

Ágora Insights

# Análise Setorial

Serviços Financeiros

Setembro, 2023

O que fazer em um cenário nebuloso?  
Favorecer aquilo que é mais claro



## O que fazer em um cenário nebuloso? Favorecer aquilo que é mais claro

**Em busca de oportunidades...** O mercado de capitais continua a apresentar a melhor relação entre risco e retorno, em nossa opinião. Os investidores têm lidado ultimamente com muitas incertezas, com questões sobre o momento/magnitude dos cortes nas taxas de juro, a estabilização das taxas após o fim do ciclo de flexibilização e o ritmo da recuperação econômica. Neste contexto, o nível de convicção para a escolha de ações permanece muito baixo entre a comunidade de investidores e, diante disto, preferimos privilegiar a exposição à aquelas empresas onde a dinâmica de resultados é mais visível e, conseqüentemente, com menor risco.

Com a recuperação das atividades do mercado de capitais, os *players* no setor já estão se beneficiando de melhores volumes de negociação, de um apetite ao risco ligeiramente mais elevado dos investidores, da recuperação das emissões de dívidas/ações e outros. Como tal, acreditamos que a B3 mostra potencial, mas tende a ser mais cíclica, com maior dependência de um único segmento (mercado à vista e volumes de derivativos), indicando riscos mais elevados.

Alternativamente, os *players* que são mais dependentes de uma recuperação da economia real - ou seja, melhoria das vendas no varejo, maior apetite pelo risco em empréstimos e declínio da alavancagem dos consumidores, o que deverá, em última análise, impulsionar a retomada do crescimento dos volumes processados - ainda enfrentam desafios, e a recuperação dos resultados pode demorar mais do que o esperado, indicando uma pior assimetria entre risco e retorno neste momento.

Por fim, ainda vemos o setor de seguros como defensivo, embora com prováveis obstáculos antes da queda das taxas de juro.

**Ajustando os modelos e as expectativas para o 2S23.** Estamos atualizando nossos modelos de valuation para as ações da B3, BB Seguridade, Caixa Seguridade e Inter, incorporando nossas expectativas para o segundo semestre e ajustando nossos preço-alvos para o final de 2024, embora mantendo as recomendações inalteradas por ora.

Otávio Tanganelli 

Renato Chanes 

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

**B3 (B3SA3):** Estamos atualizando nosso modelo para as ações da B3 incorporando nossas expectativas para o 2S23. A B3 deverá continuar a se beneficiar da recuperação do mercado de capitais, o que deverá melhorar os volumes de negócios para além da média acumulada no ano, de aproximadamente R\$ 25 bilhões por dia. Os volumes, no entanto, tendem a ser altamente cíclicos e dependentes (i) da redução da queda das taxas de juro do mercado; e (ii) de fluxos mais elevados dos investidores, com maior apetite pelo risco. De tal modo, esperamos que a empresa obtenha lucro líquido de R\$ 5,4 bilhões em 2024, amplamente em linha com as expectativas do consenso de R\$ 5,2 bilhões (assumindo R\$ 29,8 bilhões de volume médio diário para o ano), implicando em um 14x o múltiplo P/L e 7% de dividendos - que ainda implica um bom carregamento para os próximos 12 meses, mas que depende de um forte potencial para reclassificação de múltiplos na ausência de evidências mais fortes de aceleração dos volumes. **Seguimos com a recomendação de Compra, mas agora com um novo preço-alvo de R\$ 18,00 para o final de 2024.**

B3 R\$ milhões	2023			2024			2025		
	Novo	Antigo	Δ %	Novo	Antigo	Δ %	Novo	Antigo	Δ %
Receita Líquida	9.104	9.094	0%	10.100	9.920	2%	11.302	11.114	2%
EBITDA	6.522	6.382	2%	7.404	7.010	6%	8.431	8.008	5%
Margem EBITDA	71,6%	70,2%	1,5 p.p.	73,3%	70,7%	2,6 p.p.	74,6%	72,1%	2,5 p.p.
Lucro Líquido Ajustado	4.865	4.866	0%	5.384	5.168	4%	5.978	5.747	4%

Fontes: Bradesco BBI e Companhia

**BB Seguridade (BBSE3):** Estamos ajustando nosso preço-alvo para R\$ 18,00, mas mantendo a recomendação apenas Neutra. Continuamos vendo a BB Seguridade como uma opção defensiva em um ambiente incerto, mas na frente de riscos, destacamos os prováveis ventos favoráveis de cortes nas taxas de juros, que devem pesar nos resultados financeiros e uma potencial desaceleração nos resultados recorde no segmento de seguros rurais. Esperamos agora um lucro líquido de R\$ 7,3 bilhões em 2024, em comparação com o número consensual de R\$ 7,8 bilhões, implicando em 8,7x o múltiplo P/L e um atraente rendimento de dividendos de 9,8%.

BB Seguridade R\$ milhões	2023			2024			2025		
	Novo	Antigo	Δ %	Novo	Antigo	Δ %	Novo	Antigo	Δ %
Receita de Corretagem	4.552	4.755	-4,3%	4.942	5.077	-2,7%	5.445	5.467	-0,4%
Equivalência Patrimonial	4.169	3.965	5,1%	4.078	3.901	4,5%	4.592	4.398	4,4%
Lucro Operacional	8.227	8.241	-0,2%	8.470	8.466	0,0%	9.433	9.314	1,3%
Lucro Líquido	7.228	7.085	2,0%	7.336	7.180	2,2%	8.161	7.918	3,1%

Fontes: Bradesco BBI e Companhia

**Caixa Seguridade (CXSE3):** Estamos atualizando nosso preço-alvo para R\$ 10,00, mantendo nossa recomendação apenas Neutra. Assim como a BB Seguridade, a Caixa também deve funcionar como uma defesa para investidores que buscam menores riscos. Em uma perspectiva relativa, porém, os resultados da Caixa Seguridade podem apresentar riscos mais elevados relacionados aos resultados da divisão de seguros quando comparados à BB Seguridade, devido à sua maior exposição ao seguro prestamista (que tem sido um dos mais fracos desempenhos entre os segmentos de seguros). Esperamos agora um lucro líquido de R\$ 3,7 bilhões (contra o consenso de R\$ 3,9 bilhões) para 2024, implicando em 9x o múltiplo P/L e rendimento de dividendos de 9,3%.

Caixa Seguridade R\$ milhões	2023			2024			2025		
	Novo	Antigo	Δ %	Novo	Antigo	Δ %	Novo	Antigo	Δ %
Receita de Corretagem	1.934	1.907	1,4%	2.119	2.066	2,6%	2.237	2.209	1,3%
Equivalência Patrimonial	2.519	2.455	2,6%	2.830	2.728	3,7%	2.978	2.879	3,4%
Lucro Operacional	3.735	3.668	1,8%	4.098	3.985	2,8%	4.226	4.136	2,2%
Lucro Líquido	3.383	3.345	1,1%	3.734	3.660	2,0%	3.878	3.820	1,5%

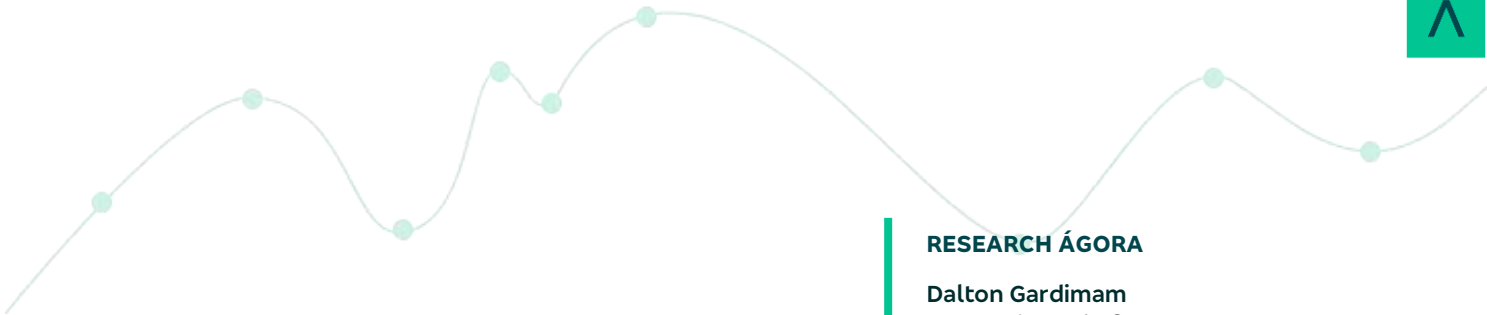
Fontes: Bradesco BBI e Companhia



**Inter (INBR32):** Estamos atualizando nosso modelo, incorporando os resultados mais recentes e ajustando nosso preço-alvo para R\$ 17,00 (implicando uma queda de quase 20% em relação aos preços atuais), principalmente com base em premissas de ROE mais altas no futuro. Do lado positivo, a operação bancária do Inter melhorou no 2T23, com *spreads* de crédito mais elevados, beneficiando-se da recente reprecificação de empréstimos que o banco vem implementando. No entanto, as originações têm desacelerado (com menor apetite pelo risco por parte do banco) e os níveis de provisionamento permanecem elevados, com a alavancagem dos consumidores em máximas históricas. Assim, esperamos agora um lucro líquido de R\$ 431 milhões para 2024, assumindo que a melhoria recente deve continuar a acontecer gradualmente nos próximos trimestres, embora pareça estar amplamente incorporada nas expectativas do consenso neste momento. **Vemos INBR32 negociando a 1,1x o seu valor patrimonial (P/VPA) e 19,5x o múltiplo P/L, o que, em nossa opinião, não indica uma assimetria favorável entre risco e retorno, considerando os riscos de execução futuros neste momento, justificando a nossa recomendação ainda de Venda.**

Inter R\$ milhões	2023E			2024E			2025E		
	Nova	Antiga	Δ%	Nova	Antiga	Δ%	Nova	Antiga	Δ%
Result. De Intermed. Financ. antes das Provisões	3.355	3.282	2,2%	3.713	3.492	6,3%	4.078	3.971	2,7%
Provisões para Perdas com Empréstimos, líquidas	(1.523)	(1.422)	7,1%	(1.385)	(1.520)	-8,9%	(1.502)	(1.735)	-13,4%
Result. De Intermed. Financ. após as Provisões	1.832	1.860	-1,5%	2.328	1.973	18,0%	2.577	2.236	15,3%
Outras Receitas/Despesas	(1.436)	(1.608)	-10,7%	(1.421)	(1.442)	-1,5%	(1.469)	(1.541)	-4,7%
EBT	397	253	56,9%	907	531	70,8%	1.108	695	59,4%
Lucro Líquido Recorrente	259	160	61,9%	499	292	70,9%	728	479	52,0%
ROAE (%)	3,6%	2,3%	1,3 p.p.	6,5%	4,0%	2,5 p.p.	9,0%	6,3%	2,7 p.p.

Fonte: Inter e Bradesco BBI



**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 – Superintendente de Research  
– 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

Luis 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., uma empresa gerenciada pela Cosan S.A. O Banco Bradesco S.A, detentor do Bradesco BBI e da Bradesco Corretora, tem participação acionária indireta em Livetech da Bahia (WDC) e da Log Commercial Properties.

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.

Bradesco BBI está participando como coordenador nas Ofertas Públicas de Valores Mobiliários de Companhia Paranaense de Saneamento S.A (COPEL), Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobras, Plano&Plano Desenvolvimento Imobiliário, Tenda Construtora S.A. e Via S.A.

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: Aliance Sonae Shopping Centers S.A., Alpargatas S.A., Assai Atacadista S.A., Banco do Brasil S.A, BRF S.A. C&A Modas, Cielo S.A., Cognia Educacao S.A., CPFL Energia S.A, Diagnóstico da América S.A., Direcional S.A, Eletrobras S.A., Energisa S.A., Guararapes Confeções S.A., Hapvida Participacoes e Investimentos S/A, Iguatemi S.A, Inter S.A., JHSF Participacoes S.A., Localiza Rent A Car S.A., MRV S.A., Movida S.A, Empreendimentos Pague Menos S.A, Oceanpact S.A., Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, Randon SA Implementos e Participações., Rede D'or São Luiz, Sanepar S.A, Telefônica Brasil S.A., Unidas S.A, Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A, Via S.A. Viveo S.A. e Yduqs 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: Aliance Sonae Shopping Centers S.A., Alpargatas S.A., Assai Atacadista S.A., Banco do Brasil S.A, BRF S.A. C&A Modas, Cielo S.A., Cognia Educacao S.A., Companhia Siderurgica Nacional (CSN), CPFL Energia S.A, Diagnóstico da América S.A., Direcional S.A, Eletrobras S.A., Energisa S.A., Guararapes Confeções S.A., Hapvida Participacoes e Investimentos S/A, Iguatemi S.A, Inter S.A., JHSF Participacoes S.A., Localiza Rent A Car S.A., MRV S.A., Movida S.A, Empreendimentos Pague Menos S.A, Oceanpact S.A., Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, Randon SA Implementos e Participações., Rede D'or São Luiz, Sanepar S.A, Telefônica Brasil S.A., Unidas S.A, Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A, Via S.A. Viveo S.A. e Yduqs S.A.

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