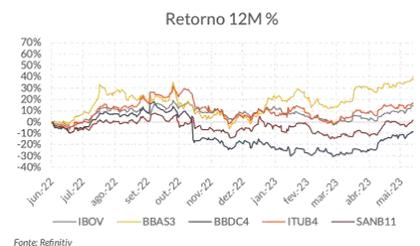


Inter Research | Bancos – Revisão de Preços

Os ciclos da taxa de Juros e o comportamento dos bancos.

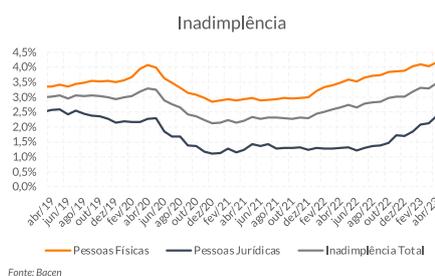
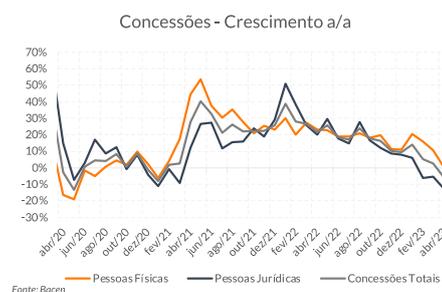
Apesar do fundamento atual não mudar, alteramos nossas perspectivas de custo de capital com melhora de cenário e conseqüentemente nossos targets. Estamos nos aproximando do final do primeiro semestre de 2023 e até aqui passamos por muitas incertezas, a começar pelo cenário interno com desafios macroeconômicos, além do caso de fraude na Americanas no início do ano, deixando o setor bancário mais restritivo no crédito corporativo. E como se não bastasse, o mercado internacional viu uma crise bancária nos Estados Unidos afetando majoritariamente os regional banks, mas que no geral não trouxe impactos ao nosso mercado bancário, que tem outros problemas para se preocupar. Os bancos por aqui lidam com um ciclo de aperto monetário com a elevada taxa de juros, o que tem afetado o endividamento das famílias e os níveis de inadimplência no país, atingindo níveis acima da média pré-pandemia. Além disso, o que estava concentrado em linhas de crédito sem garantia na pessoa física, agora também começa a se estender ao crédito corporativo, já atingindo as PMEs, e agora com pressão sobre grandes empresas.

Ativo	Alvo	Cotação	Upside	Rating
BBAS3	R\$ 57	R\$ 51,14	11%	Compra
BBDC4	R\$ 18	R\$ 16,34	10%	Neutro
ITUB4	R\$ 34	R\$ 28,63	19%	Compra
SANB11	R\$ 32	R\$ 30,79	4%	Neutro

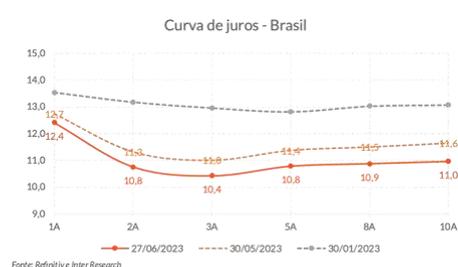


 **Matheus Amaral, CNPI**
matheus.amaral@inter.co

Inter Invest



Contudo, a partir de maio o mercado tomou uma direção otimista, considerando o fim do aperto monetário ainda no final deste ano, suportado por dados de inflação e PIB surpreendendo positivamente. Com isso, expectativas para que o Bacen comece um ciclo de redução dos juros começaram a ficar mais proeminentes, o que tem refletido no fechamento da curva de juros, além de expectativas de inflação em queda.



Desta forma, o mercado de renda variável tem performado positivamente desde maio, com o Ibovespa acumulando ganho de cerca de 8% no ano de 2023. Apesar de ainda vivenciarmos um momento macroeconômico desafiador para as companhias, o que faz com que os fundamentos atuais ainda estejam aquém do movimento de mercado, o que ocorre em nossa visão é uma antecipação para um fim de um ciclo de aperto monetário, que tem resultado no fechamento da curva de juros e conseqüentemente em uma menor taxa de desconto embutida no valuation das companhias, principalmente para aquelas que mais sofreram no ciclo de juros elevados, caso de companhias de setores ligados à economia doméstica, tecnologia e de menor porte.



Como as ações dos bancos devem se comportar com a mudança de expectativas para um ciclo de queda nos juros? De fato, os bancos não têm ficado para trás na movimentação positiva do mercado. Contudo, as movimentações nos juros não afetam apenas o custo de capital das instituições, mas também seu operacional e fundamentos, já que é ponto fundamental nos negócios, afetando diretamente suas receitas e despesas.

Para entender o movimento dos bancos em meio aos ciclos precisamos visualizar dois pontos de vista: **i) o de mercado**, que reflete o sentimento do investidor e apetite ao setor financeiro na alternância dos ciclos das taxas de juros e **ii) de fundamento**, que reflete o comportamento financeiro dos bancos com o avanço ou redução da Selic.

Ponto de vista de desempenho de mercado

Estudamos esses efeitos nos últimos 20 anos, observando 20 ciclos de movimentos da taxa Selic entre Alta, Baixa e Estável e calculamos o retorno acumulado de cada ação nesses períodos e também comparamos ao Ibovespa.

Ciclo	Período	Data Inicial	Data Final	Dias	Anos	Selic Início	Selic Fim	Var. Selic	IBOV	BBAS3	BBDC4	ITUB4	SANB11	Cesta	
1	Ciclo de Baixa	2000-01	03/01/2000	23/05/2001	506	1,4	19,00%	16,25%	-2,75%	-13,2%	-1,8%	19,3%	22,6%	0,0%	13,4%
2	Ciclo de Alta	2001-02	24/05/2001	20/02/2002	272	0,7	16,75%	19,00%	2,25%	-8,4%	29,1%	6,2%	-1,6%	0,0%	11,2%
3	Ciclo de Baixa	2002-02	21/02/2002	14/10/2002	235	0,6	18,75%	18,00%	-0,75%	-37,5%	-17,4%	-41,6%	-36,9%	0,0%	-32,0%
4	Ciclo de Alta	2002-03	15/10/2002	18/06/2003	246	0,7	21,00%	26,50%	5,50%	58,8%	62,0%	48,3%	67,5%	0,0%	59,3%
5	Ciclo de Baixa	2003-04	20/06/2003	14/04/2004	299	0,8	26,00%	16,25%	-9,75%	69,9%	63,7%	25,8%	39,2%	0,0%	42,9%
6	Ciclo de Alta	2004-05	15/04/2004	14/09/2005	517	1,4	16,00%	19,75%	3,75%	33,6%	63,8%	121,5%	86,2%	0,0%	90,5%
7	Ciclo de Baixa	2005-07	15/09/2005	05/09/2007	720	2,0	19,50%	11,50%	-8,00%	85,3%	125,3%	91,2%	64,8%	0,0%	93,8%
8	Estável	2007-08	06/09/2007	16/04/2008	223	0,6	11,25%	11,25%	0,00%	17,6%	-9,8%	8,9%	2,2%	0,0%	0,4%
9	Ciclo de Alta (Subprime)	2008-09	17/04/2008	21/01/2009	279	0,8	11,75%	13,75%	2,00%	-40,3%	-45,8%	-41,0%	-32,8%	0,0%	-39,8%
10	Ciclo de Baixa	2009-09	22/01/2009	22/07/2009	181	0,5	12,75%	9,25%	-3,50%	40,1%	63,4%	39,6%	43,7%	0,0%	48,9%
11	Estável	2009-10	23/07/2009	28/04/2010	279	0,8	8,75%	8,75%	0,00%	22,9%	29,7%	15,2%	20,2%	-19,8%	11,3%
12	Ciclo de Alta	2010-11	29/04/2010	31/08/2011	489	1,3	9,50%	12,50%	3,00%	-16,9%	-10,9%	-2,6%	-23,7%	-21,9%	-14,8%
13	Ciclo de Baixa	2011-12	01/09/2011	11/10/2012	406	1,1	12,00%	7,25%	-4,75%	1,8%	-18,5%	4,4%	-3,7%	-6,1%	-6,0%
14	Estável	2012-13	15/10/2012	17/04/2013	184	0,5	7,25%	7,25%	0,00%	-11,3%	19,5%	13,5%	13,6%	-5,0%	10,4%
15	Ciclo de Alta	2013-15	18/04/2013	30/07/2015	833	2,3	7,50%	14,25%	6,75%	-6,1%	-19,7%	1,7%	19,1%	9,9%	2,8%
16	Estável	2015-16	31/07/2015	19/10/2016	446	1,2	14,25%	14,25%	0,00%	24,9%	24,9%	29,8%	32,6%	55,4%	35,7%
17	Ciclo de Baixa	2016-20	20/10/2016	28/02/2020	1226	3,4	14,00%	4,25%	-9,75%	63,2%	66,8%	35,7%	32,0%	59,6%	48,5%
18	Ciclo de Baixa (Covid)	2020-21	02/03/2020	17/03/2021	380	1,0	4,25%	2,00%	-2,25%	9,3%	-34,9%	-7,6%	-12,2%	0,2%	-13,6%
19	Ciclo de Alta	2021-22	18/03/2021	04/08/2022	504	1,4	2,75%	13,75%	11,00%	-8,0%	21,4%	-18,9%	4,0%	-29,0%	-5,6%
20	Estável	2022-23	05/08/2022	19/06/2023	318	0,9	13,75%	13,75%	0,00%	12,8%	31,0%	-5,5%	16,2%	6,9%	12,2%
Média (ex-Subprime e Covid)					438	1,2	13,93%	13,54%	-0,39%	18,3%	29,0%	21,8%	22,1%	2,8%	23,5%
Média Total					427	1,2	13,34%	12,98%	-0,36%	14,9%	22,1%	17,2%	17,7%	2,5%	18,5%
Média últ. 10 anos (ex-Covid)					585	1,6	9,92%	11,25%	1,33%	17,6%	22,5%	19,3%	18,6%	3,8%	20,2%

Média dos Ciclos 20 anos	Dias	Anos	Selic Início	Selic Fim	Var. Selic	IBOV	BBAS3	BBDC4	ITUB4	SANB11	Cesta
Ciclo de Alta	477	1,3	12,25%	17,63%	5,38%	8,8%	24,3%	26,0%	25,3%	7,7%	23,9%
Estável	290	0,8	11,05%	11,05%	0,00%	13,4%	19,0%	12,4%	16,9%	3,6%	14,0%
Ciclo de Baixa	510	1,4	17,43%	11,82%	-5,61%	29,9%	40,2%	24,9%	23,1%	8,3%	29,9%

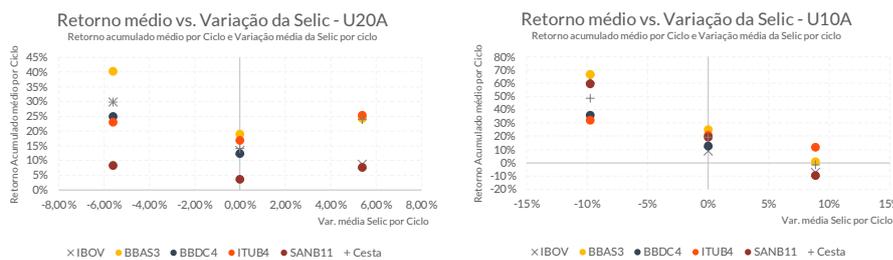
Média dos Ciclos 10 anos	Dias	Anos	Selic Início	Selic Fim	Var. Selic	IBOV	BBAS3	BBDC4	ITUB4	SANB11	Cesta
Ciclo de Alta	669	1,8	5,13%	14,00%	8,88%	-7,1%	0,9%	-8,6%	11,6%	-9,5%	-1,4%
Estável	316	0,9	11,75%	11,75%	0,00%	8,8%	25,1%	12,6%	20,8%	19,1%	19,4%
Ciclo de Baixa	1226	3,4	14,00%	4,25%	-9,75%	63,2%	66,8%	35,7%	32,0%	59,6%	48,5%

Fonte: Bloomberg, Bacen e Inter Research

Ciclos ficando mais longos com o passar do tempo. Nesses 20 anos avaliados e cerca de 20 ciclos observados, notamos que nos 10 primeiros anos, os ciclos eram mais curtos, com uma média de 1,2 ano de duração. Em seguida, os ciclos foram ficando um pouco mais longos com uma média de 1,6 anos de duração. Em nossa avaliação, excluímos os períodos extraordinários de crises como as ocorridas em 2008 e 2020 (subprime e Covid).

Performance das ações nos últimos 20 anos. Maioria dos bancos bateu Ibovespa em um ciclo majoritariamente de baixa. Nos 18 ciclos avaliados (ex-subprime e covid) com duração média de 1,2 ano, os bancos retornaram em média 23,5% por ciclo contra um Ibovespa de 18,3%. A Selic Média no início desses ciclos era de 13,93% versus uma Selic média no final dos ciclos de 13,54%, sendo majoritariamente um ciclo de baixa, com os ciclos de alta subindo na média cerca de 5,38 p.p. e na baixa caindo cerca de 5,61 p.p. A melhor performance em todos os ciclos ficou com BBAS3 com um retorno médio por ciclo de 29%, seguido de ITUB4 com 22,1%, BBDC4 com 21,8% e SANB11 com 2,8%.

Performance das ações nos últimos 10 anos. Maioria dos bancos bateu o Ibovespa, mesmo em ciclo majoritariamente de alta. Nos seis ciclos avaliados (ex-covid) com duração média de 1,6 ano, os bancos retornaram em média 20,2% por ciclo contra um Ibovespa de 17,6%. A Selic média no início desses ciclos era de 9,92% versus uma Selic média no final dos ciclos de 11,25%, sendo majoritariamente um ciclo de alta, sendo que nos ciclos de alta, exclusivamente, a Selic avançou na média, cerca de 8,88 p.p. e nos ciclos de baixa caiu cerca de 9,75 p.p. A melhor performance em todos os ciclos também foi de BBAS3 com um retorno médio de 22,5% por ciclo, seguido de BBDC4 com 19,3%, ITUB4 com 18,6% e SANB11 com 3,8%.



Fonte: Bloomberg, Bacen e Inter Research

Selic em alta

Nos últimos 20 anos, observamos seis ciclos de alta nos juros (excluindo o ciclo de alta ocorrido na crise do subprime), a duração média dos ciclos foi de 1,3 ano e a cesta de bancos retornou em média 23,9% por ciclo, versus um IBOV de 8,8%. A melhor performance individual ficou com BBDC4 com 26%, seguido de ITUB4 com 25,3%, BBAS3 com 24,3% e SANB11 com 7,7%.

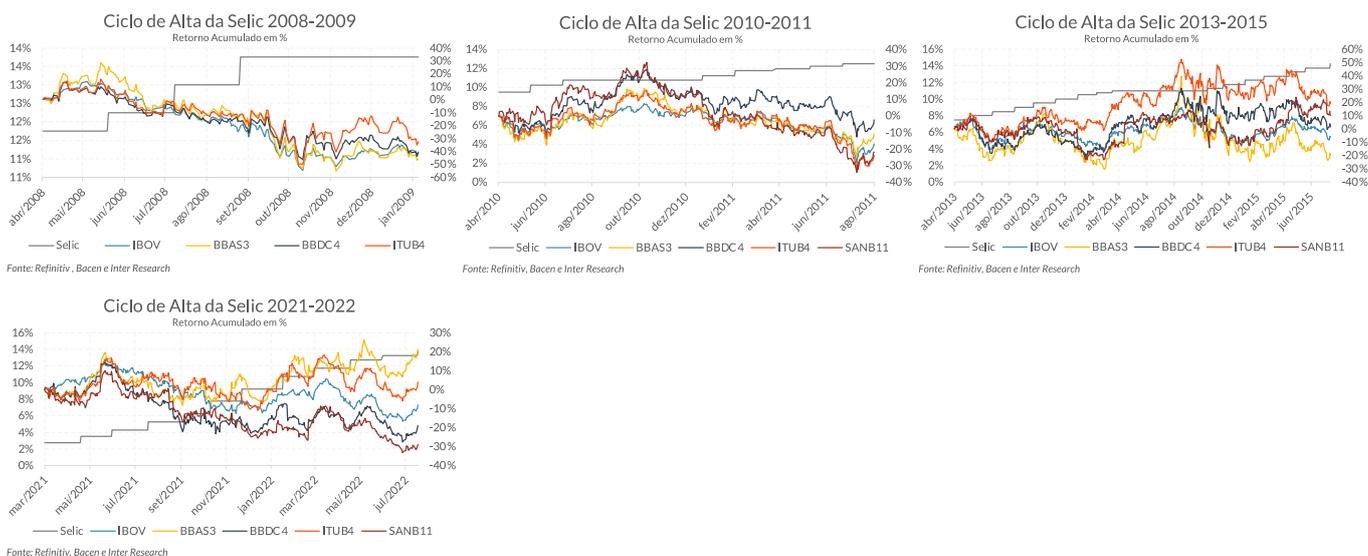
Nos últimos 10 anos (ex-covid), observamos dois ciclos de alta com duração média de 1,8 ano e a performance média da cesta de bancos nestes ciclos foi de -1,4% com o Ibovespa performando -7,1%. Já nas performances individuais, ITUB4 apresentou a melhor performance média com 11,6%, seguido de BBAS3 com 0,9%, enquanto SANB11 sofreu mais com queda de -9,5% na média por ciclo, seguida de BBDC4 com queda de -8,6%.



Fonte: Refinitiv, Bacen e Inter Research

Fonte: Refinitiv, Bacen e Inter Research

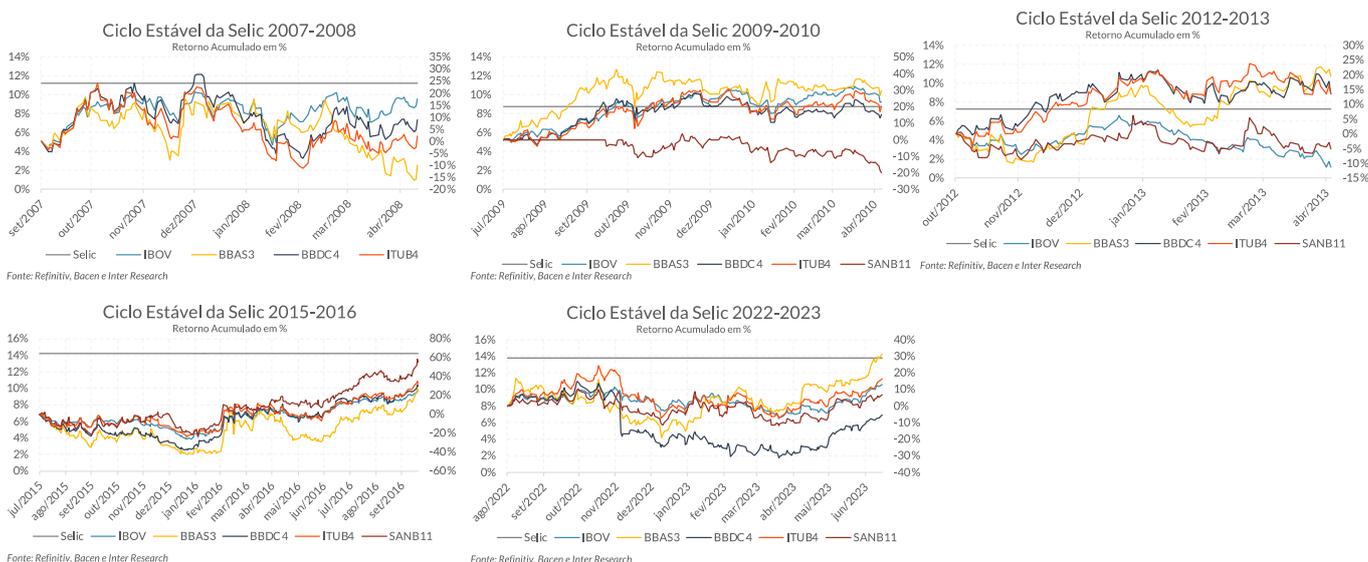
Fonte: Refinitiv, Bacen e Inter Research



Selic estável

Nos últimos 20 anos, observamos que nos cinco ciclos de estabilidade da Selic com duração média de 0,8 ano, a cesta de bancos retornou em média 14% por ciclo versus o IBOV com retorno de 13,4%. A melhor performance individual foi de de BBAS3 com 19%, seguido de ITUB4 com 16,9%, BBDC4 com 12,4% e SANB11 com 3,6%.

Nos últimos 10 anos, obtivemos três ciclos com a Selic estável, nos quais a cesta de bancos performou em média 19,4% por ciclo, enquanto o Ibovespa retornou 8,8%. Nas performances individuais, a melhor performance com uma Selic estável nesta janela mais curta foi de BBAS3 com 25,1% na média por ciclo, seguido de ITUB4 com 20,8%, SANB11 com 19,1% e BBDC4 com 12,6%.

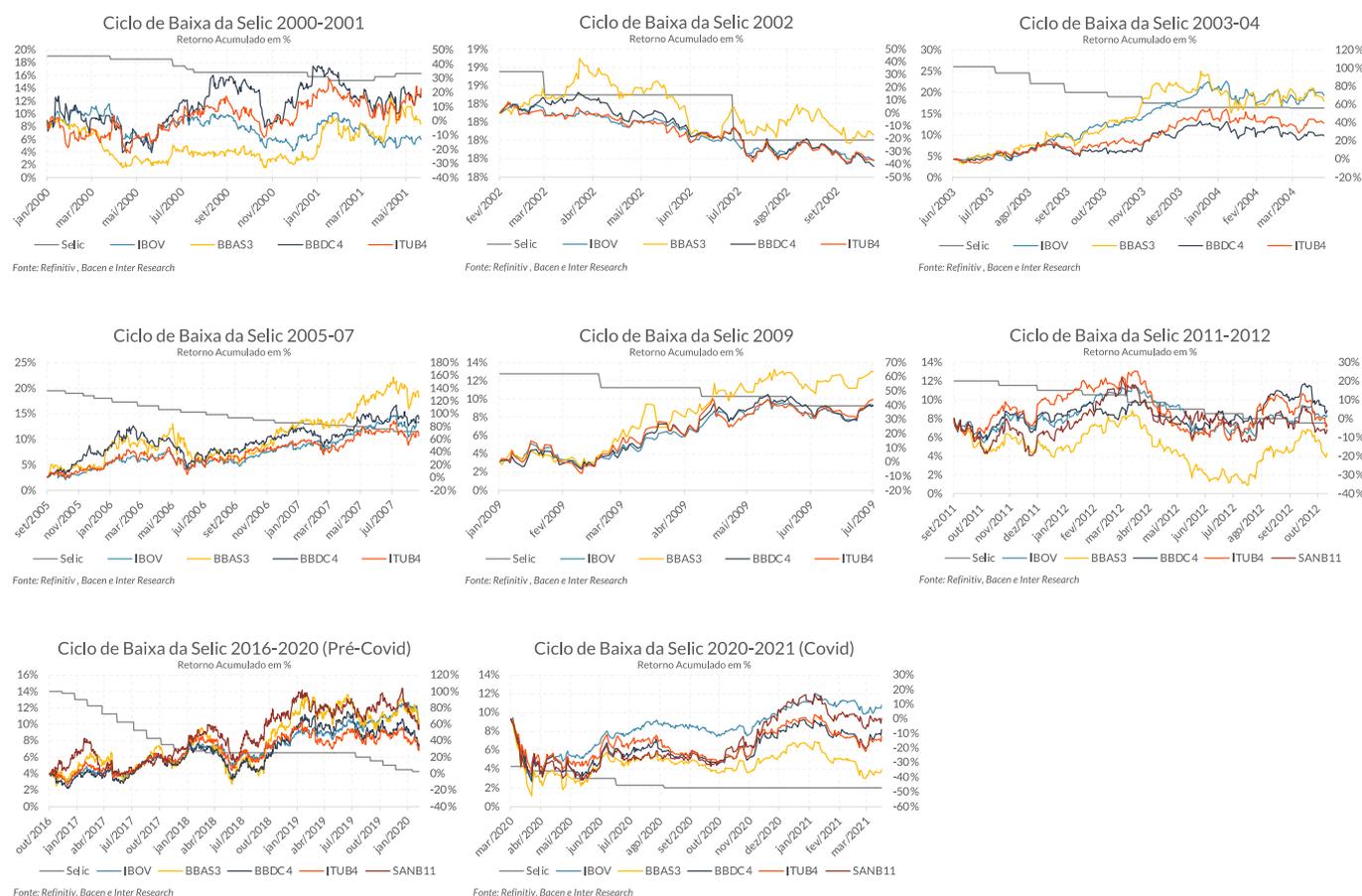


Selic em baixa

Dado que estamos prestes a encarar um ciclo de baixa nos juros, as melhores performances aqui, tendem, com base no histórico médio nos ciclos de baixa performar melhor. Contudo, as performances mudam um pouco a depender da janela observada nos ciclos nos últimos 20 anos e dos últimos 10 anos observados.

Nos últimos 20 anos, em ciclos de baixa, a cesta de bancos rendeu uma média de 29,9% por ciclo, enquanto o Ibovespa rendeu os mesmos 29,9%. Na performance individual, o player que mais rendeu nos ciclos de baixa foi BBAS3 com retorno médio de 40,2% por ciclo, seguido por BBDC4 com 24,9%, ITUB4 com 23,1% e SANB11 com 8,3%.

Nos últimos 10 anos, com apenas um ciclo de baixa, retirando a queda residual no período do Covid-19, onde os retornos ficaram distorcidos, a cesta de bancos rendeu 48,5%, enquanto o Ibovespa retornou 63,2%. A melhor performance individual foi de BBAS3 com 66,8%, seguida de SANB11 com 59,6%, BBDC4 com 35,7% e ITUB4 com 32%.



Ponto de vista dos fundamentos

Os bancos no Brasil possuem uma característica de ter um negócio resiliente seja em meio a crises ou não. A elevada rentabilidade e spreads de crédito costumemente mantêm os resultados das instituições financeiras sólidos, mas não excludentes aos ciclos econômicos no cenário doméstico. Em nossa avaliação vamos observar o comportamento dos fundamentos desses bancos em dois fatores: i) via operacional de crédito (NII e NPL) e ii) via rentabilidade para avaliarmos como o comportamento dos bancos se dão ao longo dos ciclos nos últimos 10 anos.

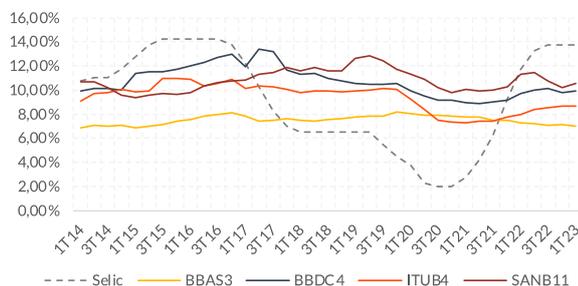
NII vs Selic. Nos últimos 10 anos a Selic avançou 3 p.p. com a taxa no início de 2014 em 10,75% chegando hoje em 13,75%, passando por dois solavancos, onde o primeiro durou quatro anos de 2016 a 2020 e o segundo de 2020 a 2023, onde praticamente caiu 11,75 p.p. no ciclo de baixa e devolveu os mesmos pontos percentuais até chegarmos na taxa atual. Os bancos no total estão ligeiramente abaixo de níveis de NII (Net Interest Income, que consideramos como a taxa média das operações de crédito) e quase voltando aos mesmos patamares de 2014.

Com uma redução no nível de NII, contudo, como vimos no ciclo de baixa de 2016-20, a variação não foi tão expressiva para os bancos quanto foi para a Selic, já que os bancos costumam carregar um estoque de crédito com taxas maiores de ciclos passados, além de considerar spreads, riscos e outros fatores nas taxas das concessões. O Bradesco mostrou maior capilaridade em relação ao movimento da Selic nas suas taxas versus os pares, seguido pelo Itaú Unibanco, Santander e depois o Banco do Brasil com a menor variação. Vale ressaltar que no Banco do Brasil, há uma maior pressão no custo de captação, já que o mix de crédito por lá acaba refletindo os níveis de baixas taxas de créditos colateralizados como Consignado e Rural, por exemplo, mas por outro lado, o banco tem compensado esse efeito em seu resultado com tesouraria altamente atrelado à taxa Selic. Em relação a este fato, também esperamos alguma pressão em players como o Santander, que nos últimos anos reforçaram sua atuação e seu mix de crédito em linhas colateralizadas que possuem menores taxas, como imobiliário e consignado.

Ciclo	Período	Selic		Var. Selic	NII % médio				Var. NII % Início e Fim de Ciclo			
		Início	Fim		BBAS3	BBDC4	ITUB4	SANB11	BBAS3	BBDC4	ITUB4	SANB11
Ciclo de Alta	2014-16	10,8%	13,8%	3 p.p.	7,3%	11,4%	10,3%	10,1%	1,2 p.p.	3,1 p.p.	1,8 p.p.	0 p.p.
Ciclo de Baixa	2016-20	13,8%	2,0%	-11,75 p.p.	7,7%	10,9%	9,6%	11,5%	-0,3 p.p.	-3,8 p.p.	-3,5 p.p.	-0,9 p.p.
Ciclo de Alta	2020-23	2,0%	13,8%	11,75 p.p.	7,4%	9,5%	8,0%	10,5%	-0,8 p.p.	0,7 p.p.	1,3 p.p.	0,8 p.p.
Total	2014-23	10,8%	13,8%	3 p.p.	7,5%	10,6%	9,3%	10,7%	0,2 p.p.	0 p.p.	-0,4 p.p.	-0,1 p.p.

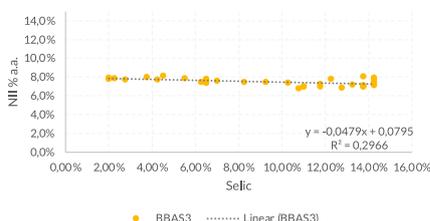
Fonte: Bacen, Companhias e Inter Research

NII vs Selic

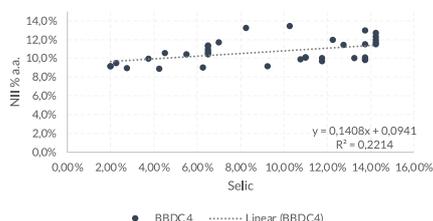


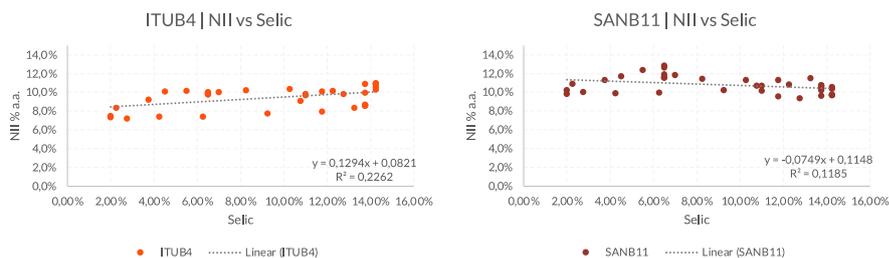
Fonte: Bacen, Companhias e Inter Research

BBAS3 | NII vs Selic



BBDC4 | NII vs Selic

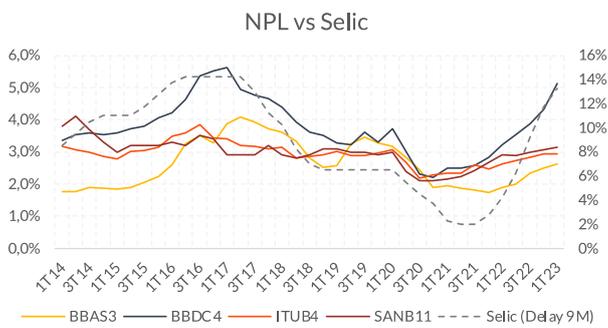




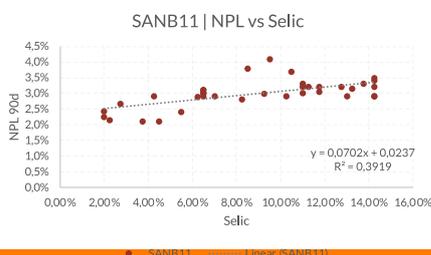
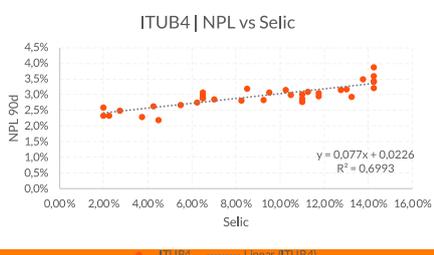
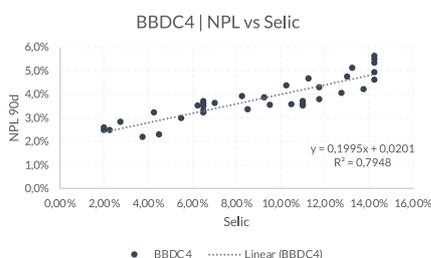
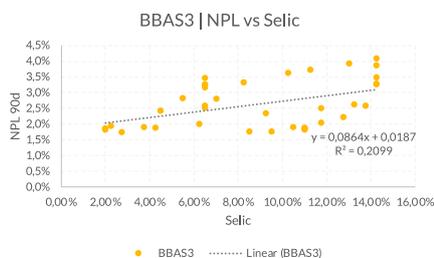
Pode haver um alívio no NPL? Neste sentido, há uma forte correlação da inadimplência nos bancos com a evolução da taxa de juros (com atraso de nove meses), que vem principalmente da parte do mix relacionado a pessoas físicas, que em momentos de maior aperto monetário – geralmente acompanhado de elevada inflação, maior endividamento, e maiores taxas de juros no mercado – possuem maior dificuldade de refinanciamento e tomada de crédito. Portanto, como observamos nos gráficos e tabela abaixo, em momentos que os juros caem, o NPL nos bancos também mostra queda e vice-versa. Mais uma vez, o player que apresentou a maior sensibilidade aos movimentos da taxa de juros foi o Bradesco, que desde o início do período observado (2014-23) avançou em 1,8 p.p. em seu NPL, mas no ciclo de queda também mostrou melhor variação, e podemos esperar que após o ciclo de baixa, o banco comece a ver efeitos positivos em sua qualidade de crédito, fato que pode ser explicado pelo seu maior mix de crédito com um público de menor renda versus os pares e também sua atuação de maior exposição ao segmento de PMEs na pessoa jurídica.

Ciclo	Período	Selic delay 9M			NPL médio				Var. NPL Início e Fim do Ciclo			
		início	Fim	Var. Selic	BBAS3	BBDC4	ITUB4	SANB11	BBAS3	BBDC4	ITUB4	SANB11
Ciclo de Alta	2014-16	8,50%	14,25%	5,75 p.p.	2,3%	4,1%	3,2%	3,4%	1,5 p.p.	2,1 p.p.	0,2 p.p.	-0,4 p.p.
Ciclo de Baixa	2016-20	14,25%	3,75%	-10,5 p.p.	3,2%	3,8%	2,9%	2,8%	-1,4 p.p.	-3,3 p.p.	-1,1 p.p.	-1,3 p.p.
Ciclo de Alta	2020-23	3,75%	13,25%	9,5 p.p.	2,1%	3,4%	2,6%	2,7%	0,7 p.p.	2,9 p.p.	0,6 p.p.	1,1 p.p.
Total	2014-23	8,50%	13,25%	4,75 p.p.	2,5%	3,7%	2,9%	3,0%	0,9 p.p.	1,8 p.p.	-0,3 p.p.	-0,6 p.p.

Fonte: Bacen, Companhias e Inter Research



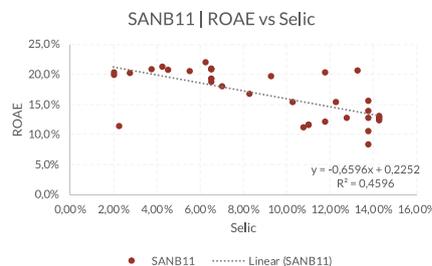
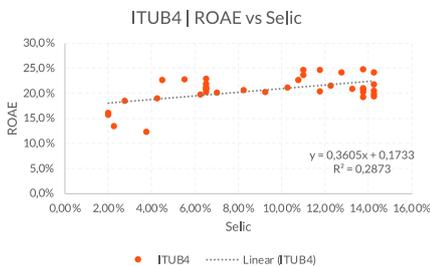
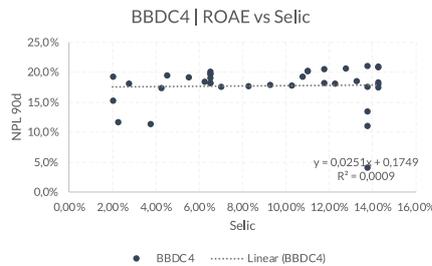
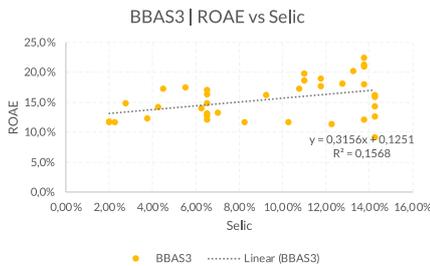
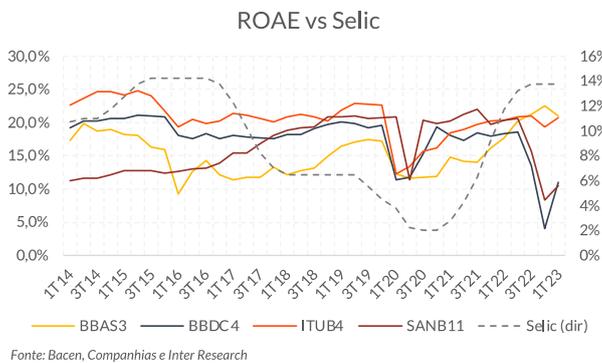
Fonte: Bacen, Companhias e Inter Research



O que esperar da Rentabilidade? A evolução da Selic não traz um movimento único para todo o setor, como vimos anteriormente. No operacional de crédito, de fato, há uma maior correlação. Contudo em termos de rentabilidade, cada player ao longo dos ciclos desempenhou de forma distinta, isso porque em alguns momentos alguns contam com outros componentes, que não crédito, que variam em cada banco como tesouraria, serviços e eficiência operacional. Ao observarmos a rentabilidade versus os ciclos recentes, podemos inferir uma movimentação uniforme conforme os ciclos mudam, já que cada banco mostrou uma variação diferente na rentabilidade nos últimos dois ciclos de alta observados. Se formos considerar o último ciclo de baixa, a sensibilidade acaba favorecendo players como BBDC4 e SANB11, que possuem fatores de crédito mais sensíveis a melhores condições macro, enquanto ITUB4 mostrou pior variação e BBAS3 quase neutro, mas apresentava baixa rentabilidade.

Ciclo	Período	Selic		Var. Selic	ROAE Médio				Var. ROAE Início e Fim de ciclo			
		Início	Fim		BBAS3	BBDC4	ITUB4	SANB11	BBAS3	BBDC4	ITUB4	SANB11
Ciclo de Alta	2014-16	10,75%	13,75%	3 p.p.	15,97%	19,62%	22,55%	12,49%	-5,2 p.p.	-1,6 p.p.	-2,4 p.p.	2,7 p.p.
Ciclo de Baixa	2016-20	13,75%	2,00%	-11,75 p.p.	13,55%	17,69%	19,64%	18,72%	-0,2 p.p.	1,7 p.p.	-4,1 p.p.	6 p.p.
Ciclo de Alta	2020-23	2,00%	13,75%	11,75 p.p.	18,00%	15,26%	19,94%	17,63%	9,1 p.p.	-8,3 p.p.	4,6 p.p.	-9,4 p.p.
Total	2014-23	10,75%	13,75%	3 p.p.	15,84%	17,52%	20,71%	16,28%	3,7 p.p.	-8,2 p.p.	-1,9 p.p.	-0,7 p.p.

Fonte: Bacen, Companhias e Inter Research



Em quem apostar em cada ciclo? Os dados podem indicar uma tendência, seja na performance de mercado ou nos fundamentos. Para resumir nossas impressões do histórico de desempenho de cada banco por ciclo, montamos um indicativo de tendência, que mostra que os players que mais sofreram ao longo do ciclo de alta tendem a se recuperar no ciclo de baixa da taxa Selic.

	Selic em baixa					Selic em alta				
	Ações	NII	NPL	ROAE	Tendência	Ações	NII	NPL	ROAE	Tendência
BBAS3	+	-	+	-	Neutra	+	+	-	+	Positiva
BBDC4	+	-	+	+	Positiva	-	+	-	-	Negativa
ITUB4	+	-	+	-	Neutra	+	+	-	+	Positiva
SANB11	+	-	+	+	Positiva	-	+	-	-	Negativa

Cenário requer cautela e fundamentos permanecem os mesmos. Em nossa visão, o momento para os bancos ainda é de cautela, devido ao cenário macro que ainda traz desafios em relação ao endividamento das famílias e empresas, níveis de inadimplência em máximas históricas, principalmente em linhas de crédito sem garantia, conseqüentemente um maior custo do risco (PDD) e mercado competitivo. Contudo, temos percebido uma movimentação recente no mercado de ajuste de valuations baseados na redução do prêmio de risco e da curva de juros e, conseqüentemente, no custo de capital, o que não tem conversado ainda com o fundamento dos bancos, que ainda devem reportar um resultado pressionado até o final do ano, principalmente pela elevada inadimplência, desaceleração do crédito e custo do risco pressionando os NIIs.

Nosso custo de capital estava elevado quando revisamos nossas recomendações, portanto, com um cenário hoje um pouco mais claro do que tínhamos desde os últimos resultados divulgados no 1T23, revisamos nossas recomendações alterando principalmente nossas estimativas de custo de capital para os bancos, mas mantendo um cenário ainda cauteloso em 2023 para o setor, tendo em vista a desaceleração e a deterioração da qualidade de crédito. Com isso nossas recomendações para os bancos da nossa cobertura figuram da seguinte forma:

Ativo	Alvo	Cotação	Upside	Rating
BBAS3	R\$ 57	R\$ 51,02	12%	Compra
BBDC4	R\$ 18	R\$ 16,59	8%	Neutro
ITUB4	R\$ 34	R\$ 28,67	19%	Compra
SANB11	R\$ 32	R\$ 30,71	4%	Neutro

Fonte: Refinitiv e Inter Research. Preços em: 26/06/2023.

Banco do Brasil

Atualizamos nossas projeções refletindo os últimos resultados do 1T23 e principalmente revisando nossas premissas de custo de capital (Ke). Desta forma, nosso valuation via DDM descontado considera um Ke de 14,3%, ROAE no longo prazo de 18,6% e taxa de crescimento de 5,5%. **Sendo assim nosso preço-alvo para BBAS3 é de R\$ 57/ação FY23 e alteramos nossa recomendação de Neutro para Compra**, principalmente com maior conforto do banco manter sua capacidade de entregar a rentabilidade atual próxima a 20% em 2023. Acompanhamos os desdobramentos da alteração da gestão, que traz um tom moderado e não vemos maiores riscos de alterações da estratégia atual, que inclusive já possui um payout definido de 40% para o ano.

Projeções (R\$ Milhões)	2020	2021	2022	2023 P	2024 P	2025 P
Margem Financeira	56.726	59.432	73.397	86.137	89.182	91.412
Margem com clientes	44.320	43.493	38.987	45.294	48.325	51.328
Margem com mercado	12.406	15.940	34.410	40.843	40.857	40.084
PDD expandida	(22.111)	(13.121)	(16.747)	(21.768)	(24.613)	(24.521)
Margem Financeira Líquida	34.616	46.312	56.650	64.369	64.569	66.891
Serviços e Tarifas	24.717	24.931	27.277	27.748	29.185	30.599
Resultado com Seguros	3.985	4.412	5.056	5.357	5.700	6.021
Despesas Administrativas	(31.583)	(32.026)	(33.828)	(35.545)	(37.274)	(38.805)
Despesas Tributárias	(5.347)	(5.717)	(6.993)	(7.605)	(7.913)	(8.166)
Outras Receitas/(Despesas) Oper.	(5.187)	(3.614)	948	322	638	665
Resultado c/ Participações	3.110	3.246	5.487	6.863	7.441	8.005
Risco Legal	(4.209)	(6.436)	(6.038)	(6.001)	(6.402)	(6.792)
Resultado não operacional	155	246	141	459	463	484
Lucro antes dos Impostos	20.256	31.352	48.700	55.967	56.408	58.901
Impostos	(3.093)	(6.080)	(10.195)	(13.824)	(14.440)	(15.317)
Participação dos minoritários	(3.279)	(4.250)	(6.691)	(8.183)	(8.247)	(8.612)
Lucro Líquido	13.884	21.021	31.814	33.960	33.720	34.972
Ativo total	1.726.638	1.932.533	2.028.958	2.271.820	2.446.972	2.631.907
Passivo total	1.602.071	1.790.538	1.868.679	2.102.825	2.272.764	2.452.294
Patrimônio Líquido	124.568	141.995	160.279	168.995	174.207	179.613
Carteira de Crédito	681.776	784.796	895.712	960.704	1.022.857	1.084.262
Spread - NIM com clientes (%)	6,7%	6,1%	4,7%	5,0%	5,0%	5,0%
Inadimplência acima de 90 dias (%)	1,9%	1,8%	2,5%	3,1%	3,0%	3,0%
Índice de Cobertura (%)	343%	321%	224%	161%	164%	162%
Eficiência	37,0%	36,1%	32,0%	29,8%	30,0%	30,3%

Múltiplos	2020	2021	2022	2023 P	2024 P	2025 P
EPS	4,85	7,34	11,10	11,85	11,77	12,20
DPS	1,46	2,63	4,12	4,76	4,71	4,88
Dividend Yield	3,8%	9,1%	8,1%	9,3%	9,2%	9,6%
Payout (%)	30%	36%	37%	40%	40%	40%
P/E	8,0	3,9	4,6	4,3	4,3	4,2
P/BV	0,9	0,6	0,9	0,8	0,8	0,8
ROAE (%)	12,0%	15,8%	21,1%	20,6%	19,7%	19,8%

		Taxa de crescimento no longo prazo (g)				
		3,5%	4,5%	5,5%	6,5%	7,5%
Custo de Capital - Ke	16,3%	42	43	45	48	51
	15,3%	46	48	50	53	57
	14,3%	50	53	57	61	66
	13,3%	56	60	65	70	78
	12,3%	63	68	75	84	96

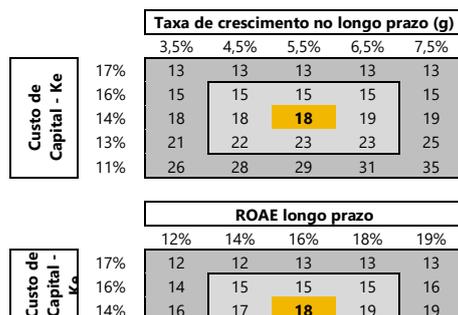
		ROAE no longo prazo				
		14,6%	16,6%	18,6%	20,6%	22,6%
Custo de Capital - Ke	16,3%	43	44	45	46	47
	15,3%	48	49	50	51	52
	14,3%	53	55	57	58	59
	13,3%	60	63	65	66	67
	12,3%	70	73	75	77	78

Bradesco

Atualizamos nossas projeções refletindo os últimos resultados do 1T23 e principalmente revisando nossas premissas de custo de capital (Ke). Desta forma, nosso valuation via DDM descontado considera um Ke de 14%, ROAE no longo prazo de 16% e taxa de crescimento de 5,5%. **Sendo assim nosso preço-alvo para BBDC4 é de R\$ 18 FY23 e alteramos nossa recomendação de Venda para Neutro**, que apesar ainda enxergarmos o Bradesco como o player que mais tem sofrido com a inadimplência em 2023, além de um resultado mais fraco com tesouraria vindo dos juros elevados, o banco tem um horizonte de recuperação pela frente a medida que a curva vai se fechando e os efeitos macroeconômicos melhorarem no 2S23, até lá os resultados do banco devem sentir pressão vindo da sua qualidade de crédito, pior que os pares.

Projeções (R\$ Milhões)	2020	2021	2022	2023 P	2024 P	2025 P
Margem Financeira	63.128	63.980	66.383	69.207	79.178	87.489
Margem com clientes	52.140	55.529	67.772	70.269	77.112	83.372
Margem com Mercado	10.988	8.451	(1.390)	(1.062)	2.066	4.117
PDD expandida	(25.754)	(15.035)	(32.297)	(35.736)	(33.750)	(32.633)
Margem Financeira Líquida	37.374	48.945	34.086	33.470	45.428	54.855
Serviços e Tarifas	32.747	34.099	35.694	35.658	36.705	37.630
Resultado com Seguros	12.121	11.451	14.762	14.908	16.006	17.578
Despesas não dec. de juros	(40.635)	(42.119)	(45.460)	(46.265)	(47.959)	(49.404)
Despesas Tributárias	(7.819)	(7.535)	(7.993)	(8.167)	(9.032)	(9.772)
Outras receitas/(desp) oper.	(5.788)	(4.824)	(3.681)	(4.786)	(5.239)	(5.875)
Resultado de participações em coligadas	115	144	233	208	241	261
Resultado Não Operacional	(77)	(204)	131	150	199	249
Lucro antes dos Impostos	28.038	39.957	27.772	25.177	36.350	45.522
Impostos	(8.171)	(13.478)	(6.758)	(7.399)	(12.359)	(15.477)
Participação dos minoritários	(239)	(265)	(333)	(536)	(774)	(970)
Lucro Líquido	19.628	26.214	20.681	17.242	23.217	29.075
Ativo total	1.644.804	1.695.217	1.830.247	2.004.562	2.175.742	2.350.446
Passivo Total	1.499.406	1.546.452	1.674.236	1.840.794	2.000.178	2.160.138
Patrimônio Líquido	145.398	148.765	156.011	163.768	175.565	190.308
Carteira de Crédito (Bacen)	510.312	609.928	656.431	688.525	754.395	826.535
Spread - NIM com clientes (%)	9,7%	9,1%	9,9%	9,7%	9,6%	9,6%
Inadimplência acima de 90 dias (%)	2,2%	2,8%	4,3%	5,7%	5,5%	4,9%
Índice de Cobertura (%)	403%	261%	204%	151%	153%	160%
Índice de Eficiência	40,5%	41,4%	41,4%	41,1%	38,7%	36,8%

Múltiplos	2020	2021	2022	2023 P	2024 P	2025 P
EPS	2,02	2,70	2,13	1,77	2,39	2,99
DPS	0,49	1,06	0,95	0,88	1,09	1,36
Dividend Yield	2,0%	5,5%	6,3%	5,3%	6,6%	8,3%
Payout (%)	27%	43%	49%	54%	50%	50%
P/E	13,4	7,8	7,8	10,2	7,6	6,1
P/BV	1,8	1,4	1,0	1,1	1,0	0,9
ROAE (%)	14,0%	17,8%	13,6%	10,8%	13,7%	15,9%



13%	20	21	22	23
	26	28	29	30
11%				31

Itaú Unibanco

Atualizamos nossas projeções refletindo os últimos resultados do 1T23 e principalmente revisando nossas premissas de custo de capital (Ke). Desta forma, nosso valuation via DDM descontado considera um Ke de 13,5%, ROAE no longo prazo de 19% e taxa de crescimento de 5,5%. **Sendo assim nosso preço-alvo para ITUB4 é de R\$ 34/ação FY23 e alteramos nossa recomendação de Neutra para Compra.** Enxergamos o Itaú Unibanco como o melhor player entre os incumbentes privados em termos de qualidade de crédito, solidez no balanço e rentabilidade, além de observarmos com bons olhos a sua transformação cultural e estratégica, bem como de uma agenda que nos parece assertiva de M&A.

Projeções (R\$ Milhões)	2020	2021	2022	2023 P	2024 P	2025 P
Margem Financeira	70.095	78.146	92.562	102.184	110.730	119.199
Margem com clientes	65.087	70.467	89.641	99.559	106.042	114.319
Margem com mercado	5.008	7.679	2.921	2.625	4.688	4.880
PDD Expandida	(30.209)	(20.234)	(32.299)	(36.895)	(38.309)	(40.114)
Margem Financeira Líquida	39.887	57.912	60.262	65.289	72.421	79.085
Serviços e Tarifas	37.230	39.870	41.107	42.949	45.077	46.935
Resultado com Seguros	6.081	5.963	7.485	8.882	9.466	9.608
Despesas não decorrentes de juros	(50.164)	(51.186)	(54.615)	(56.112)	(58.114)	(59.688)
Despesas Tributárias	(6.815)	(7.706)	(8.735)	(9.658)	(10.297)	(10.949)
Lucro antes dos Impostos	26.219	44.853	45.504	51.351	58.554	64.992
Impostos	(8.063)	(16.389)	(13.684)	(15.829)	(19.356)	(21.329)
Participação dos minoritários	380	(1.585)	(1.034)	(903)	(1.030)	(1.143)
Lucro Líquido	18.536	26.879	30.787	34.619	38.168	42.520
Ativo Total	2.112.586	2.166.019	2.469.958	2.753.929	3.006.676	3.273.843
Passivo Total	1.975.993	2.018.359	2.309.033	2.569.359	2.797.297	3.036.826
Patrimônio Líquido	136.593	144.554	160.925	184.570	209.379	237.017
Carteira de Crédito	710.553	819.074	906.187	965.485	1.052.335	1.139.928
Spread - NIM com clientes (%)	8,2%	7,5%	8,4%	8,7%	8,5%	8,6%
Inadimplência acima de 90 dias (%)	2,3%	2,5%	2,9%	3,2%	3,1%	3,0%
Índice de Cobertura (%)	320%	241%	212%	196%	192%	188%
Índice de Eficiência	47,1%	44,0%	41,2%	38,9%	37,5%	36,2%

Multiplos	2020	2021	2022	2023 P	2024 P	2025 P
EPS	1,90	2,75	3,15	3,55	3,91	4,36
DPS	0,47	0,66	0,86	0,94	1,37	1,52
Dividend Yield	1,6%	2,3%	3,0%	3,3%	4,8%	5,3%
Payout (%)	25%	24%	27%	26%	35%	35%
P/E	15,1	10,4	9,1	8,1	7,3	6,6
P/BV	2,0	1,9	1,7	1,5	1,3	1,2
ROAE (%)	13,8%	19,1%	20,2%	20,0%	19,4%	19,1%

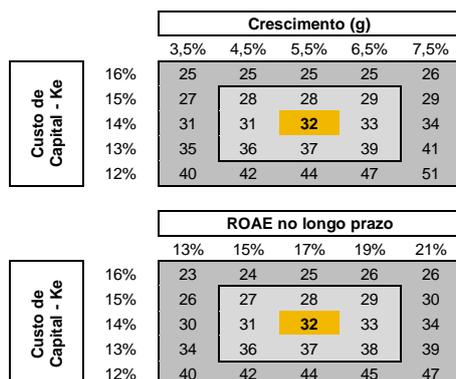
		Taxa de crescimento de longo prazo (g)				
		3,5%	4,5%	5,5%	6,5%	7,5%
Custo de Capital - Ke	15,5%	25	25	26	26	27
	14,5%	28	28	29	30	31
	13,5%	32	33	34	35	37
	12,5%	37	38	40	42	46
	11,5%	43	45	48	52	58
		ROAE				
		17%	18%	19%	20%	21%
Custo de Capital - Ke	15,5%	25	25	26	26	26
	14,5%	28	29	29	30	30
	13,5%	33	33	34	34	35
	12,5%	39	39	40	41	41
	11,5%	46	47	48	49	49

Santander

Atualizamos nossas projeções refletindo os últimos resultados do 1T23 e principalmente revisando nossas premissas de custo de capital (Ke). Desta forma, nosso valuation via DDM descontado considera um Ke de 14%, ROAE no longo prazo de 17% e taxa de crescimento de 5,5%. **Sendo assim nosso preço-alvo para SANB11 é de R\$ 32/ação FY23 e mantemos nossa recomendação como Neutra.** O Santander tem mostrado ainda tendências negativas no resultado, vindo de pressão na qualidade do crédito, NII sentindo efeitos do mix colateralizado não compensando o elevado custo do crédito atual e resultados com tesouraria ainda sofrendo com o juro elevado. Ainda permanecemos cautelosos em função do cenário atual, que pressiona o resultado do banco e esperamos melhores resultados

Projeções (R\$ Milhões)	2020	2021 P	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P
Margem Financeira	51.139	55.617	51.827	55.559	67.522	72.338
Margem com clientes	43.040	45.792	56.067	58.529	63.522	67.259
Margem com mercado	8.099	9.825	(4.239)	(2.970)	4.000	5.079
PDD expandida	(15.756)	(13.855)	(23.930)	(28.053)	(27.031)	(24.524)
Margem Financeira Líquida	35.383	41.762	27.897	27.506	40.491	47.814
Serviços e Tarifas	15.347	15.320	15.702	15.994	16.711	17.458
Comissões com seguros	3.117	3.555	3.606	3.910	4.256	4.490
Despesas com Pessoal e G&A	(20.381)	(21.212)	(22.706)	(24.072)	(25.192)	(26.223)
Despesas Tributárias	(4.074)	(4.756)	(4.883)	(4.710)	(5.523)	(5.885)
Outras Rec./(Desp.) Oper.	(7.321)	(9.726)	(4.869)	(9.762)	(12.654)	(14.364)
Resultado com participações	60	69	115	-89	-186	-200
Resultado não operacional	70	9	543	390	796	1.027
Lucro antes dos Impostos (EBT)	22.200	25.022	15.405	9.168	18.699	24.117
IR + CSLL	(6.575)	(8.551)	(2.326)	1.145	(6.358)	(8.200)
Participação dos minoritários	(209)	(126)	(179)	(131)	(267)	(345)
Lucro Líquido	15.417	16.345	12.900	10.182	12.074	15.572
Ativo total	1.002.389	963.376	1.048.518	1.117.572	1.199.881	1.288.182
Passivo total	923.421	884.636	966.456	1.033.456	1.109.728	1.190.244
Patrimônio Líquido	78.968	78.740	82.062	84.116	90.153	97.939
Carteira de Crédito	411.655	462.749	489.687	530.386	570.627	614.712
Spread - NIM com clientes (%)	11,0%	10,2%	11,6%	11,0%	11,1%	10,9%
Inadimplência acima de 90 dias (%)	2,1%	2,7%	3,1%	3,2%	3,1%	3,1%
Índice de Cobertura (%)	290%	220%	230%	233%	225%	216%

Multiplos	2020 P	2021 P	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P
EPS	4,11	4,30	3,44	2,72	3,22	4,15
DPS	1,02	2,54	2,16	2,22	1,61	2,08
Dividend Yield	2,4%	8,5%	7,0%	7,2%	5,2%	6,7%
Payout (%)	28%	59%	63%	82%	50%	50%
P/E	10,5	7,0	9,0	11,3	9,6	7,4
P/BV	2,0	1,4	1,4	1,4	1,3	1,2
ROE (%)	20,7%	20,7%	16,0%	12,3%	13,9%	16,6%



Disclaimer

Este material foi preparado pelo Banco Inter S.A. e destina-se à informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou venda de títulos ou valores mobiliários. Os ativos discutidos neste relatório podem não ser adequados para todos os investidores.

Este material não leva em consideração os objetivos de investimento, a situação financeira e as necessidades específicas de qualquer investidor em particular. Aqueles que desejem adquirir ou negociar os ativos objeto de análise neste material devem obter as informações pertinentes para formarem sua própria convicção sobre o investimento.

As decisões de investimento devem ser realizadas pelo próprio investidor. É recomendada a leitura dos prospectos, regulamentos, editais e demais documentos descritivos dos ativos antes de investir, com especial atenção ao detalhamento do risco do investimento. Investimentos nos mercados financeiros e de capitais estão sujeitos a riscos de perda superior ao capital investido. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros.

As informações, opiniões e estimativas contidas no presente material foram obtidas de fontes consideradas confiáveis pelo Banco Inter S.A. e este relatório foi preparado de maneira independente.

Em que pese tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar a veracidade das informações aqui contidas, nenhuma garantia é firmada pelo Banco Inter S.A. ou pelos analistas responsáveis quanto à correção, precisão e integridade de tais informações, ou quanto ao fato de serem completas. As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data em que o presente material foi disponibilizado e estão sujeitas a mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação, atualização ou revisão do presente material.

O analista de valores mobiliários responsável por este relatório declara que as recomendações e análises refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e que foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à pessoa jurídica à qual está vinculado, podendo, inclusive, divergir com a de outros analistas do Banco Inter S.A., ou ainda com a de opinião de seus acionistas, instituições controladas, coligadas e sob controle comum (em conjunto, "Inter").

Nos termos da regulamentação em vigor, a área de research do Inter é segregada fisicamente de outras atividades que podem ensejar potenciais conflitos de interesses.

O Banco Inter S.A. e as demais empresas do Inter poderão, respeitadas as previsões regulamentares, vender e comprar em nome próprio, de clientes e/ou via fundos de investimentos sob gestão, valores mobiliários objeto do presente relatório, bem como poderão recomendá-los aos seus clientes, distribuí-los, prestar serviços ao emissor do valor mobiliário objeto do relatório que enseje em pagamento de remuneração ao Banco Inter S.A. ou a empresas do Inter, ou, ainda, na hipótese do presente relatório ter como objeto fundo de investimento, originar ativos que serão adquiridos pelo veículo objeto do presente relatório.

O Banco Inter S.A. e outras empresas do Inter podem ter interesse financeiro e/ou comercial em relação ao emissor ou aos valores mobiliários objeto do relatório de análise, ou até mesmo participação societária em emissores objeto do presente relatório, suas controladas, controladores, coligadas e/ou sociedades sob controle comum.

Ademais, o analista responsável pelo presente relatório declara que:

- (i) a sua remuneração e dos analistas de valores mobiliários envolvidos na elaboração do presente relatório é direta ou indiretamente, influenciada pelas receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pelo Banco Inter.

Por sua vez, ante a ativo objeto de análise, o Inter declara que:

- (i) possui interesses financeiros e comerciais relevantes em relação ao emissor ou aos valores mobiliários objeto do relatório de análise;

Para maiores informações, é recomendável que os destinatários consultem a Resolução CVM/20, de 25 de fevereiro de 2021, e, também, o Código de Conduta da Apimec para o Analista de Valores Mobiliários.

Este material não pode ser reproduzido, distribuído ou publicado por qualquer pessoa, para quaisquer fins sem autorização.