668	8,275
Total Consumer	22,278	23,001	24,439	25,979
Mortgages	-	-	-	-
Other Loans	3,026	2,875	2,947	3,021
Gross Loans	37,802	40,402	42,846	45,632
Loan Grow th (%)	3.8	6.9	6.0	6.5
NPL	870	893	948	1,010
Provisions	2,763	2,682	2,872	2,872
KEY RATIOS	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
NIM	6.80	6.05	5.89	5.74
Risk Charge	4.05	2.27	2.73	2.28
Operating Revenue / ATA	7.86	7.17	7.12	7.01
Cost / ATAs	4.11	3.66	3.65	3.55
Effective Taxes	23.0	24.4	24.8	25.8
ROE (%)	9.0	11.2	12.1	11.8
NPL Ratio	2.31	2.22	2.22	2.22
Loans / Total Assets	38.0	37.1	37.2	37.3
Loans / Core Deposits	55.9	56.0	56.1	56.3
RWA % Total Assets	49.1	46.9	46.9	46.8
Core Tier I Ratio (%)	14.4	14.9	15.4	15.8
Dividend Payout (%)	30.0	40.4	40.0	40.0
MARKET RATIOS	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
P/BV	0.7	0.5	0.4	0.4
P/E	7.6	4.3	3.8	3.6
Div Yield (%)	5%	9%	11%	11%
PER SHARE DATA	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
EPS	1.78	2.36	2.68	2.78
BVPS	20.40	21.55	22.89	24.27
DPS	0.53	0.95	1.07	1.11
Surplus Capital per Share	1.00	1.00	1.00	1.00
Unrealized Cap. Gains/Shi	1.00	1.00	1.00	1.00

Este relatório é uma versão em português do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 01/12/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Bradesco (BBDC4)

Santander Equity Research

Bancos

07 de dezembro de 2021

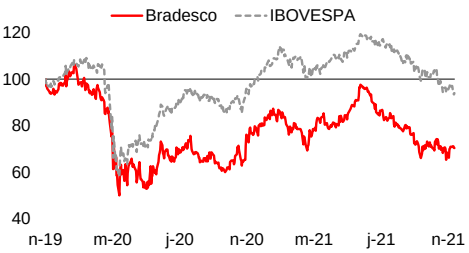
Preço-Alvo Permanece em R$28,00 (2022E)

Compra

Preço-Alvo: R$ 28,00

Henrique Navarro; Arnon Shirazi; Anahy Souza

Desempenho de Preços (R$)



Tese de Investimento: Após um *guidance* positivo da empresa para o restante de 2021 e uma melhor visibilidade resultados para o segmento de seguros (com o pior impacto da COVID-19 agora no passado), selecionamos o Bradesco como a nossa *Top Pick* entre os bancos da América Latina.

Projeções para 2022. Alerta de *spoiler* - o Bradesco forneceu alguns indicativos a respeito das suas perspectivas para 2022 no último *Bradesco Day* – números nos quais estamos de acordo. Segundo a gestão do banco, o crescimento da carteira de empréstimos deve ser de dois dígitos (o que acreditamos ser por volta de +10% no ano), com o NII de clientes em linha com o crescimento do crédito esperado ou ligeiramente acima dele. Tarifas bancárias, por sua vez, poderiam aumentar acima do nível de inflação, ao passo que as suas despesas podem permanecer abaixo da inflação (a equipe econômica do Bradesco projeta uma inflação de 4,5% para 2022). Quanto ao custo do risco de crédito (*cost of risk*), a gestão estima que este esteja ligeiramente acima do que fora observado em 2021 (cerca de 2% em 9M21). Finalmente, ressaltamos que os seguros podem representar 30% do resultado operacional do Bradesco. Com isto, esperamos que o seu lucro líquido cresça 9% no ano em 2022.

O ambiente digital do Bradesco - vai para fora? Next (visando 10 milhões de clientes até o final deste ano, tendo em vista que a NextShop foi lançada em novembro de 2021), Agora, Bitz e Digio não vão ser combinados, de acordo com a direção, mas é possível uma expansão internacional - Next e Bitz são os principais candidatos.

Uma forma de encarar as taxas de juros no Brasil. O Bradesco está mais exposto aos seguros do que os seus pares, e os seguros são um dos melhores setores para "surfar a onda" dos 570 bps superiores da média da Selic projetada de 2022 (10,4% vs. 4,8% de 2021).

Este relatório é uma versão em português do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 01/12/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Bradesco

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020–23E em Milhões

R$

INCOME STATEMENT	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Interest Income	63.128	63.385	66.588	70.386
NPL Provisions	(25.754)	(14.525)	(16.150)	(16.863)
Adj Net Interest Income	37.374	48.860	50.438	53.523
Non-Interest Income	31.376	31.760	34.287	36.570
Total Operating Revenue	68.750	80.619	84.725	90.093
Non-Interest Expense	(40.635)	(40.209)	(41.050)	(41.787)
Profit Before Taxes	27.868	40.076	43.323	47.932
Taxes	(8.171)	(13.030)	(14.475)	(15.874)
Net Profit	18.807	26.039	28.476	31.646

BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	23.598	24.473	24.473	24.473
Securities	693.467	749.516	749.516	749.516
Loans (net)	448.656	499.897	552.677	601.912
Intangible Assets	16.110	15.056	15.056	15.056
Total Assets	1.644.804	1.812.673	2.005.595	2.202.054
Core Deposits	548.924	611.616	676.193	736.430
Other Financial Liabilities	314.826	344.593	380.976	414.915
Subordinated Debt	53.246	49.120	53.415	57.232
Technical Provisions	284.606	334.863	394.859	465.446
Equity	145.398	154.818	165.407	177.350

LOAN BOOK	2020A	2021E	2022E	2023E
Companies	252.906	272.990	296.855	318.070
Total Consumer	257.406	295.604	331.772	366.558
Mortgages	59.163	72.475	83.346	93.764
Other Loans	26.285	29.596	32.617	35.404
Gross Loans	510.312	568.594	628.628	684.628
Loan Growth (%)	12,4	11,4	10,6	8,9
NPL	11.255	15.398	15.756	16.060
Provisions	45.339	41.540	39.758	38.277

KEY RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
NIM	4,77	4,27	4,02	3,86
Risk Charge	5,34	2,69	2,70	2,57
Operating Revenue / ATAs	6,57	5,92	5,68	5,47
Cost / ATAs	2,47	2,22	2,05	1,90
Effective Taxes	29,3	32,5	33,4	33,1
ROE (%)	13,4	17,3	17,8	18,5
NPL Ratio	2,21	2,71	2,51	2,35
Loans / Total Assets	27,3	27,6	27,6	27,3
Loans / Core Deposits	81,7	81,7	81,7	81,7
RWA % Total Assets	52,2	52,1	52,5	52,3
Core Tier I Ratio (%)	12,7	12,9	13,0	13,2
Dividend Payout (%)	33,5	50,0	50,0	50,0

MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/BV	1.6	1.5	1.4	1.3
P/E	11.7	8.5	8.0	7.2
Div Yield (%)	2.3	5.6	6.3	7.0

PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	2,13	2,68	2,93	3,26
BVPS	14,80	15,79	16,90	18,15
DPS	0,63	1,30	1,47	1,63
Surplus Capital per Share	1,00	1,00	1,00	1,00
Unrealized Cap. Gains/Shı	1,00	1,00	1,00	1,00

Este relatório é uma versão em português do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 01/12/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

BTG Pactual (BPAC11)

Santander Equity Research

Bancos

07 de dezembro de 2021

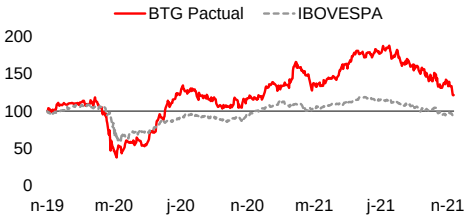
Reduzindo o Preço-Alvo de R$ 41,00 para R$35,00 (2022E)

Compra

Preço-Alvo: R$ 35,00

Henrique Navarro; Arnon Shirazi; Anahy Souza

Desempenho de Preços (R$)



Tese de Investimento: A estória do BTG Pactual está tipicamente associada a uma economia brasileira em plena expansão. No entanto, isso não significa que o BTG não possa ter um desempenho razoável durante períodos macroeconômicos incertos. A volatilidade do mercado, as elevadas taxas de juro locais e todas as esperanças em um 2023 melhor são elementos que criam oportunidades que podem ser utilizadas pelas linhas de receitas do BTG (por exemplo, esperamos que BTG atinja R$1 trilhão em ativos sob custódia no início de 2022, um número que foi originalmente estimado apenas para 2024).

Projeções para 2022. O banco pode ter que lidar com uma base de comparação difícil para 2022 devido ao lucro líquido recorde no 2T21 e 3T21. Além disso, o CEO já apontou para um ano desafiador em 2022, com (i) estabilidade nas receitas de *investment banking* (não voltando aos níveis de 2017-18, apesar da crescente volatilidade do mercado), com o mix de receitas em níveis maiores para os segmentos de DCM e M&A e menores para o de ECM; (ii) *sales & trading* podendo registar um crescimento moderado, com uma maior procura por títulos corporativos e por instrumentos de *hedge*, que provavelmente compensariam os menores ganhos de corretagem; (iii) a carteira de empréstimos a empresas provavelmente não crescendo como em 2021, com o banco tendo que dar prioridade à qualidade em relação ao volume, apesar de poder propiciar novamente alta forte para as suas receitas; (iv) a gestão de ativos e (v) a gestão de patrimônio sendo possivelmente as principais fontes de crescimento de receita, dado que o dinheiro novo captado seria direcionado para produtos de renda fixa. Assim, esperamos um aumento de 10% ao ano do seu lucro líquido.

BTG DRU - *Digital Retail Unit* - uma potencial valorização a ser atingida. A nossa avaliação a respeito do potencial valor do BTG DRU mostrou um *valuation* de R$30 bilhões, ou um incremento de até 23% ao nosso preço-alvo (R$8,00/ação).

Este relatório é uma versão em português do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 01/12/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

BTG Pactual

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020–23E em Milhões

R$

INCOME STATEMENT	2020A	2021E	2022E	2023E
Revenue	9,304	14,177	16,037	18,593
Growth (%)	11.6	52.4	13.1	15.9
EBITDA	0	0	0	0
Growth (%)	n/m	n/m	n/m	n/m
Operating Profit	5,582	8,450	9,312	11,076
Growth (%)	7.0	51.4	10.2	18.9
Profit before Taxes	5,582	8,450	9,312	11,076
Taxes	(1,532)	(2,169)	(2,391)	(2,984)
Minorities	0	0	0	0
Net Profit	4,050	6,281	6,922	8,092
Growth (%)	5.7	55.1	10.2	16.9

BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	1,794	1,838	2,517	3,032
Accounts Receivable	0	0	0	0
Intangible and Deferred Asse	-	-	-	-
Tangible Assets	12,929	10,715	11,267	11,634
Total Assets	0	0	0	0
ST Debt	0	0	0	0
LT Debt	0	0	0	0
Equity	27,126	40,906	47,074	54,285
Net Debt (Cash)	0	0	0	0

CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Changes in Working Capital	25,191	4,051	21,547	13,741
Operating Cash Flow	29,167	10,220	28,468	21,832
Capital Expenditures	0	0	0	0
Change in Debt	0	0	0	0
Free Cash Flow to Equity	0	0	0	0
Cash Dividends	(1,096)	(1,830)	(1,730)	(2,023)
Capital Increase (Decrease)	0	0	0	0

OPERATING RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA Margin	0.0	0.0	0.0	0.0
Effective Tax Rate	27.5	25.7	25.7	26.9
Net Margin	-	-	-	-
Net Debt / EBITDA	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Net Debt / Equity	0.0	0.0	0.0	0.0
FCFE / Revenues	-	-	-	-
ROAA	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
ROAE	16.6	18.5	15.7	16.0
Payout	28.6	45.2	27.5	29.2

MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0
P/CE	-	-	-	-
FV/EBITDA	-	-	-	-
FCFE Yield (%)	-	-	-	-
P/BV	0.8	2.0	1.7	1.5
Div Yield (%)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.

PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	4.48	1.64	1.81	2.12
CEPS	0	0	0	0
FCFPS	0	0	0	0
BVPS	29.51	9.83	11.19	12.77
DPS	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.

Este relatório é uma versão em português do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 01/12/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Santander
Corporate & Investment Banking

Itaú Unibanco (ITUB4)

Reduzindo o Preço-Alvo de R$40,00 para R$34,00 (2022E)

Henrique Navarro; Arnon Shirazi; Anahy Souza

Santander Equity Research

Bancos

07 de dezembro de 2021

Compra

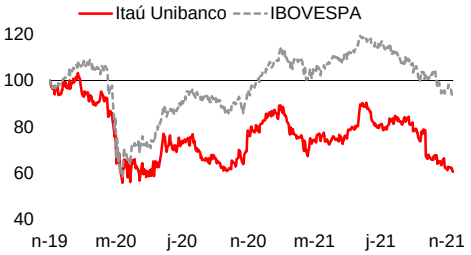
Preço-Alvo: R$ 34,00

Tese de Investimento: O discurso do CEO do Itaú durante a conferência do 3T21 foi de fato mais conservador do que o do Bradesco, apontando para a possibilidade de que o 4T21 apresente uma queda no LPA e para um 2022 mais desafiador (refletido na expectativa do Itaú de uma desaceleração de -0,5% do PIB para 2022 vs. um crescimento projetado pelo Bradesco de +0,8%). Independentemente disso, vemos todos os grandes bancos privados no mesmo "barco" macroeconómico e, portanto, não esperamos quaisquer diferenças substanciais entre eles em 2022 (como em crescimento de empréstimos, inadimplência e ROE), o que significa que os riscos para o Itaú estão, ao nosso ver, com viés de alta.

Projeções para 2022. Esperamos um crescimento da carteira de empréstimo em 9% no ano que vem, enquanto o custo do risco (*cost of risk*) deverá permanecer estável, por volta de 3,0%, abaixo dos níveis pré-Covid 19. Embora o cenário de "inadimplência sob controle" possa permitir uma taxa de cobertura mais baixa, não acreditamos que isso ocorrerá até o final de 2022, ao passo que esperamos que ela permaneça estável em 250%. Além disso, notamos que o Itaú utiliza o que é conhecido como "modelo de provisão de perdas esperadas", uma versão "tropical" da IFRS9, em que as provisões são levantadas antes mesmo dos eventos potenciais, fazendo com que sua potencial reversão também seja maior (vs. modelos tradicionais de provisionamento). Assim, esperamos que o seu LPA cresça 8% no ano em 2022.

Saga XP – Parte 2. Com a cisão da sua antiga participação na XP concluída, passamos agora à parte 2: o Itaú irá exercer a opção de adquirir uma participação de 11,38% na XP (já anunciada pelo banco e aprovada pelo BCB) a um P/L 2021 de 19,0x, provavelmente durante o 1T22. Isto significa um desconto de 25% sobre os preços atuais da XP, ou um ganho de capital líquido de R$21 bilhões para o Itaú (10% do seu valor de mercado). Acreditamos que o destino desta operação será o mesmo da primeira: um mix de reforço de capital e uma distribuição de dividendos extraordinários (a maior parte).

Desempenho de Preços (R$)



Este relatório é uma versão em português do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 01/12/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Itaú

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020–23E em Milhões

R$

INCOME STATEMENT	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Interest Income	70,095	76,591	81,538	88,569
NPL Provisions	(30,209)	(19,541)	(21,509)	(23,395)
Adj Net Interest Income	39,887	57,051	60,028	65,174
Non-Interest Income	36,497	38,312	40,194	41,823
Total Operating Revenue	76,383	95,362	100,223	106,997
Non-Interest Expense	(50,164)	(50,512)	(51,704)	(53,081)
Profit Before Taxes	26,219	44,851	48,519	53,917
Taxes	(8,063)	(16,404)	(17,708)	(19,932)
Net Profit	18,536	26,879	29,115	32,100

BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	46,224	42,222	46,224	46,224
Securities	712,070	739,455	739,455	739,455
Loans (net)	710,553	809,510	907,389	1,016,900
Intangible Assets	-	-	-	-
Total Assets	2,112,586	2,371,611	2,577,656	2,809,731
Core Deposits	809,010	978,014	1,096,267	1,228,573
Other Financial Liabilities	280,541	321,914	360,837	404,386
Subordinated Debt	83,200	89,352	96,081	102,458
Technical Provisions	223,469	216,408	209,550	202,549
Equity	147,705	154,600	163,200	174,844

LOAN BOOK	2020A	2021E	2022E	2023E
Companies	253,839	272,609	293,140	312,596
Total Consumer	254,772	306,836	356,366	415,298
Mortgages	55,685	77,959	107,584	146,314
Other Loans	201,941	199,922	202,921	205,964
Gross Loans	710,553	779,367	852,427	933,858
Loan Grow th (%)	21.9	9.7	9.4	9.6
NPL	16,305	18,800	19,653	20,564
Provisions	52,158	48,129	49,125	50,028

KEY RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
NIM	4.09	3.89	3.70	3.69
Risk Charge	5.18	3.04	3.01	2.98
Operating Revenue / ATAs	5.96	5.64	5.29	5.20
Cost / ATAs	2.61	2.30	2.09	1.97
Effective Taxes	30.8	36.6	36.5	37.0
ROE (%)	12.8	17.8	18.3	19.0
NPL Ratio	2.69	2.73	2.53	2.37
Loans / Total Assets	33.6	34.1	35.2	36.2
Loans / Core Deposits	87.8	82.8	82.8	82.8
RWA % Total Assets	49.3	49.5	50.4	51.1
Core Tier I Ratio (%)	11.5	10.7	10.8	10.9
Dividend Payout (%)	23.8	23.5	50.0	50.0

MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/BV	1.9	1.5	1.4	1.3
P/E	13.8	8.1	7.5	6.8
Div Yield (%)	2%	3%	7%	7%

PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	1.93	2.65	2.98	3.28
BVPS	13.97	14.77	15.74	17.01
DPS	0.46	0.62	1.49	1.64
Surplus Capital per Share	1.00	1.00	1.00	1.00
Unrealized Cap. Gains/Shı	1.00	1.00	1.00	1.00

Este relatório é uma versão em português do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 01/12/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

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 Souza,** analistas de valor mobiliário 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 vinculado, 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.

© 2021 Copyright Banco Santander (Brasil) S/A. Direitos Reservados

Este relatório é uma versão em português do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 01/12/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Santander
Corporate & Investment Banking