

Ágora Insights

Análise Setorial

Bancos

Junho, 2023

Ainda procurando razões para ser otimista



Ainda procurando razões para ser otimista

- > Neste relatório, mostramos como o desempenho dos preços das ações dos bancos brasileiros está relacionado a um menor custo implícito de capital próprio (COE).
- > Em nossa opinião, as reavaliações de múltiplos foram suportadas por COEs mais baixos causados pela trajetória descendente da curva de juros.
- > Mas, os fundamentos dos bancos no Brasil não melhoraram para justificar revisões para cima.
- > A qualidade dos ativos dos bancos ainda é uma preocupação e os Resultados Líquidos de Intermediação Financeira (NII) têm desacelerado rapidamente com a redução do risco.
- > Continuamos cautelosos em relação aos bancos ficando com o BTG Pactual como nossa principal escolha, com base no fato de ele se beneficiar mais de taxas de juros mais baixas do que os bancos de varejo.

Qual é a razão por trás do rali? Os bancos brasileiros se recuperaram nos últimos 30 e 90 dias, apesar do ambiente macro ainda desafiador e da questionável qualidade dos lucros em geral reportados no 1T23. Em nossa opinião, a razão por trás desse desempenho superior está mais relacionada a COEs mais baixos impulsionados por expectativas de cortes nas taxas de juros antes do esperado do que por uma melhoria na qualidade dos lucros. Além disso, o crescimento dos lucros em 2023/24 ainda depende de uma aceleração na originação de crédito, pois já vimos uma rápida desaceleração no crescimento da receita líquida de juros com clientes, após um crescimento mais lento dos empréstimos e redução do risco da carteira.

Os fundamentos ainda não melhoraram. A qualidade dos ativos continuou piorando tanto para pessoas físicas quanto para pessoas jurídicas, enquanto a margem financeira com clientes vem desacelerando. Vale destacar que a inadimplência de pessoa física apresentou deterioração de 0,2 p.p. em abril de 2023 (+0,7 p.p. no ano), principalmente devido a cartões de crédito com juros parcelados (+0,4 p.p. no mês e +1,8 p.p. na variação anual em abril de 2023) e cheque especial (+0,2 p.p. e +1,5 p.p. na variação anual, em abril de 2023). Além disso, os NPLs (créditos inadimplentes) para empresas se deterioraram 0,2 p.p. no mês (+0,8 na variação anual) em abril de 2023, principalmente por causa do capital de giro (+0,2 p.p. na variação mensal e +1,6 p.p. na variação anual). Enquanto isso, o crescimento do crédito total desacelerou pelos 10 meses consecutivos para 11,1% na variação anual em abril de 2023, de 17,7% em junho de 2022, refletindo: i) crescimento mais lento para pessoa física (+15,7% ao ano de um pico de 21,9% em abril de 2022) por conta do crédito pessoal (ex-consignado) e rotativo do cartão de crédito, e ii) uma desaceleração significativa nos empréstimos para empresas para 4,6% na variação anual em abril de 2023, de 11,1% em agosto de 2022. Talvez temos um mix negativo fazendo com que o custo do risco continue alto por mais trimestres, enquanto a margem de lucro com clientes deve continuar em desaceleração, e a recuperação provavelmente dependerá de um ambiente macro melhor e mais indutor de aceleração.

Gustavo Schroden 

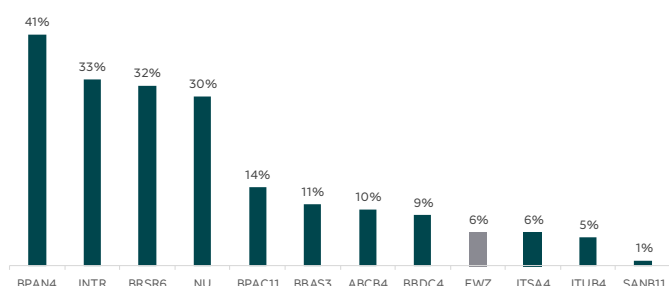
José Cataldo 

ÁGORA tem direito exclusivo de distribuição dos relatórios do Bradesco BBI para pessoas físicas.

O rali estava relacionado ao menor COE ou custo de capital implícito impulsionado pela trajetória descendente da curva de juros. Para ilustrar nossa percepção de que a recuperação dos bancos brasileiros está mais relacionada à expectativa de cortes nas taxas de juros do que aos fundamentos, realizamos uma análise para comparar os COEs implícitos a preços atuais considerando a atual curva de juros de 5 anos vs. COEs implícitos a preços atuais considerando os preços das ações e curva de juros de 5 anos há 90 dias atrás. Curiosamente, descobrimos que o COE implícito (a média dos bancos que cobrimos) caiu 2,3 p.p. para 14,0% de 16,3% há 90 dias, enquanto a curva de juros de 5 anos caiu 1,9 p.p. para 10,74% contra 12,64% há 90 dias. Como resultado, o spread do COE implícito vs. curva de juros de 5 anos caiu “apenas” 0,4 p.p. nos últimos 90 dias, mostrando que, em média, o COE dos bancos se moveu razoavelmente em conjunto com a curva de juros de 5 anos. No entanto, existem diferentes tendências entre os bancos que destacam os “melhores desempenhos” como: i) Banco do Brasil (spread de COE implícito de -1,64 p.p. vs. curva de juros de 5 anos), ii) Banrisul (spread de COE implícito de -1,13 p.p. vs. curva de juros de 5 anos), e iii) Nubank (spread de -0,86 p.p. do COE implícito vs. curva de juros de 5 anos), enquanto os “piores desempenhos” são: i) Santander Brasil (spread de +0,63 p.p. do COE implícito vs. curva de juros de 5 anos), ii) Itaú (+0,41 p.p. spread da curva implícita da curva de 5 anos), e iii) Banco Pan (+0,51p.p. spread do COE implícito vs. da curva de 5 anos).

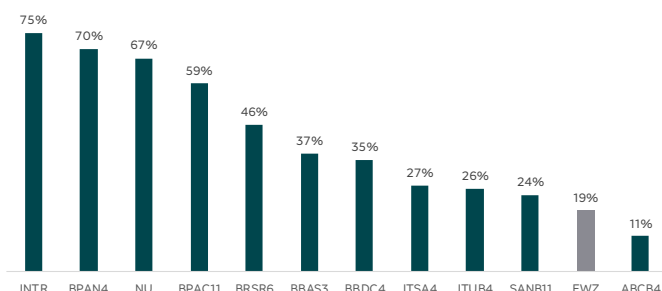
Ainda cauteloso nos bancos. Embora o reconhecimento de taxas de juros mais baixas seja positivo para as condições macro, estamos preocupados com os ganhos de curto prazo dos bancos, exigindo lucros líquidos no limite inferior das faixas de orientação este ano devido à qualidade desafiadora dos ativos e à evolução do NII. Mantemos o BTG Pactual como nossa primeira escolha, como o principal beneficiário das taxas de juros mais baixas.

Performance das ações (últimos 30 dias em US\$)



Fonte: Bradesco BBI e Bloomberg

Performance das ações (últimos 90 dias em US\$)



Fonte: Bradesco BBI e Bloomberg

Varição do P/L	ITUB	BBAS	SANB	BPAC	BPAN	ABCB	BRSR
P/L atual	7,09	4,19	9,78	11,56	11,74	5,00	5,52
P/L 30 dias atrás	6,39	3,56	8,62	8,93	7,26	4,40	4,41
P/L 90 dias atrás	7,05	3,28	10,03	8,36	7,83	5,13	4,43
Varição (30 dias)	11,0%	17,7%	13,5%	29,5%	61,7%	13,6%	25,2%
Varição (90 dias)	0,6%	27,7%	-2,5%	38,3%	49,9%	-2,5%	24,6%

Fonte: Bradesco BBI e Bloomberg

Varição do P/VPA	ITUB	BBAS	SANB	BPAC	BPAN	ABCB	BRSR
P/VPA atual	1,52	0,85	1,36	2,54	1,33	0,78	0,59
P/VPA 30 dias atrás	1,37	0,72	1,20	1,96	0,82	0,68	0,47
P/VPA 90 dias atrás	1,39	0,70	1,26	1,82	0,87	0,76	0,44
Varição (30 dias)	10,9%	18,1%	13,3%	29,6%	62,2%	14,7%	25,5%
Varição (90 dias)	9,4%	21,4%	7,9%	39,6%	52,9%	2,6%	34,1%

Fonte: Bradesco BBI e Bloomberg



ÁGORA
INVESTIMENTOS

Região Metropolitana (RJ e SP)

4004 8282

Demais Regiões do Brasil

0800 724 8282

RESEARCH ÁGORA

Dalton Gardimam
Economista-Chefe

José Francisco Cataldo Ferreira
CNPI - Estrategista de Análise -
Pessoas Físicas

Ricardo Faria França
CNPI - Analista de Investimentos

Maurício A. Camargo
CNPI-T - Analista Gráfico

Ernani Teixeira R. Júnior
CNPI-T - Analista Gráfico

Maria Clara W. F. Negrão
CNPI - Analista de Investimentos

Flávia Andrade Meireles
CNPI - Analista de Investimentos

Wellington Antonio Lourenço
CNPI - Analista de Investimentos

Henrique Procopio Colla
CNPI-T - Analista Gráfico

Renato Cesar Chanes
CNPI - Analista de Investimentos

José Ricardo Rosalen Filho
CNPI - P - Analista de Investimentos

Larissa Fidelis Monte
Analista Assistente de Investimentos

DIRETOR GERAL
Luís Claudio de Freitas Coelho Pereira

DIRETOR
Ricardo Barbieri de Andrade

Disclaimer

Este relatório foi preparado pela equipe de análise de investimentos da Ágora Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (Ágora), sociedade sob controle indireto do Banco Bradesco S.A. O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Ágora.

A distribuição desse relatório é realizada somente com o objetivo de fornecer informações e não representa uma oferta ou recomendação de qualquer valor mobiliário. As informações contidas neste relatório são consideradas confiáveis na data de sua publicação, entretanto, não representam por parte da Ágora garantia de exatidão dos dados factuais utilizados. As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas no julgamento dos analistas de investimento envolvidos na sua elaboração e são limitadas às companhias e aos ativos objetos de sua análise nos termos da Resolução CVM nº 20, e estão, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio.

A Ágora esclarece que reproduziu no presente relatório análises realizadas pela Bradesco Corretora de Títulos e Valores Mobiliários, sendo ambas sociedades integrantes do grupo econômico do Banco Bradesco S.A. Os analistas de investimentos declaram que pactuam com as opiniões expressadas nas referidas análises ora reproduzidas.

Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Resolução CVM nº 20:

Os analistas de investimento declaram que as opiniões contidas neste relatório refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais sobre o comportamento dos valores mobiliários objeto desse relatório, e que foram elaboradas de forma totalmente independente e autônoma, inclusive em relação à Ágora e demais empresas do grupo Bradesco.

A remuneração dos analistas de investimento está, direta ou indiretamente, influenciada pelo resultado proveniente dos negócios e operações financeiras realizadas pela Ágora.

Consulte os riscos da operação e compatibilidade com o seu perfil antes de investir. Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura.

Declarações nos termos do Art. 22 da Resolução nº 20, referentes às empresas cobertas pelos analistas de investimento da Ágora e Bradesco Corretora:

O Bradesco BBI tem participação societária e interesses econômicos relevantes na empresa Cosan Dez Participações S.A, empresa controlada pela Cosan S.A, emissora objeto de relatórios de análise. O Banco Bradesco tem participação societária e interesses econômicos relevantes na empresa Log Commercial Properties e Participações S.A.

Ágora, Bradesco Corretora, Bradesco BBI e demais empresas do grupo Bradesco têm interesses financeiros e comerciais relevantes em relação ao emissor ou aos valores mobiliários objeto de análise.

O Bradesco BBI está participando como coordenador na oferta pública de distribuição de LOG Commercial Properties

Nos últimos 12 meses, o Bradesco BBI participou como coordenador nas ofertas públicas de distribuição de títulos e valores mobiliários das companhias e/ou prestou serviços de outra natureza para as seguintes empresas: Aliancee Sonae Shopping Centers S.A., Alpargatas S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, Banco Inter S.A., CCR S.A., Centrais Elétricas Brasileiras S.A, Cielo S.A., Cognia Educação S.A., Companhia Brasileira de Alumínio S.A., Diagnóstico da América S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Energisa S.A., Eneva S.A., Fleury S.A., Guararapes Confeccões S.A., Hapvida Participacoes e Investimentos S/A, Iochpe Maxiom S.A., JHSF Participacoes S.A., Kora Saúde Participações S.A., Localiza Rent A Car S.A., Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A., Randon SA Implementos e Participações., Rede D'or São Luiz S.A., Sendas Distribuidora S.A., Telefônica Brasil S.A., Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. e Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A.

Nos últimos 12 meses, a Ágora e/ou a Bradesco Corretora participaram, como instituições intermediárias, das ofertas públicas de títulos e valores mobiliários das companhias: Aliancee Sonae Shopping Centers S.A., Alpargatas S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, Banco Inter S.A., CCR S.A., Centrais Elétricas Brasileiras S.A, Cielo S.A., Cognia Educação S.A., Companhia Brasileira de Alumínio S.A., CSHG - Recebíveis Imobiliários - FI e CSHG Logística - FI, CVC Brasil Operadora e Agência de Viagens S.A.m Diagnóstico da América S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Energisa S.A., Eneva S.A., Fleury S.A., Guararapes Confeccões S.A., Hapvida Participacoes e Investimentos S/A, Iguatemi S.A., Iochpe Maxiom S.A., JHSF Participacoes S.A., Kora Saúde Participações S.A., Localiza Rent A Car S.A., Méliuz S.A., Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A., Randon SA Implementos e Participações., Rede D'or São Luiz S.A., Sendas Distribuidora S.A., Telefônica Brasil S.A., Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. e Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A.

A Bradesco Corretora recebe remuneração por serviços prestados como formador de mercado de ações da AMBIPAR Participações e Empreendimentos S.A. e Fomento Economico Mexicano FEMSA (FMXB34).