

## Grandes Bancos: Valuation atraente, mas cenário difícil no curto prazo

### Atualizando nossos números, e reiterando a preferência por ITUB/BB vs. BBDC/SANB

Os bancos brasileiros de varejo de grande capitalização começarão a divulgar seus resultados do 4T22 na próxima semana, com o Santander dando o pontapé inicial em 2 de fevereiro. Porém, mais importante, atualizamos nossos números para 2023 e veremos como eles se comparam ao guidance que deve ser fornecido junto com os resultados do 4T. O momento para os bancos brasileiros permanece negativo. A economia está desacelerando, as expectativas de inflação/taxas de juros aumentaram, os níveis de serviço da dívida de pessoas físicas estão extremamente altos, há preocupações/riscos em torno de uma possível reforma tributária e a “história da Americanas” recentemente acrescentou riscos adicionais no segmento corporativo. Como resultado, estamos reduzindo nossas estimativas de LPA para o quarto trimestre e 2023 em 12% e 5% para os quatro grandes bancos listados.

### Números do 4T22 devem ser impactados por provisões da AMER

A gigante do varejo Americanas entrou com pedido de recuperação judicial na semana passada, o que acreditamos que já impactará os números do 4T22 dos bancos. De fato, dois bancos relevantes (Safra e Daycoval) já anunciaram que provisionaram 50% de suas respectivas exposições no resultado do ano passado. E acreditamos que a exposição restante (dependendo da evolução do caso da Americanas) provavelmente será feita em 2023. Embora ainda não saibamos ao certo os #s exatos de cada banco (estamos usando o que foi divulgado na imprensa), estamos assumindo que os quatro grandes bancos registrarão aproximadamente 30% de provisões adicionais no quarto trimestre relacionadas ao varejista. Como tal, estamos aumentando nossas estimativas de provisão para perdas com empréstimos para levar em conta a AMER, bem como as perspectivas macro mais desafiadoras. Ao todo, aumentamos as provisões para devedores duvidosos do Itaú, BB, Bradesco e Santander em 15% no quarto trimestre e 6% em 2023.

### BB será, provavelmente, o único banco com crescimento de LPA t/t

Assim como no terceiro trimestre, esperamos que o Itaú e o Banco do Brasil superem o desempenho do Bradesco e do Santander no quarto trimestre, com o BB como destaque. De fato, supondo que estejamos certos sobre as provisões da AMER, o BB provavelmente será o único banco a relatar expansão de lucros trimestrais (prevemos R\$ 8,4 bilhões, um pouco mais alto trimestral). Mas também esperamos resultados “core” sólidos do Itaú, com estabilização da formação de NPL. Dito isso, devido à AMER, ajustamos nossa previsão de lucro líquido para R\$ 7,7 bilhões, queda de 5% no trimestre. Por outro lado, já esperávamos que o Bradesco e o Santander tivessem um desempenho inferior no quarto trimestre, devido à deterioração da dinâmica no terceiro trimestre, com os lucros provavelmente diminuindo no trimestre. Mas, dada a piora do cenário macro (ruim para os resultados de tesouraria e NPLs) e o fiasco da AMER (que parece mais relevante para esses dois bancos), agora prevemos quedas muito maiores. Ao todo, esperamos que os lucros do quarto trimestre do Bradesco cheguem a R\$ 3,9 bilhões (-25% t/t, 9,9% ROE) e os do Santander em R\$ 2,4 bilhões (-23% t/t, 11,4% ROE).

#### 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.

**Vitor Melo, CFA**

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

### **Cortando nossas estimativas de LPA para 2023**

A boa notícia da antecipação de parte das provisões da AMER no 4T22 seria um guidance “mais limpo” para 2023, embora algumas provisões adicionais ainda possam ser necessárias. Mas também estamos sendo um pouco mais conservadores nas provisões devido ao cenário macro mais desafiador. Dessa forma, estamos reduzindo nossas estimativas de lucro por ação de 2023 para Itaú, Bradesco e Santander em 5%, 14% e 10%. Na verdade, o BB é o único para o qual estamos subindo um pouco nossas estimativas (em 5%) devido a sua carteira de crédito mais segura e dinâmica de margem financeira líquida ainda favorável. Para o Itaú, agora projetamos lucro líquido de R\$ 34,1 bilhões em 2023 (ROE de 20,0%, +11% a/a), 4% abaixo do consenso. Enquanto isso, estimamos R\$ 22,6 bilhões para o Bradesco (13,7% ROE, -1,5% a/a, 12% abaixo do consenso) e R\$ 12,6 bilhões para o Santander (14,7% ROE, -5% a/a, 11% abaixo do consenso). Por fim, projetamos R\$ 32,4 bilhões para o BB (ROE de 18,8%, +4% a/a, 1% acima do consenso).

### **Melhores valuations, mas ainda muitos riscos potenciais**

Os valuations dos bancos brasileiros estão realmente atraentes (por exemplo, o Itaú negocia a 7,4x P/L23). No entanto, o momento ainda parece “desafiador”. Para começar, vemos o endividamento de PF em situação difícil (especialmente entre os grupos de baixa renda). Assim, como a inflação continua forte e a taxa Selic deve permanecer mais alta por mais tempo devido às preocupações fiscais, a questão da inadimplência das famílias torna-se cada vez mais relevante. Sem surpresa, também vimos um fluxo de notícias problemático no início do ano em torno de um potencial limite para empréstimos rotativos de cartão de crédito. Além disso, ainda há dúvidas sobre o novo papel dos bancos públicos no governo Lula. Enquanto isso, a reforma tributária também é uma preocupação, com a possível eliminação dos benefícios fiscais do JCP. E por fim, o caso AMER também terá grande impacto (com possíveis riscos adicionais no segmento corporativo). Como tal, acreditamos que o consenso ainda parece excessivamente otimista sobre os resultados.

### **Nós continuamos preferindo Itaú/BB vs. BBDC/SANB**

Mantemos nossos ratings de COMPRA para Itaú (1,6x P/VP 2022E e 7,4x P/L 2023E) e Banco do Brasil (0,7x P/VP 2022E e 3,6x P/L 2023E) devido a seus valuations atrativos e melhor dinâmica de rentabilidade. Nossos novos preços-alvo para Itaú e BB são de R\$ 35 e R\$ 57. Em relação ao Bradesco, embora o banco esteja negociando próximo a 1,0x P/VP 2022E e não acreditamos que seu ROE ficará abaixo de seu custo de capital no longo prazo, ainda é difícil prever por quanto tempo seus resultados permanecerão abaixo do seu potencial máximo (com nossos #s revisados, P/L 2023E está agora em 6,7x). Assim, permaneceram Neutros, com novo preço-alvo de R\$ 18. Por fim, negociando a 1,3x P/VP 2022E e 8,7x P/L 2023E e com o ROE ainda pressionado no curto prazo, reiteramos nosso rating Neutro no Santander, com um novo preço-alvo de R\$30. Conforme sinalizado acima, ainda preferimos Itaú/BB a BBDC/Santander.

## Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

## Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição somente no Brasil, sob circunstâncias permitidas pela regulamentação vigente. BTG Pactual S.A. é o responsável pela distribuição desse relatório no Brasil. Nada neste relatório constitui indicação de que a estratégia de investimento ou recomendações aqui citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Este relatório possui caráter informativo, não constitui material promocional e não foi produzido como uma solicitação de compra ou venda de qualquer ativo ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição. Os dados que aparecem nos gráficos referem-se ao passado, a rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Os preços e demais informações contidas neste relatório são críveis e dignas de confiança na data de publicação do mesmo e foram obtidas de uma ou mais das fontes que seguem: (i) fontes expressas ao lado da informação; (ii) preço de cotação no principal mercado regulado do valor mobiliário em questão; (iii) fontes públicas confiáveis; ou (iv) base de dados do BTG Pactual S.A.

Nenhuma garantia ou declaração, tanto expressa quanto implícita, é provida em relação à exatidão, abrangência ou confiabilidade das informações aqui contidas, com exceção das informações referentes ao BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas. Também não tem o intuito de ser uma declaração completa ou um resumo sobre os ativos, mercados ou estratégias abordadas no documento. Em todos os casos, investidores devem conduzir suas próprias investigações e análises antes de proceder ou deixar de proceder qualquer ação relacionada aos valores mobiliários analisados neste relatório.

BTG Pactual S.A. não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. BTG Pactual S.A. tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. BTG Pactual S.A. não tem obrigações fiduciárias com os destinatários deste relatório e, ao divulgá-lo, não apresenta capacidade fiduciária.

O presente relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício do seu próprio julgamento. Opiniões, estimativas e projeções expressas aqui constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data na qual foi preparada e por isso, está sujeito a mudanças sem aviso e pode diferir ou ser contrário a opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual, BTG Pactual S.A. e suas afiliadas ou subsidiárias como resultado do uso de diferentes hipóteses e critérios.

Preços e disponibilidade de instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a mudanças sem aviso.

A análise contida aqui é baseada em diversas hipóteses. Diferentes hipóteses podem ter resultados substancialmente diferentes.

Os analistas responsáveis pela preparação deste relatório podem interagir com a mesa de operações, mesa de vendas e outros departamentos, com o intuito de reunir, sintetizar e interpretar informações de mercado. BTG Pactual S.A. não está sob a obrigação de atualizar ou manter atualizada a informação contida neste relatório.

BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

Os ativos mencionados neste relatório podem não estar disponíveis para venda em todas as jurisdições ou para certas categorias de investidores. Opções, derivativos e futuros não são adequados a todos os investidores e a negociação desses tipos de instrumentos é considerada arriscada. Hipotecas e ativos lastreados em títulos de crédito podem envolver alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta às taxas de juros ou outras variáveis de mercado. Performance passada não é indicação de resultado futuro. Se um instrumento financeiro é cotado em uma moeda que não a do investidor, mudanças nas taxas de câmbio podem afetar de forma adversa o valor, o preço ou o retorno proveniente de qualquer ativo mencionado nesse documento e o leitor deve considerar o risco relacionado ao descasamento de moedas.

Este relatório não leva em consideração objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades especiais de nenhum investidor em particular. Investidores devem buscar orientação financeira baseada em suas particularidades antes de tomar qualquer decisão de investimento baseadas nas informações aqui contidas. Para recomendações de investimento, execução de ordens de negociação ou outras funções correlacionadas, os clientes devem contatar seus representantes de vendas locais. O BTG Pactual S.A., suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do presente relatório.

Qualquer preço apresentado neste relatório possui caráter informativo e não representa avaliação individual do valor de mercado do ativo ou outro instrumento. Não há garantias de que qualquer transação pode ou pôde ter sido efetuada nos preços apresentados neste relatório. Os preços eventualmente apresentados não necessariamente representam os preços contábeis internos ou os preços teóricos provenientes de avaliação por modelos do BTG Pactual S.A. e podem estar baseados em premissas específicas. Premissas específicas assumidas pelo BTG Pactual S.A. ou por terceiros podem ter resultados substancialmente diferentes.

Este relatório não pode ser reproduzido ou distribuído por qualquer outra pessoa, parcialmente ou em sua totalidade, sem o prévio consentimento por escrito do BTG Pactual S.A.

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)

