

Bancos

O que está além da desaceleração? Nossa visão atualizada para 2024; atualização de modelos e preços-alvo

Bancos

15 de novembro de
2023

Neste relatório, nós analisamos as tendências recentes e as perspectivas para o setor bancário brasileiro. O ciclo anterior registrou um aumento na atividade das fintechs, expandindo a inclusão financeira e a acessibilidade ao crédito. Esse ciclo coincidiu com um cenário de forte elevação da inflação, que gerou políticas de aperto monetário e, subsequentemente, uma queda na qualidade dos ativos. Embora esse efeito tenha ecoado em todos os players do setor, os neobanks bem-sucedidos demonstraram não apenas como a principalidade é essencial para alcançar um desempenho superior, mas também o quão eficiente em termos de custos um player digital poderia ser.

O que está além da desaceleração? Olhando adiante, esperamos uma redução da inadimplência e uma retomada moderada da originação de crédito com maior risco ao longo de 2024. Apesar de acreditarmos que o crescimento da margem com crédito ficará abaixo do crescimento do portfólio, um nível mais baixo de provisões deve elevar os resultados ajustados pelo risco. Taxas devem permanecer sujeitas a pressão intensa, embora a implementação de uma abordagem mais eficiente em termos de custo deva ajudar a contrabalancear esse efeito. De modo geral, esperamos uma recuperação do retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) do setor, amplamente impulsionada pelo segmento do varejo.

Atualizamos nossas preferências: mantemos Itaú Unibanco como top pick e sua recomendação Outperform, em virtude de sua gestão diligente de custos sem comprometer investimentos em tecnologia, reforçando sua abordagem centrada no cliente e aumentando a principalidade de clientes. Em virtude da expectativa de crescimento no ROE de mais de 21% nos próximos anos, seu valuation de 1,51x P/BV parece estar desconectado, e nosso novo preço-alvo (TP) de R\$37 implica potencial de valorização (upside) de 24% em relação aos níveis atuais.

Elevamos a recomendação de Bradesco para Outperform com base na percepção mais clara de uma assimetria no valuation. Embora os resultados de curto prazo carreguem algum nível de incerteza, espera-se que a adoção mais tardia de uma postura de crédito restritiva gere impactos positivos em 2024. Em nossos modelos, adotamos um ROE conservador de longo prazo de 15,5% (em linha com o Ke), a ser alcançado em meados de 2025. Nosso novo preço-alvo de R\$18 implica upside de 20% a partir do atual valuation baixo de 0,93x P/BV.

Rebaixamos a recomendação de Banco do Brasil para Neutral devido ao crescimento limitado do lucro. O principal risco positivo para os grandes bancos sob nossa cobertura consiste na redução do custo de risco, à medida que os empréstimos inadimplentes forem baixados. Considerando os menores impactos em virtude de um portfólio mais defensivo e a correlação mais alta dos resultados da tesouraria com a Selic, o crescimento do lucro do BB deve ficar mais restrito nos próximos dois anos em comparação com os pares.

ITUB4
Rating: Outperform 12M TP: R\$ 37,0**BBDC4**
Rating: Outperform 12M TP: R\$ 18,0**BBAS3**
Rating: Neutral 12M TP: R\$ 59,0**SANB11**
Rating: Neutral 12M TP: R\$ 35,0**Daniel Vaz**
+55 11 3175 8407
daniel.vaz@safra.com.br**Silvio Dória**
+55 11 3175 7929
silvio.v@safra.com.br**Gabriel Pucci**
+55 11 3175 1316
gabriel.pucci@safra.com.br

Embora continue sendo um bom nome para se manter, com retorno aos acionistas (dividend yield) de 11% em 2024 e upside de 17%, nosso novo preço-alvo de R\$59 alinha-se melhor a uma recomendação Neutral, reforçando nossa preferência por bancos privados, que não carregam o risco adicional de ruídos políticos.

Reiteramos a recomendação Neutral para Santander Brasil devido ao upside mais baixo em comparação com pares. Como resultado da melhoria do custo de crédito e de ganhos com a gestão de ativos e passivos (ALM), espera-se aumento na lucratividade do banco nos próximos dois anos. No entanto, nosso preço-alvo inalterado de R\$35 implica upside limitado de +13%, que não é suficiente para uma elevação de recomendação, principalmente se considerarmos o prêmio de mais de 26% sobre o 2024e P/E do Itaú Unibanco (e superior a 16% em 2025), o qual consideramos não justificado tendo em vista que o Itaú tem ROE estruturalmente mais alto e maior resiliência dos lucros durante os ciclos.

Principais riscos: Forte deterioração das condições macroeconômicas, qualidade de ativos pior do que a esperada, mudanças regulatórias, concorrência irracional e interferências políticas (BB).

Resumo das recomendações, preços-alvo e múltiplos

Company	Rating	Target Price	Upside %	P/E		P/BV		ROE		Net Income 2024E	Vs. Cons.	Net Income 2025E	Vs. Cons.
				2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E				
Itaú Unibanco	Outperform	37.0	24%	6.6	6.1	1.38	1.24	21.8%	21.6%	40,598	3.6%	44,488	6.1%
Bradesco	Outperform	18.0	20%	6.7	5.5	0.87	0.79	13.4%	15.1%	22,501	-4.1%	27,560	-3.2%
Banco do Brasil	Neutral	59.0	17%	3.9	3.8	0.79	0.73	20.3%	19.3%	37,099	0.5%	37,963	1.8%
Santander Brasil	Neutral	35.0	13%	8.4	7.0	1.24	1.15	15.0%	16.7%	13,776	-2.1%	16,450	1.6%

Fonte: Safr, Bloomberg

Tabela comparativa – estimativas da Bloomberg

	Rating	Current Price	Target Price	Upside	Market Cap (BRLmn)	P/E			P/BV			Div. yield		
						2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Large cap banks					680,202	6.8	6.0	5.5	1.18	1.08	0.99	6.1%	6.9%	8.0%
Itaú Unibanco	Outperform	29.83	37.0	24%	269,500	7.6	6.9	6.4	1.63	1.47	1.35	4.7%	5.9%	7.4%
Bradesco	Outperform	15.05	18.0	20%	151,476	8.3	6.5	5.3	0.98	0.92	0.84	6.5%	6.4%	7.7%
Banco do Brasil	Neutral	50.29	59.0	17%	144,102	4.1	3.9	3.9	0.83	0.74	0.67	9.6%	10.3%	11.0%
Santander Brasil	Neutral	30.94	35.0	13%	115,123	11.3	8.2	7.1	1.35	1.34	1.24	4.5%	5.4%	6.3%
Capital markets					264,272	14.2	12.1	10.9	3.01	2.72	2.50	3.1%	4.1%	4.8%
BTG Pactual	Outperform	34.13	34.0	0%	130,901	12.8	10.9	9.8	2.64	2.26	2.01	2.3%	3.1%	3.7%
XP Inc.	Not covered	22.39	-	-	59,702	14.9	11.9	10.6	3.05	2.55	2.23	2.1%	2.9%	3.8%
B3	Neutral	12.66	16.0	26%	73,669	16.0	14.5	13.2	3.63	3.68	3.60	5.2%	7.0%	7.4%
Neobanks/Payments					272,157	32.0	19.7	14.1	5.02	4.00	3.19	0.4%	0.6%	1.3%
Nu Holdings	Not covered	8.83	-	-	203,737	36.4	21.9	15.2	6.07	4.77	3.72	0.0%	0.2%	1.0%
Inter & Co	Not covered	5.46	-	-	10,675	34.6	14.0	9.8	1.46	1.34	1.22	0.2%	0.6%	1.7%
PagSeguro Digital Ltd	Not covered	8.40	-	-	13,451	8.3	7.3	6.4	1.03	0.91	0.80	0.0%	0.0%	0.7%
StoneCo	Not covered	8.40	-	-	13,451	8.3	7.3	6.4	1.03	0.91	0.80	0.0%	0.0%	0.7%
Totvs	Outperform	32.63	36.0	10%	20,139	31.9	24.7	20.4	3.88	3.46	3.36	0.8%	1.3%	1.6%
Cielo	Neutral	3.94	5.9	-82%	10,704	5.4	5.3	5.3	0.85	0.76	0.70	7.4%	8.2%	9.0%
Mid-sized cap banks					11,107	n.a.	n.a.	n.a.	0.56	0.53	0.49	8.2%	8.7%	9.8%
Banrisul	Not covered	11.41	-	-	4,820	5.3	4.1	3.4	0.48	0.45	0.41	8.3%	9.5%	11.2%
Banco BMG	Not covered	2.53	-	-	1,476	25.3	6.7	5.1	0.39	0.38	0.36	11.9%	8.7%	7.9%
ABC Brasil	Not covered	21.28	-	-	4,811	5.7	5.3	4.8	0.83	0.76	0.69	7.0%	8.0%	8.7%
Diversified financials					223,222	8.0	7.3	6.7	n.a.	n.a.	n.a.	6.6%	7.4%	9.3%
BB Seguridade	Outperform	31.65	37.5	18%	63,300	8.4	8.0	7.6	7.54	6.87	6.19	10.3%	10.8%	11.2%
Porto Seguro	Outperform	27.78	32.0	15%	17,962	8.2	8.1	7.6	1.56	1.47	1.37	6.2%	6.9%	7.7%
Caixa Seguridade	Not covered	11.36	-	-	34,080	9.9	8.8	8.1	3.00	2.88	2.75	8.8%	9.9%	10.7%
IRB Brasil	Neutral	44.27	51.0	15%	3,642	22.2	11.4	7.7	0.86	0.80	0.74	0.4%	1.7%	3.7%
Patria	Not covered	14.36	-	-	10,331	12.7	9.8	8.5	3.98	3.98	4.17	7.0%	8.0%	9.3%
Itaúsa	Outperform	9.69	11.0	14%	93,907	6.7	6.1	5.6	n.a.	n.a.	n.a.	3.6%	4.5%	8.1%

Fonte: Safr, Bloomberg

Índice

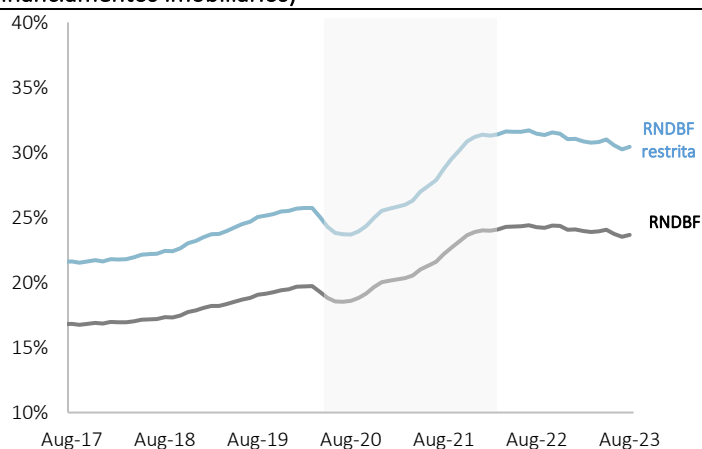
1.	Tese de investimento	4
2.	Atualização das preferências	10
3.	Itaú Unibanco	15
4.	Bradesco	19
5.	Banco do Brasil	22
6.	Santander Brasil	26

Tese de investimento

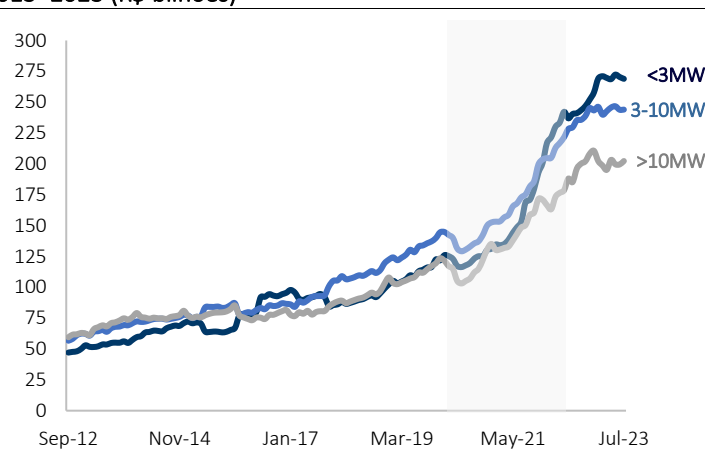
O que está além da desaceleração?

O ciclo de crédito anterior no Brasil registrou um aumento notável na atividade das fintechs, melhorando significativamente a acessibilidade ao crédito no segmento de varejo e expandindo a inclusão financeira. Esse cenário, combinado com um aumento na taxa de poupança e o auxílio econômico direcionado relacionado à pandemia de Covid-19, estabeleceu as bases para uma incidência consideravelmente baixa de empréstimos inadimplentes (NPLs) em 2020 e 2021.

Endividamento das famílias, 2013–2023 (excluindo financiamentos imobiliários) **Empréstimos de varejo sem garantia por faixa de salário mínimo, 2013–2023 (R\$ bilhões)**



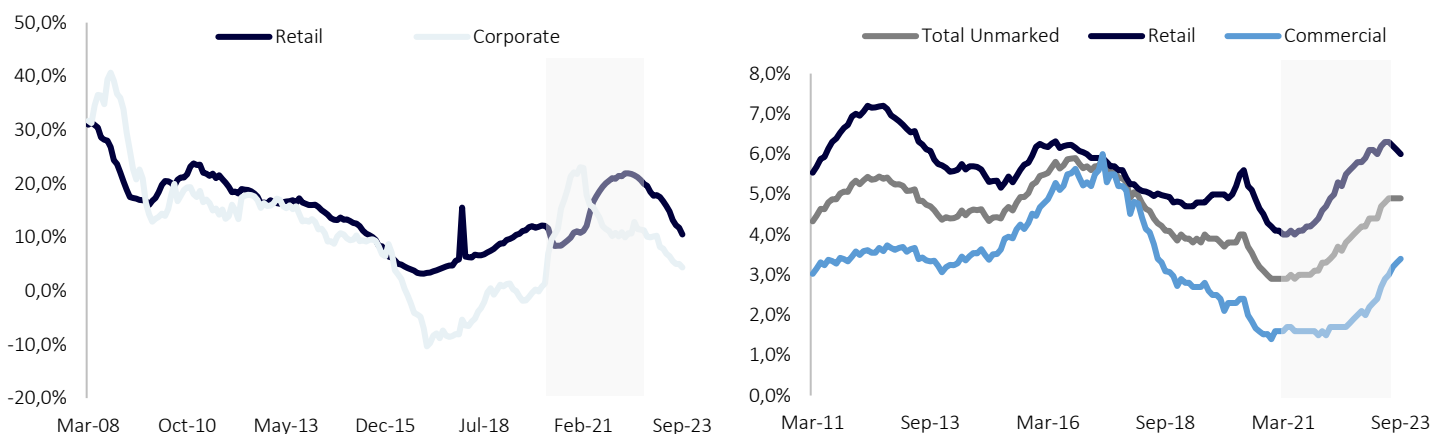
Fonte: estimativas do Safr, Banco Central do Brasil
 Note: RNDBF = Renda Nacional Disponível Bruta das Famílias



Fonte: estimativas do Safr, Banco Central do Brasil
 Nota: empréstimos de varejo sem garantia, calculados como empréstimos pessoais somados a cartões de crédito

Essa perspectiva positiva estimulou um entusiasmo coletivo entre players novos e existentes, resultando em uma expansão substancial do crédito ao consumidor. No entanto, esse cenário coincidiu com um ambiente de inflação extremamente elevada, ocasionando um aperto rápido e significativo da política monetária. Qual foi o resultado? Uma queda perceptível na qualidade dos ativos, o que colocou em evidência o equilíbrio delicado entre crescimento e risco em 2022 e 2023.

Crescimento dos empréstimos entre 2013 e 2023 (ante o ano anterior; %) **Evolução do NPL entre 2013 e 2023 (%)**

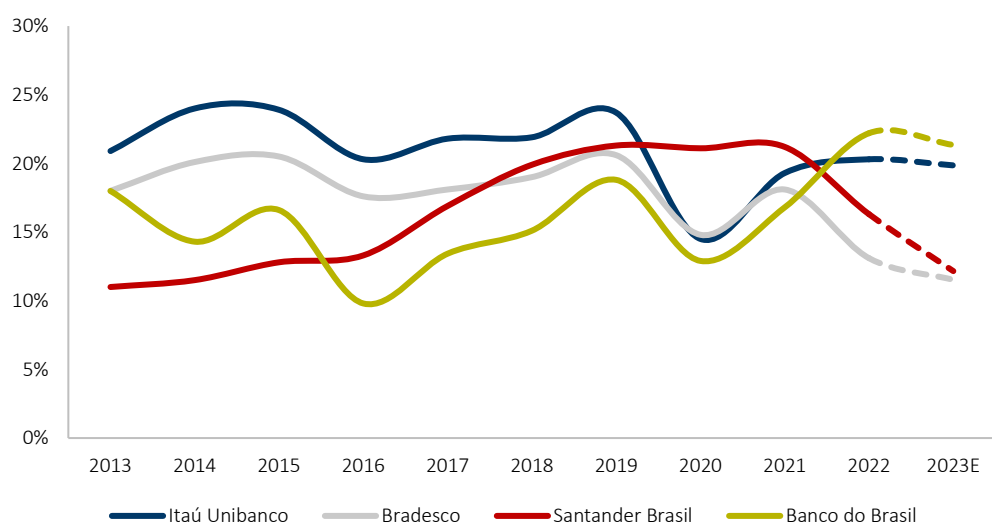


Fonte: estimativas do Safr, Banco Central do Brasil

Fonte: estimativas do Safr, Banco Central do Brasil

Os bancos naturalmente se moveram na direção de um apetite mais cauteloso por risco, o que causou uma desaceleração clara no crescimento e na lucratividade dos bancos incumbentes, principalmente Bradesco e Santander Brasil. Por outro lado, o desempenho recente dos neobanks mais maduros relevou os benefícios de um modelo totalmente digital, ágil e com ativos enxutos, em contraste com a estrutura baseada em agências dos incumbentes, motivando uma reavaliação da abordagem operacional tradicional, tendo em vista a dinâmica em evolução do mercado.

Evolução do ROE de 2013 a 2023 por player



Fonte: Safr e estimativas da Bloomberg

Desse modo, neste relatório nós compartilhamos nossa opinião sobre o que está além da desaceleração, ou seja, nossas expectativas para os grandes bancos sob nossa cobertura para os próximos anos.

Visão rápida sobre regulamentação – Discussões colaborativas devem limitar impactos

Recentemente, temos visto um aumento da atividade regulatória no setor bancário brasileiro, principalmente a respeito dos juros sobre capital próprio (JCP) e do limite da taxa de juros sobre o rotativo do cartão de crédito. Ainda que essas medidas devam

avançar, seu impacto geral deve ser menos abrangente do que inicialmente projetado, em nossa opinião.

No caso do JCP, em vez de sua eliminação completa, parece haver uma mudança na direção de um modelo alinhado ao de outros países, como o allowance for corporate equity (ACE), conforme apontado em discussões recentes entre a Febraban e o ministro da Fazenda Fernando Haddad, aliviando preocupações sobre um possível aumento na carga tributária.

Com relação ao limite da taxa de juros sobre o rotativo do cartão de crédito, o projeto de lei aprovado pelo Senado no início de outubro exige a criação de uma autorregulamentação no prazo de 90 dias. Caso contrário, seria estabelecido um teto que limitaria a 100% os juros sobre o crédito rotativo, ou seja, o saldo em atraso inicial poderia no máximo dobrar, potencialmente no período de um ano. Embora a expectativa seja de que esse limite seja mantido, o presidente do Banco Central do Brasil (BCB), Campos Neto, está trabalhando ativamente na busca de uma solução colaborativa com as companhias. Esse esforço fica evidenciado pelas discussões sobre restrições ao parcelamento de compras sem juros e a potencial imposição de um teto para a taxa de intercâmbio de cartões de crédito, o que demonstra um esforço coordenado para atenuar os impactos de tais medidas sobre os participantes do ecossistema de pagamentos por cartão.

O que está além da desaceleração?

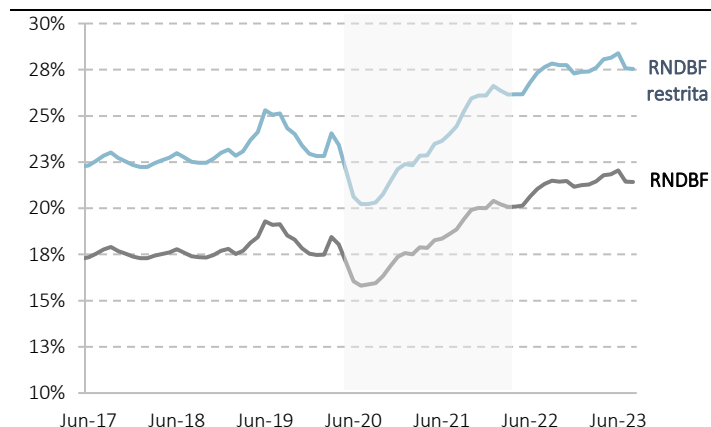
Com base no contexto acima, apresentamos nossas principais hipóteses para os próximos anos, que serão discutidas em maiores detalhes neste relatório.

1. A inadimplência no varejo potencialmente atingiu seu pico no 3T, depois que bancos mantiveram as restrições sobre o crédito ao consumidor, o que ajudará a controlar o custo de risco em 2024.
2. O aumento no número de pedidos de recuperação de empresas deve continuar pesando sobre as perspectivas de crédito no segmento do atacado.
3. A expansão da concessão de créditos mais arriscados deve ser retomada moderadamente, embora o avanço das fintechs deva gerar concorrência intensa e alguma pressão sobre spreads.
4. A eficiência de custos deve se tornar o tema central para compensar um cenário de crescimento moderado das receitas.
5. O crescimento da margem com cliente em 2024 pode ficar abaixo do crescimento do crédito em virtude da pressão sobre spreads mencionada acima, além de um portfólio e um mix de clientes mais conservadores em no fim de 2023.
6. Considerando-se todos os fatores acima, os resultados ajustados pelo risco devem registrar crescimento positivo de 17% em 2024 (ante 6% em 2023).

Em nossa opinião, a inadimplência no varejo claramente atingiu seu pico no terceiro trimestre, principalmente em bancos que começaram a restringir o crédito de maneira mais rigorosa antecipadamente, como o Santander Brasil. Conforme projetamos para além de 2024, espera-se que essa tendência contribua significativamente para uma redução no custo de risco.

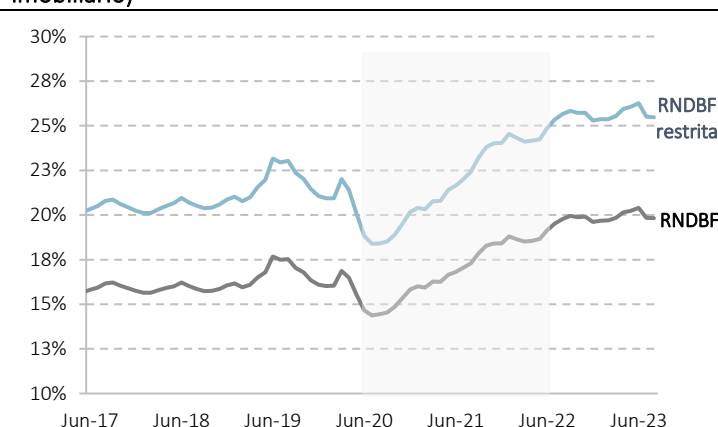
No entanto, é importante observar que o potencial imediato para uma redução acentuada pode ficar de certa forma limitado, já que a melhoria dos NPLs pode ser em grande parte atribuída a um portfólio mais conservador e não a avanços na renda disponível, conforme evidenciado pelo alto nível do comprometimento da renda com o serviço da dívida.

Nível de comprometimento da renda de pessoas físicas com o serviço da dívida entre 2013 e 2023



Fonte: estimativas do Safr, Banco Central do Brasil
Nota: RNDBF = Renda Nacional Disponível Bruta das Famílias

Nível de comprometimento da renda de pessoas físicas com o serviço da dívida entre 2013 e 2023 (excluindo financiamento imobiliário)

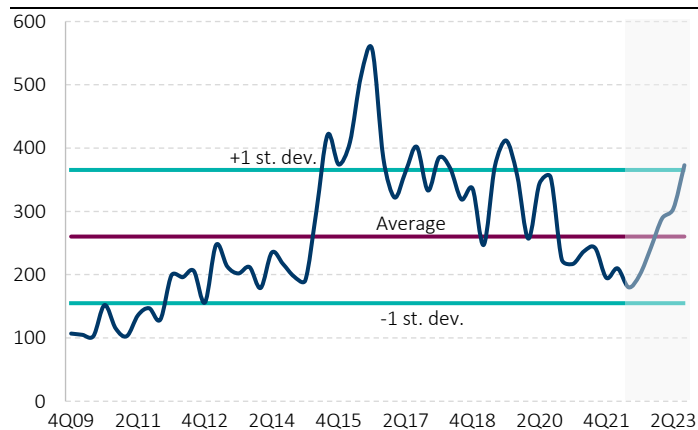


Fonte: estimativas do Safr, Banco Central do Brasil

No segmento de atacado, acreditamos que o alto volume de pedidos de recuperação judicial deva se manter, tendo em vista o atual ambiente de juros altos, que exerce influência considerável sobre as perspectivas para o crédito corporativo, principalmente para empresas menores.

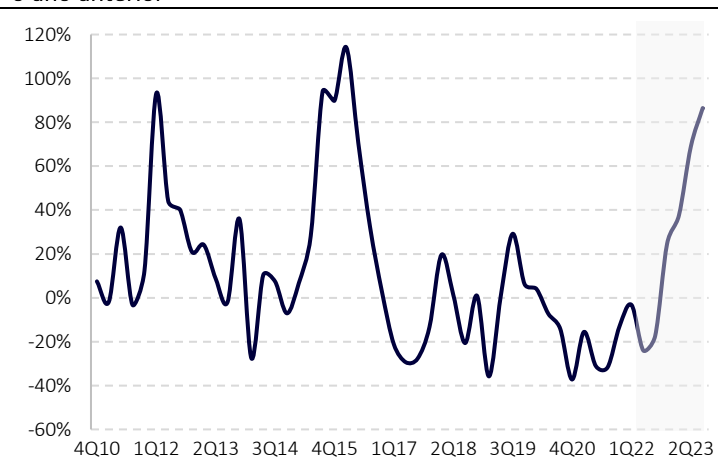
Um aumento no volume de tais pedidos reflete a evolução do cenário das empresas que enfrentam dificuldades financeiras, oferecendo assim uma trajetória reestruturada para a recuperação. Embora esses processos de recuperação judicial tenham resultados positivos no longo prazo, a expectativa é de que eles tragam um certo grau de incerteza e complexidade no curto prazo, potencialmente afetando as perspectivas, a estabilidade e o perfil de risco do portfólio de crédito no segmento do atacado.

Número trimestral de pedidos de recuperação judicial



Fonte: Serasa

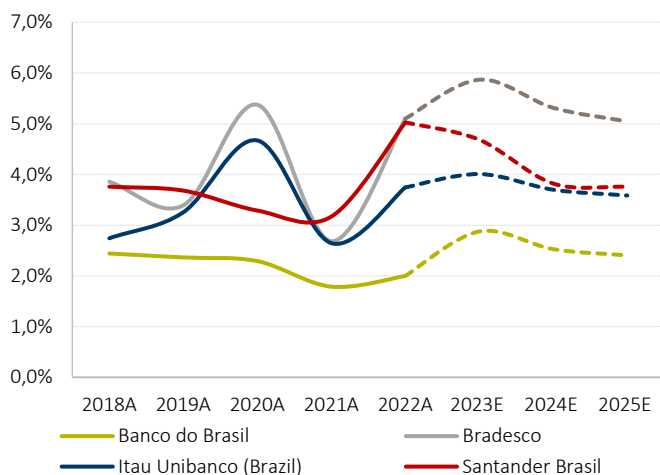
Crescimento do número de pedidos de recuperação judicial ante o ano anterior



Fonte: Serasa

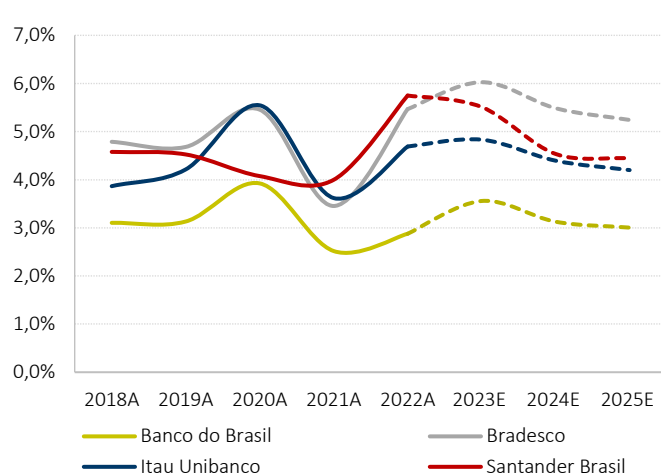
As perspectivas tanto para o segmento de varejo como para o segmento corporativo indicam que, ainda que avanços sejam esperados, projeta-se um declínio mais gradual no curto prazo, com base em nossa avaliação.

Evolução das estimativas para NPLs (%)



Fonte: estimativas do Safr

Evolução das estimativas para custo de risco líquido (%)



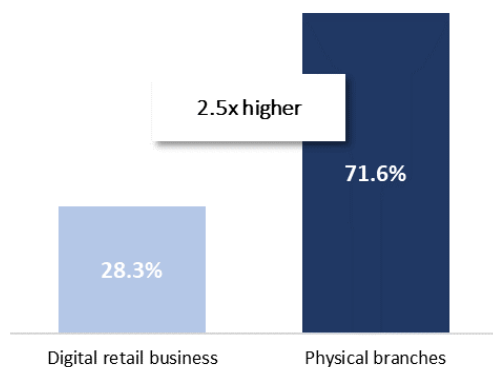
Fonte: estimativas do Safr

Em nossa opinião, os neobanks devem não apenas limitar o crescimento potencial dos bancos incumbentes, mas também pressionar os spreads. Isso se deve à sua estrutura mais enxuta, que prioriza o digital, o que deve possibilitar uma redução de custos para atuar em estágios mais maduros, ao mesmo tempo em que o crescimento de sua participação de mercado em seus estágios iniciais é estimulado com a cobrança de taxas mais baixas.

Apesar dos recentes esforços para migrar para a nuvem, renovar a experiência do cliente e reorganizar sua estrutura organizacional, bancos incumbentes ainda operam com uma estrutura desequilibrada em comparação com os novos participantes, principalmente no segmento de clientes massificados que exigem produtos menos sofisticados, mas desejam uma experiência descomplicada com um aplicativo móvel que demande pouca carga cognitiva.

Apenas como referência, no 3T22 o negócio digital de varejo do Itaú Unibanco registrou um índice de eficiência de 28,3% em comparação com 71,6% das agências físicas, o que representa 2,5 vezes mais custos associados aos serviços e à estrutura de atendimento presencial.

Índice de eficiência digital e das filiais do Itaú Unibanco (3T22)

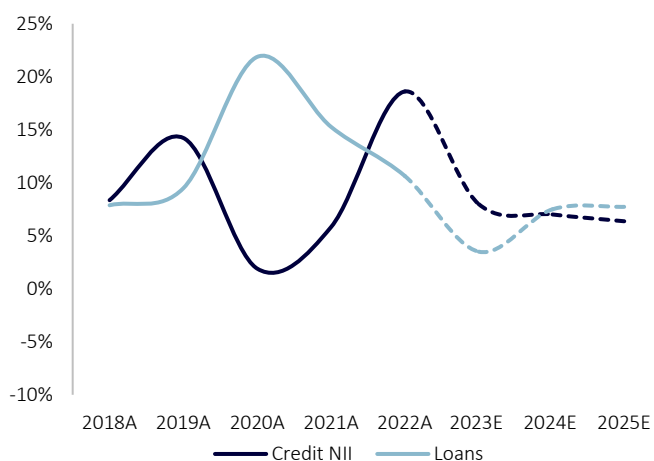


Fonte: Itaú Unibanco

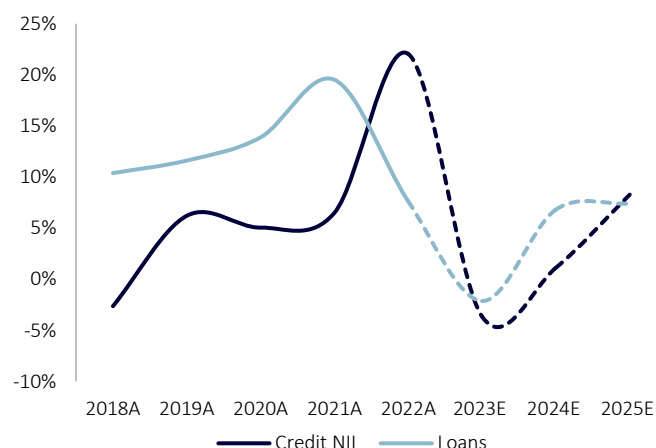
Apesar da esperada queda no custo de captação, o crescimento da margem com crédito em 2024 pode ficar abaixo do crescimento do crédito em virtude da pressão sobre spreads mencionada acima, além de um portfólio e um mix de clientes mais conservadores no fim de 2023.

Itaú Unibanco: Margem com crédito (ante o ano anterior; %) x crescimento do crédito (ante o ano anterior; %)

Bradesco: Margem com crédito (ante o ano anterior; %) x crescimento do crédito (ante o ano anterior; %)

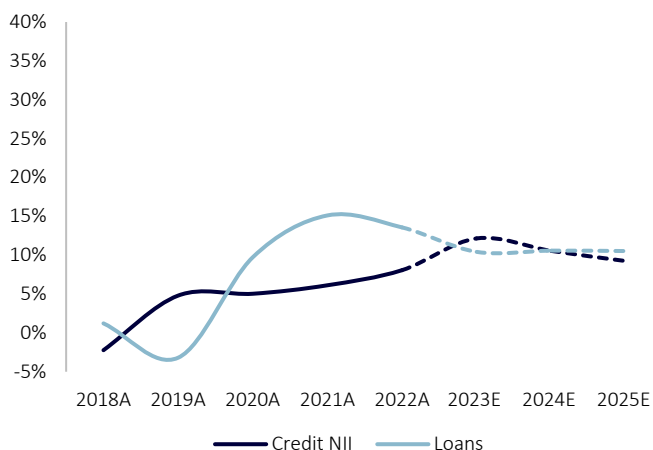


Fonte: estimativas do Safra



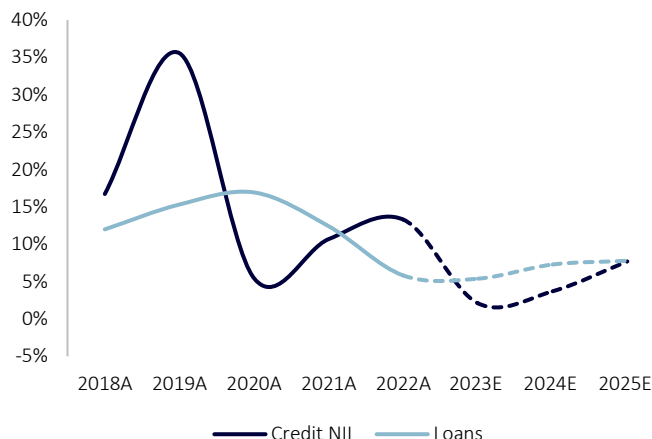
Fonte: estimativas do Safra

Banco do Brasil: Margem com crédito (ante o ano anterior; %) x crescimento do crédito (ante o ano anterior; %)



Fonte: estimativas do Safrá

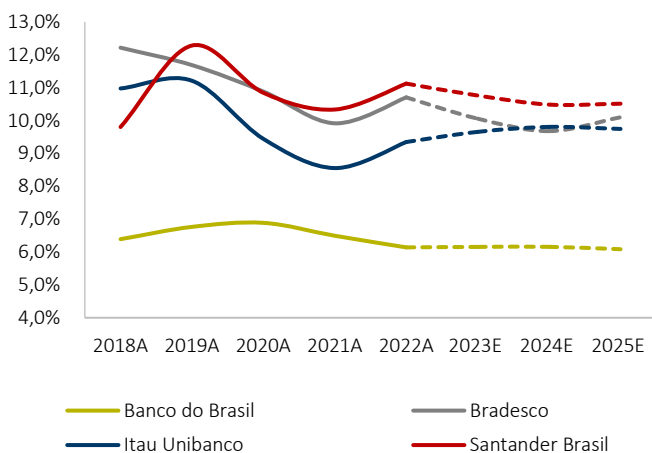
Santander Brasil: Margem com crédito (ante o ano anterior; %) x crescimento do crédito (ante o ano anterior; %)



Fonte: estimativas do Safrá

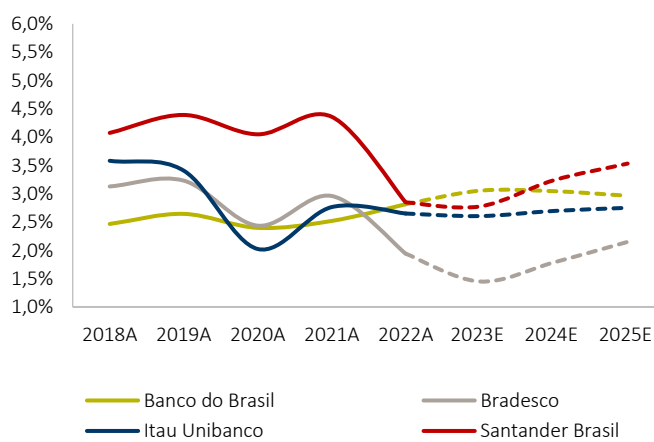
Ainda assim, levando todos os fatores em consideração, esperamos que os resultados ajustados pelo risco sejam positivos em 2024. Basicamente, isso significa que a normalização do custo de risco deve compensar os spreads mais baixos, levando a uma expansão da margem líquida de juros ajustada pelo risco dos players mais afetados.

Evolução da margem líquida de juros de crédito (%)



Fonte: estimativas do Safrá

Evolução da margem líquida de juros ajustada pelo risco (%)



Fonte: estimativas do Safrá

Atualização das preferências

O Itaú continua sendo nosso top pick; elevamos a recomendação de Bradesco para Outperform pela boa assimetria no valuation

Aproveitamos a oportunidade para atualizar nossas estimativas e preferências, refletindo nossa tese para 2024. De modo geral, o Itaú Unibanco continua sendo nosso top pick, seguido pelo Bradesco, cuja recomendação foi elevada para Outperform. Embora mais informações sejam apresentadas nos respectivos relatórios de uma página, resumimos abaixo as principais visões para nossas novas perspectivas:

- **Mantemos Itaú Unibanco como nosso top pick e sua recomendação Outperform**, em virtude de sua gestão diligente de custos sem comprometer investimentos em tecnologia, reforçando sua abordagem centrada no cliente e aumentando a principalidade dos clientes. Com a expectativa de crescimento no ROE de mais de 21% nos próximos anos, seu atual valuation de 1,51x P/BV parece estar desconectado, e nosso novo preço-alvo de R\$37 implica upside de 24% em relação aos níveis atuais.
- **Elevamos a recomendação de Bradesco para Outperform com base na percepção mais clara de assimetria no valuation**. Embora os resultados de curto prazo carreguem algum nível de incerteza, espera-se que a adoção mais tardia de uma postura de crédito restritiva gere impactos positivos em 2024. Em nossos modelos, adotamos um ROE conservador de longo prazo de 15,5% (em linha com o Ke), que deve ser alcançado em meados de 2025. Nosso novo preço-alvo de R\$18 implica upside de 20% a partir do atual baixo valuation de 0,93x P/BV com base nos atuais pressupostos conservadores e para o valor contábil.
- **Rebaixamos a recomendação de Banco do Brasil para Neutral devido ao crescimento limitado do lucro**. O principal risco positivo para os grandes bancos sob nossa cobertura consiste na redução do custo de risco, à medida que os empréstimos inadimplentes forem baixados. Considerando os menores impactos em virtude de um portfólio mais defensivo e a correlação mais alta dos resultados da tesouraria com a Selic, o crescimento do lucro do BB deve ficar mais restrito nos próximos dois anos em comparação com os pares. Embora continue sendo um bom nome para se manter, com retorno aos acionistas (dividend yield) de 11% em 2024 e upside de 17%, nosso novo preço-alvo de R\$59 alinha-se melhor a uma recomendação Neutral, reforçando nossa preferência por bancos privados, que não carregam o risco adicional de ruídos políticos.

P/BV do Banco do Brasil x P/BV de pares privados selecionados *



Fonte: Safr, Bloomberg

* Itaú Unibanco e Bradesco

- **Reiteramos a recomendação Neutral para Santander Brasil devido ao upside mais baixo em comparação com pares.** Como resultado da melhoria do custo de crédito e ganhos com a gestão de ativos e passivos (ALM), espera-se aumento da lucratividade do banco nos próximos dois anos. No entanto, nosso preço-alvo inalterado de R\$35 implica upside limitado de +13%, que não é suficiente para uma elevação de recomendação, principalmente se considerarmos o prêmio de mais de 26% sobre o 2024e P/E do Itaú Unibanco (e superior a 16% em 2025), o qual consideramos não justificado, tendo em vista que o Itaú tem ROE estruturalmente mais alto, conforme evidenciado pelos retornos mais elevados acima do referencial (ROE-Ke) e maior resiliência dos lucros durante os ciclos.

Tabela-resumo – Demonstração do resultado

Safrá Forecast					%	%	%	next 2Y
(R\$ million)	2022A	2023E	2024E	2025E	23/22	24/23	25/24	CAGR
NII	284.168	314.696	338.909	368.383	10,7%	7,7%	8,7%	8,2%
Banco do Brasil	73.397	91.782	98.051	102.455	25,0%	6,8%	4,5%	5,7%
Bradesco	66.382	65.096	70.065	79.410	-1,9%	7,6%	13,3%	10,4%
Itau Unibanco	92.561	103.918	111.423	119.775	12,3%	7,2%	7,5%	7,4%
Santander Brasil	51.827	53.900	59.371	66.743	4,0%	10,2%	12,4%	11,3%
Credit NII	252.810	266.136	281.750	304.012	5,3%	5,9%	7,9%	6,9%
Banco do Brasil	51.461	57.717	63.804	69.698	12,2%	10,5%	9,2%	9,9%
Bradesco	67.772	65.304	66.442	71.771	-3,6%	1,7%	8,0%	4,8%
Itau Unibanco	80.611	89.011	95.426	102.070	10,4%	7,2%	7,0%	7,1%
Santander Brasil	52.965	54.104	56.078	60.473	2,2%	3,6%	7,8%	5,7%
Net provisions	-105.273	-125.605	-117.757	-122.560	19,3%	-6,2%	4,1%	-1,2%
Banco do Brasil	-16.747	-26.973	-26.189	-27.542	61,1%	-2,9%	5,2%	1,0%
Bradesco	-32.297	-38.114	-35.303	-35.854	18,0%	-7,4%	1,6%	-3,0%
Itau Unibanco	-32.299	-36.959	-35.830	-37.553	14,4%	-3,1%	4,8%	0,8%
Santander Brasil	-23.930	-23.558	-20.436	-21.610	-1,6%	-13,3%	5,7%	-4,2%
Risk-adjusted NII	178.894	189.092	221.152	245.823	5,7%	17,0%	11,2%	14,0%
Banco do Brasil	56.650	64.809	71.862	74.913	14,4%	10,9%	4,2%	7,5%
Bradesco	34.085	26.982	34.762	43.555	-20,8%	28,8%	25,3%	27,1%
Itau Unibanco	60.262	66.959	75.593	82.222	11,1%	12,9%	8,8%	10,8%
Santander Brasil	27.897	30.342	38.935	45.133	8,8%	28,3%	15,9%	22,0%
Fees + insurance	150.689	158.325	164.378	171.332	5,1%	3,8%	4,2%	4,0%
Banco do Brasil	32.333	33.753	35.187	36.603	4,4%	4,2%	4,0%	4,1%
Bradesco	50.456	53.876	55.387	57.750	6,8%	2,8%	4,3%	3,5%
Itau Unibanco	48.591	50.903	53.286	55.769	4,8%	4,7%	4,7%	4,7%
Santander Brasil	19.308	19.793	20.517	21.210	2,5%	3,7%	3,4%	3,5%
Opex	-173.152	-194.982	-203.559	-211.409	12,6%	4,4%	3,9%	4,1%
Banco do Brasil	-41.822	-47.688	-50.777	-53.109	14,0%	6,5%	4,6%	5,5%
Bradesco	-49.141	-53.202	-54.680	-56.203	8,3%	2,8%	2,8%	2,8%
Itau Unibanco	-54.614	-58.159	-60.251	-62.715	6,5%	3,6%	4,1%	3,8%
Santander Brasil	-27.575	-35.933	-37.850	-39.382	30,3%	5,3%	4,0%	4,7%
Pre-tax profit	137.573	133.386	160.035	181.572	-3,0%	20,0%	13,5%	16,7%
Banco do Brasil	48.892	53.016	56.825	58.591	8,4%	7,2%	3,1%	5,1%
Bradesco	27.771	20.566	28.109	37.057	-25,9%	36,7%	31,8%	34,2%
Itau Unibanco	45.504	50.152	58.496	64.491	10,2%	16,6%	10,2%	13,4%
Santander Brasil	15.405	9.653	16.605	21.433	-37,3%	72,0%	29,1%	49,0%
Recurring net income	96.307	99.100	113.975	126.460	2,9%	15,0%	11,0%	13,0%
Banco do Brasil	31.942	35.233	37.099	37.963	10,3%	5,3%	2,3%	3,8%
Bradesco	20.680	18.220	22.501	27.560	-11,9%	23,5%	22,5%	23,0%
Itau Unibanco	30.786	35.519	40.598	44.488	15,4%	14,3%	9,6%	11,9%
Santander Brasil	12.900	10.129	13.776	16.450	-21,5%	36,0%	19,4%	27,4%
Recurring ROE	18,5%	18,4%	19,1%	19,1%	-7bps	68bps	3bps	n.a.
Banco do Brasil	21,0%	21,3%	21,0%	20,0%	29bps	-31bps	-99bps	n.a.
Bradesco	13,3%	11,4%	13,4%	15,1%	-195bps	198bps	173bps	n.a.
Itau Unibanco	20,3%	21,0%	21,8%	21,6%	64bps	82bps	-15bps	n.a.
Santander Brasil	16,2%	12,2%	15,5%	17,1%	-402bps	334bps	163bps	n.a.
Loan Book	2.943.589	3.080.705	3.336.628	3.621.184	4,7%	8,3%	8,5%	8,4%
Banco do Brasil	891.283	984.176	1.088.318	1.202.881	10,4%	10,6%	10,5%	10,6%
Bradesco	656.431	642.495	686.297	735.201	-2,1%	6,8%	7,1%	7,0%
Itau Unibanco	906.188	937.904	1.008.218	1.086.182	3,5%	7,5%	7,7%	7,6%
Santander Brasil	489.687	516.130	553.796	596.920	5,4%	7,3%	7,8%	7,5%

Fonte: Safrá, Bloomberg

Tabela-resumo – Balanço patrimonial

Safr Forecast (R\$ million)	2022A	2023E	2024E	2025E	% 23/22	% 24/23	% 25/24	2025e vs. 23e
NIM	4.1%	4.2%	4.2%	4.3%	10bps	1bps	13bps	14 bps
Banco do Brasil	3.6%	4.4%	4.4%	4.4%	71bps	0bps	3bps	4 bps
Bradesco	3.8%	3.5%	3.6%	3.9%	-28bps	10bps	32bps	42 bps
Itau Unibanco	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%	-3bps	-6bps	3bps	-3 bps
Santander Brasil	5.3%	4.9%	4.9%	5.2%	-36bps	1bps	29bps	30 bps
Credit NIM	9.0%	8.8%	8.7%	8.7%	-17bps	-10bps	3bps	-8 bps
Banco do Brasil	6.1%	6.2%	6.2%	6.1%	1bps	0bps	-7bps	-7 bps
Bradesco	10.7%	10.1%	9.7%	10.1%	-65bps	-38bps	42bps	4 bps
Itau Unibanco	9.3%	9.7%	9.8%	9.7%	31bps	15bps	-6bps	9 bps
Santander Brasil	11.1%	10.8%	10.5%	10.5%	-36bps	-28bps	3bps	-25 bps
Cost of Risk	3.7%	4.1%	3.7%	3.5%	42bps	-48bps	-15bps	-63 bps
Banco do Brasil	2.0%	2.9%	2.5%	2.4%	88bps	-35bps	-12bps	-47 bps
Bradesco	5.1%	5.9%	5.3%	5.0%	77bps	-56bps	-27bps	-82 bps
Itau Unibanco	3.7%	4.0%	3.7%	3.6%	26bps	-33bps	-10bps	-42 bps
Santander Brasil	5.0%	4.7%	3.8%	3.8%	-34bps	-86bps	-6bps	-93 bps
NPL-90d formation	4.4%	5.1%	4.1%	4.0%	64bps	-93bps	-18bps	-111 bps
Banco do Brasil	3.2%	3.4%	3.0%	2.9%	19bps	-38bps	-12bps	-50 bps
Bradesco	6.0%	7.4%	5.5%	5.2%	142bps	-188bps	-30bps	-218 bps
Itau Unibanco	4.4%	4.8%	4.3%	4.2%	39bps	-47bps	-17bps	-64 bps
Santander Brasil	4.6%	5.8%	4.3%	4.2%	124bps	-154bps	-9bps	-163 bps
NPL Ratio - Total	2.8%	3.5%	3.2%	2.9%	64bps	-32bps	-28bps	-60 bps
Banco do Brasil	2.2%	2.7%	2.5%	2.3%	54bps	-19bps	-19bps	-38 bps
Bradesco	3.7%	5.7%	4.9%	4.2%	199bps	-81bps	-77bps	-158 bps
Itau Unibanco	2.8%	3.0%	2.8%	2.7%	19bps	-14bps	-13bps	-26 bps
Santander Brasil	3.0%	3.1%	2.9%	2.8%	12bps	-22bps	-8bps	-31 bps
NPL Ratio - Individuals	4.7%	5.2%	4.6%	4.2%	57bps	-63bps	-40bps	-102 bps
Banco do Brasil	4.7%	5.1%	4.4%	4.0%	41bps	-69bps	-42bps	-111 bps
Bradesco	4.9%	6.5%	5.4%	4.8%	152bps	-105bps	-65bps	-170 bps
Itau Unibanco	4.6%	5.0%	4.6%	4.3%	30bps	-34bps	-33bps	-67 bps
Santander Brasil	4.2%	4.4%	3.9%	3.7%	20bps	-50bps	-15bps	-65 bps
NPL Ratio - Wholesale	1.5%	2.5%	2.5%	2.2%	97bps	-3bps	-24bps	-27 bps
Banco do Brasil	1.4%	2.7%	2.8%	2.7%	127bps	10bps	-15bps	-6 bps
Bradesco	2.3%	4.8%	4.3%	3.3%	243bps	-50bps	-94bps	-144 bps
Itau Unibanco	1.3%	1.4%	1.5%	1.5%	13bps	6bps	1bps	7 bps
Santander Brasil	1.2%	1.3%	1.5%	1.5%	18bps	15bps	0bps	15 bps
NPL Ratio - SME	2.2%	2.9%	2.7%	2.4%	64bps	-18bps	-26bps	-44 bps
Banco do Brasil	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Bradesco	4.3%	6.9%	6.3%	5.3%	256bps	-56bps	-99bps	-156 bps
Itau Unibanco	2.3%	2.5%	2.6%	2.5%	24bps	3bps	-5bps	-2 bps
Santander Brasil	3.4%	3.9%	3.7%	3.6%	58bps	-25bps	-8bps	-33 bps
CET-1 ratio	11.6%	12.2%	12.4%	12.0%	69bps	15bps	-37bps	-22 bps
Banco do Brasil	12.0%	12.3%	12.1%	11.7%	31bps	-20bps	-38bps	-57 bps
Bradesco	11.0%	11.9%	12.5%	12.8%	94bps	58bps	36bps	94 bps
Itau Unibanco	11.9%	13.0%	13.3%	12.6%	112bps	27bps	-71bps	-44 bps
Santander Brasil	10.8%	11.1%	11.2%	10.6%	26bps	8bps	-61bps	-53 bps

Fonte: Safr, Bloomberg

Itaú Unibanco

Uma história desinteressante? Pense duas vezes... elevamos recomendação e preço-alvo

Brazilian banks

Em retrospectiva, o Itaú Unibanco demonstrou controle rigoroso de suas operações bem como adaptação às condições de mercado e à concorrência com fintechs. Considerando-se também a baixa volatilidade de sua lucratividade ao longo dos ciclos, o banco é normalmente percebido como uma opção mais conservadora dentre os incumbentes privados. Além de uma perspectiva mais benigna esperada para a qualidade dos ativos, observamos também a preferência de alguns investidores pelos bancos mais afetados em virtude de um valuation depreciado, sugerindo que o Itaú já poderia estar “no meio do caminho.”

Para nós, não existe algo como uma história desinteressante sobre as perspectivas do Itaú Unibanco. O banco entrará no próximo ciclo com: (i) uma sólida posição de capital para impulsionar potenciais esforços de originação de crédito que, logicamente, dependerão das condições de mercado; (ii) um balanço bem provisionado e baixa pressão da criação de NPL; (iii) medidas de eficiência de custos já implementadas, com mais de 70% da carga de dados mapeada migrada para a nuvem; (iv) uma cultura renovada e sólida centrada no cliente visando aumentar a principalidade de clientes e aprimorar a personalização de produtos, sem mencionar um provável aumento do percentual de distribuição de dividendos, conforme antecipado na conferência telefônica sobre os resultados do 3T23.

Em virtude de todos esses fatores, esperamos que o banco se beneficie de uma expansão no ROE para 21,7% em 2024 (um aumento de mais de 70 p.b. ante 2023), apesar de nossa abordagem conservadora para o custo de risco. É importante notar que, em um cenário otimista de redução do custo de risco para o nível médio de 3,4%, o banco registraria um ROE de mais de 22% já em 2024, embora consideremos um período mais distante tendo em vista os níveis elevados de comprometimento de renda das famílias, além da expectativa de aumento da inadimplência das pessoas jurídicas.

Elevamos nossa projeção para o lucro líquido em 2024 para R\$40.598mi (4% superior à projeção anterior) e projetamos ROE de 21,8%, 14% superior ante ao ano anterior e 4% acima do consenso – é a maior estimativa do mercado. Para 2025, projetamos um lucro líquido de R\$44.488mi (8% acima da estimativa anterior) e ROE de 21,6%, 10% superior ante ao ano anterior e 6% acima do consenso. Vale observar que projetamos contração de -100 p.b. no índice de eficiência em cada ano ante o atual nível de 40%, como resultado de medidas essenciais de eficiência de custo (ou seja, despesas de pessoal, com canais e outras despesas administrativas).

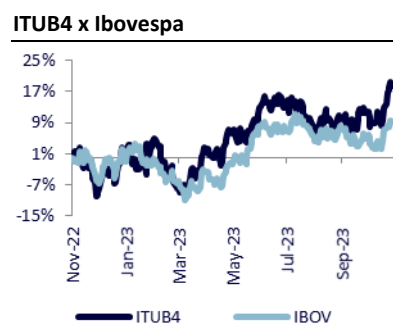
Nosso novo preço-alvo de R\$37 (R\$34 anteriormente) oferece upside de 24% a partir dos níveis atuais, avaliando o banco a múltiplos justos de 8,2x 12m-fwd P/E e 1,67x P/BV, usando um Ke de 15,3% e um ROE de longo prazo de 20%. Enxergamos o banco sendo negociado atualmente a 6,6x 12-m fwd P/E e 1,38x P/BV.

Reiteramos nossa recomendação Outperform, e o Itaú continua sendo nosso top pick entre os grandes bancos, seguido pelo Bradesco. Principais riscos para nossa tese: forte

ITUB4	
Rating	Outperform
Preço atual	R\$ 29,8
Preço-alvo 12m	R\$ 37,0
Upside	24%

Múltiplos	23E	24E	25E
P/E	7,6x	6,6x	6,1x
P/BV	1,51x	1,38x	1,24x
Div. yield	5,3%	9,0%	8,3%

Dados de mercado	
Valor de mercado	R\$ 266.625mi
Altas/baixas, 52 semanas	R\$ 22,6 / 29,9
ADTV (3M)	R\$ 681mi
Ações em circulação	4.846mi
Free float	99%
Desempenho UDM	10%
Desempenho no ano	18%



Fonte: Bloomberg e Safr

deterioração das condições macroeconômicas, qualidade de ativos pior do que a esperada, mudanças regulatórias e concorrência irracional.

Itaú Unibanco – Demonstração do resultado

INCOME STATEMENT	2022	2023E	2024E	2025E	Growth	Growth	Growth
	Actual	New	New	New	23/22	24/23	25/24
NII	92,561	103,918	111,423	119,775	12.3%	7.2%	7.5%
NII with clients	89,641	100,722	108,110	116,131	12.4%	7.3%	7.4%
Credit margin	80,611	89,011	95,426	102,070	10.4%	7.2%	7.0%
Working capital	9,029	11,711	12,685	14,060	29.7%	8.3%	10.8%
Margin with the market	2,921	3,197	3,313	3,644	9.4%	3.6%	10.0%
Net provisions	(32,299)	(36,959)	(35,830)	(37,553)	14.4%	-3.1%	4.8%
Provisions	(35,485)	(40,897)	(40,216)	(42,073)	15.2%	-1.7%	4.6%
Credit recoveries	3,186	3,938	4,386	4,520	23.6%	11.4%	3.0%
NII after provisions	60,262	66,959	75,593	82,222	11.1%	12.9%	8.8%
Risk-adjusted NIM	2.7%	2.6%	2.7%	2.8%	-5 bps	10 bps	5 bps
NIM	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%	-3 bps	-6 bps	3 bps
Fee revenues	41,107	42,315	43,699	45,323	2.9%	3.3%	3.7%
Operating expenses	(54,614)	(58,159)	(60,251)	(62,715)	6.5%	3.6%	4.1%
Core opex	(40,321)	(44,782)	(46,539)	(48,683)	11.1%	3.9%	4.6%
Personnel expenses	(22,536)	(25,407)	(26,427)	(27,655)	12.7%	4.0%	4.6%
Administrative expenses	(17,785)	(19,375)	(20,112)	(21,028)	8.9%	3.8%	4.6%
Other operational revenues (expenses)	(14,294)	(13,378)	(13,713)	(14,032)	-6.4%	2.5%	2.3%
Insurance result	7,484	8,588	9,588	10,446	14.7%	11.6%	9.0%
Taxes	(8,735)	(9,551)	(10,132)	(10,784)	9.3%	6.1%	6.4%
Operational profit	45,504	50,152	58,496	64,491	10.2%	16.6%	10.2%
Equity income	-	-	-	-	n.a.	n.a.	n.a.
Non-operational revenues (expenses)	-	-	-	-	n.a.	n.a.	n.a.
Profit before tax	45,504	50,152	58,496	64,491	10.2%	16.6%	10.2%
Income tax and social contribution	(13,684)	(13,924)	(17,079)	(19,100)	1.8%	22.7%	11.8%
Extraordinary items	(1,371)	(2,021)	-	-	n.a.	n.a.	n.a.
Minority interest	(1,034)	(710)	(819)	(903)	-31.4%	15.4%	10.2%
Profit sharing	-	-	-	-	n.a.	n.a.	n.a.
Accounting net profit	29,415	33,497	40,598	44,488	13.9%	21.2%	9.6%
Managerial net profit	30,786	35,519	40,598	44,488	15.4%	14.3%	9.6%
Adjusted net profit (Safrá)	30,786	35,519	40,598	44,488	15.4%	14.3%	9.6%
EPS	3.00	3.42	4.14	4.54	13.9%	21.2%	9.6%
Managerial EPS	3.14	3.62	4.14	4.54	15.4%	14.3%	9.6%
BVPS	16.42	18.21	19.87	22.14	10.9%	9.1%	11.4%
# Shares (million)	9,801	9,803	9,803	9,803			
PROFITABILITY / EFFICIENCY	2022	2023E	2024E	2025E	Growth	Growth	Growth
RATIOS	New	New	New	New	23/22	24/23	25/24
ROE	19.4%	19.8%	21.8%	21.6%	35 bps	201 bps	-15 bps
Adjusted ROE	20.3%	21.0%	21.8%	21.6%	64 bps	82 bps	-15 bps
ROA	1.3%	1.3%	1.4%	1.5%	1 bps	15 bps	4 bps
Adjusted ROA	1.3%	1.4%	1.4%	1.5%	3 bps	7 bps	4 bps
Efficiency ratio	41.2%	40.0%	39.0%	38.1%	-121 bps	-106 bps	-91 bps
Fee coverage ratio	76.7%	75.2%	75.7%	75.9%	-153 bps	53 bps	17 bps
Net cost of risk	3.7%	4.0%	3.7%	3.5%	26 bps	-33 bps	-16 bps
BALANCE SHEET	2022	2023E	2024E	2025E	Growth	Growth	Growth
	New	New	New	New	23/22	24/23	25/24
Total loans	906,188	937,904	1,008,218	1,086,182	3.5%	7.5%	7.7%
Total deposits	861,566	944,797	1,012,073	1,078,921	9.7%	7.1%	6.6%
CET-1 ratio	11.9%	13.0%	13.3%	12.6%	112 bps	27 bps	-71 bps
Effective tax rate	30.1%	27.8%	29.2%	29.6%	-231 bps	143 bps	42 bps

Fonte: estimativas do Safrá

Itaú Unibanco – Estimativas anteriores x novas

INCOME STATEMENT	2023E			2024E			2025E		
	New	Old	%	New	Old	%	New	Old	%
NII	103,918	105,579	-1.6%	111,423	110,496	0.8%	119,775	115,041	4.1%
NII with clients	100,722	102,374	-1.6%	108,110	106,246	1.8%	116,131	110,617	5.0%
Margin with the market	3,197	3,205	-0.3%	3,313	4,250	-22.0%	3,644	4,425	-17.6%
Net provisions	(36,959)	(37,618)	-1.8%	(35,830)	(36,293)	-1.3%	(37,553)	(38,661)	-2.9%
NII after provisions	66,959	67,961	-1.5%	75,593	74,203	1.9%	82,222	76,380	7.6%
Fee revenues	42,315	43,638	-3.0%	43,699	45,876	-4.7%	45,323	47,596	-4.8%
Operating Expenses	(58,159)	(58,462)	-0.5%	(60,251)	(61,122)	-1.4%	(62,715)	(62,692)	0.0%
Insurance result	8,588	8,562	0.3%	9,588	9,242	3.7%	10,446	9,809	6.5%
Profit before tax	50,152	52,060	-3.7%	58,496	57,702	1.4%	64,491	60,165	7.2%
Accounting net profit	33,497	35,423	-5.4%	40,598	39,193	3.6%	44,488	41,072	8.3%
Managerial net profit	35,519	35,423	0.3%	40,598	39,193	3.6%	44,488	41,072	8.3%
ROE	19.8%	20.6%	-88 bps	21.8%	20.4%	140 bps	21.6%	19.3%	236 bps
Managerial ROE	21.0%	20.6%	31 bps	21.8%	20.4%	140 bps	21.6%	18.3%	327 bps

BALANCE SHEET	2023E			2024E			2025E		
	New	Old	%	New	Old	%	New	Old	%
Total loans	937,904	981,183	-4.4%	1,008,218	1,047,929	-3.8%	1,086,182	1,117,650	-2.8%
Total deposits	944,797	926,697	2.0%	1,012,073	971,684	4.2%	1,078,921	1,011,140	6.7%
CET-1 ratio	13.0%	n.a	n.a	13.3%	n.a	n.a	12.6%	n.a	n.a
Effective tax rate	27.8%	30.0%	-226 bps	29.2%	30.3%	-112 bps	29.6%	29.9%	-32 bps

Fonte: estimativas do Safrá

Itaú Unibanco – Safrá Analysis and Valuation Scorecard (SAVS) – R\$ mi

Financial metrics (R\$ mr)	2022A	2023E	2024E	2025E	Operating metrics	2022A	2023E	2024E	2025E
Total revenues	141.153	154.821	164.710	175.543	Efficiency ratio	41,2%	40,0%	39,0%	38,1%
NII	92.561	103.918	111.423	119.775	Loans growth	10,6%	3,5%	7,5%	7,7%
Provisions expenses	(32.299)	(36.959)	(35.830)	(37.553)	Deposits growth	1,9%	9,7%	7,1%	6,6%
NII after provisions	60.262	66.959	75.593	82.222	NIM	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%
Banking and service fees	41.107	42.315	43.699	45.323	Risk-adjusted NIM	2,7%	2,6%	2,7%	2,8%
Insurance result	7.484	8.588	9.588	10.446	Cost-of-risk	3,8%	4,1%	3,7%	3,6%
Operating expenses	(54.614)	(58.159)	(60.251)	(62.715)	NPL ratio	2,9%	3,0%	2,9%	2,8%
Tax expense & other results	(8.735)	(9.551)	(10.132)	(10.784)	Coverage ratio	212%	208%	206%	202%
Profit before tax	45.504	50.152	58.496	64.491	Effective tax ratio	30,1%	27,8%	29,2%	29,6%
Net income	29.415	33.497	40.598	44.488	LEVERAGE	2022A	2023E	2024E	2025E
Managerial net income	30.786	35.519	40.598	44.488	CET1 ratio	11,9%	13,0%	13,3%	12,6%
EPS (R\$)	3,00	3,42	4,14	4,54	BIS ratio	15,0%	16,1%	16,3%	15,3%
Managerial EPS (R\$)	3,14	3,62	4,14	4,54	Assets/equity	15,3	15,5	15,1	14,5
Total assets	2.469.958	2.760.553	2.947.263	3.150.124	Loans-to-deposits	105%	99%	100%	101%
Cash & equivalents	35.381	34.691	36.361	38.763	RETURN / YIELD	2022A	2023E	2024E	2025E
Money market + securities	1.114.162	1.290.492	1.375.581	1.468.892	ROA	1,3%	1,4%	1,4%	1,5%
Total loans	906.188	937.904	1.008.218	1.086.182	ROE	20,3%	21,0%	21,8%	21,6%
Provisions balance	(53.125)	(54.994)	(60.248)	(67.261)	Div yield	3,7%	5,3%	9,0%	8,3%
Foreign exchange	71.615	87.218	93.757	101.007	Payout	33%	42%	60%	50%
Fixed assets	38.001	38.518	40.382	42.375	VALUATION	2022A	2023E	2024E	2025E
Total deposits	861.566	944.797	1.012.073	1.078.921	P/E (at target price)	11,8x	10,2x	8,9x	8,2x
Compulsory deposits	184.125	231.251	247.717	264.079	P/B (at target price)	2,25x	2,03x	1,86x	1,67x
Money market	759.563	895.161	962.270	1.036.681	P/E (at current price)	8,8x	7,6x	6,6x	6,1x
Borrowing and onlending	115.441	110.663	115.258	120.369	P/B (at current price)	1,67x	1,51x	1,38x	1,24x
Book value	160.925	178.507	194.746	216.990	Cost of equity (Ke)				15,3%
BVPS	16,4	18,2	19,9	22,1	Sustainable ROE				20,0%
Market cap	269.500	269.500	269.500	269.500					
# shares ('000)	9.804	9.804	9.804	9.804					
# outstanding shares ('000)	9.801	9.803	9.803	9.803					

Fonte: estimativas do Safrá

Bradesco

Uma oportunidade mais clara "no ponto"... elevamos a recomendação para Outperform

Brazilian banks

Redução do risco deve preceder melhoria na qualidade dos ativos. Desde que rebaixamos a recomendação da ação para Neutral, apostar em um ponto de inflexão para a lucratividade do Bradesco tem parecido difícil, conforme subsequentemente comprovado pela perda do poder de lucro. Depois da divulgação dos resultados do 3T23, ficamos com a impressão de que a redução do risco afetou as margens, mas, em nossa opinião, essa é uma medida que precede a melhoria na qualidade dos ativos e, conseqüentemente, melhores retornos.

Espera-se que 2024 seja um ano de transição para uma perspectiva melhor. Olhando para 2024, acreditamos que essa redução do risco continuará a pesar sobre as receitas, resultando em uma margem com crédito estável ante 2023. Ainda assim, uma redução no custo de risco deve contrabalancear esse efeito, além de uma contribuição positiva da margem com mercado para ganhos melhores com a gestão de ativos e passivos, levando à expansão da margem ajustada pelo risco. Apesar de reconhecermos o potencial limitado para o próximo ano, acreditamos que ele será um período de transição para lucros mais altos em 2025.

Nossas projeções revisadas implicam lucro líquido de R\$22.501mi (ROE de 13,4%) em 2024, conservadoramente 4% abaixo do consenso, com provisões brutas médias de R\$10bi por trimestre, nível similar ao do 3T23. Em comparação com nossas últimas estimativas de março, estamos reduzindo a projeção para o lucro líquido em -14% em 2024 e em -9% em 2025 para R\$27.650mi (ROE de 15,1%). Dessa forma, acreditamos que os riscos para nossas estimativas estão enviesados para cima e diretamente relacionados com a trajetória do Bradesco de criação de NPL.

Elevamos nossa recomendação para Outperform e o preço-alvo para R\$18 devido à assimetria positiva. Apesar do corte significativo no lucro, o valuation em 6,7x P/E em 2024e (em linha com o do Itaú Unibanco) oferece um ponto de entrada atrativo e uma oportunidade mais clara "no ponto", implicando crescimento no lucro por ação de 23% ante o ano anterior nos próximos dois anos. Nossa decisão de elevar a recomendação da ação para Outperform é reforçada pela assimetria positiva mencionada acima, além do valuation baixo de 0,93x P/BV com base nos atuais pressupostos conservadores e para o valor contábil.

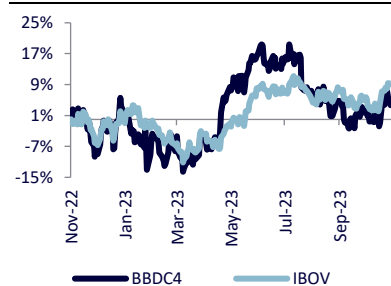
Novos pressupostos para o valuation. Nosso preço-alvo baseado no modelo de dividendos descontados (DDM) implica upside de 20% sobre o nível de preço atual, avaliando o banco aos múltiplos justos de 8,5x P/E e 1,00x P/BV, usando um ROE de longo prazo conservador de 15,5%, em linha com o Ke. Em uma base de 12 meses para a frente, enxergamos o BBDC4 sendo negociado a 6,7x P/E e 0,87x P/BV. Principais riscos para nossa tese: forte deterioração das condições macroeconômicas, qualidade de ativos pior do que a esperada, ritmo mais lento de melhoria na criação de NPL, mudanças regulatórias e concorrência irracional.

BBDC4	
Rating	Outperform
Preço atual	R\$ 15,0
Preço-alvo 12m	R\$ 18,0
Upside	20%

Múltiplos	23E	24E	25E
P/E	8,3	6,7	5,5
P/BV	0,93	0,87	0,79
Div. yield	7,2%	7,3%	7,5%

Dados de mercado	
Valor de mercado	R\$ 148.177mi
Altas/baixas, 52 semanas	R\$ 12,4 / 17,5
ADTV (3M)	R\$ 499mi
Ações em circulação	5.312mi
Free float	98%
Desempenho UDM	-3%
Desempenho no ano	-3%

BBDC4 vs. Ibovespa



Fonte: Bloomberg and Safr

Bradesco – Demonstração do resultado

INCOME STATEMENT	2022A	2023E	2024E	2025E	Growth	Growth	Growth
	Actual	New	New	New	23/22	24/23	25/24
NII	66,382	65,096	70,065	79,410	-1.9%	7.6%	13.3%
NII with clients	67,772	65,304	66,442	71,771	-3.6%	1.7%	8.0%
Margin with the market	(1,390)	(208)	3,623	7,639	-85.0%	-1843%	111%
Net provisions	(32,297)	(38,114)	(35,303)	(35,854)	18.0%	-7.4%	1.6%
Provisions	(38,168)	(42,562)	(40,112)	(41,128)	11.5%	-5.8%	2.5%
Credit recoveries	5,871	4,448	4,809	5,274	-24.2%	8.1%	9.7%
NII after provisions	34,085	26,982	34,762	43,555	-20.8%	28.8%	25.3%
Fee revenues	35,694	35,949	36,844	38,039	0.7%	2.5%	3.2%
Operating expenses	(49,141)	(53,202)	(54,680)	(56,203)	8.3%	2.8%	2.8%
Core opex	(45,460)	(47,414)	(48,710)	(50,114)	4.3%	2.7%	2.9%
Personnel expenses	(23,405)	(24,628)	(25,351)	(26,053)	5.2%	2.9%	2.8%
Administrative expenses	(22,055)	(22,786)	(23,360)	(24,061)	3.3%	2.5%	3.0%
Other operational revenues (expenses)	(3,681)	(5,788)	(5,970)	(6,090)	57.2%	3.1%	2.0%
Insurance result	14,762	17,928	18,543	19,710	21.4%	3.4%	6.3%
Taxes	(7,993)	(7,818)	(8,188)	(8,905)	-2.2%	4.7%	8.8%
Operational profit	27,407	19,838	27,281	36,197	-27.6%	37.5%	32.7%
Equity income	233	625	722	753	168.2%	15.6%	4.2%
Non-operational revenues (expenses)	131	103	105	107	-21.5%	2.4%	2.0%
Profit before tax	27,771	20,566	28,109	37,057	-25.9%	36.7%	31.8%
Income tax and social contribution	(6,758)	(1,940)	(5,054)	(8,768)	-71.3%	160.5%	73.5%
Extraordinary items	52	-	-	-	n.a.	n.a.	n.a.
Minority interest	(333)	(405)	(554)	(730)	21.7%	36.7%	31.8%
Goodwill amortization	(58)	-	-	-	n.a.	n.a.	n.a.
Reported net profit	20,732	18,220	22,501	27,560	-12.1%	23.5%	22.5%
Managerial net profit	20,680	18,220	22,501	27,560	-11.9%	23.5%	22.5%
Adjusted net profit	20,622	18,220	22,501	27,560	-11.6%	23.5%	22.5%
EPS	1.95	1.71	2.11	2.59	-12.1%	23.5%	22.5%
Safrá adj. EPS	1.94	1.71	2.11	2.59	-11.6%	23.5%	22.5%
BVPS	14.50	15.30	16.39	17.92	5.6%	7.1%	9.3%
# Shares (million)	10,642	10,642	10,642	10,642			

PROFITABILITY / EFFICIENCY RATIOS	2022A	2023E	2024E	2025E	Growth	Growth	Growth
	Actual	New	New	New	23/22	24/23	25/24
ROE	13.4%	11.4%	13.4%	15.1%	-202 bps	198 bps	173 bps
Adjusted ROE	13.3%	11.4%	13.4%	15.1%	-195 bps	198 bps	173 bps
ROA	1.2%	1.0%	1.1%	1.3%	-20 bps	17 bps	20 bps
Adjusted ROA	1.2%	1.0%	1.1%	1.3%	-20 bps	17 bps	20 bps
Efficiency ratio	45.1%	47.9%	46.6%	43.8%	272 bps	-123 bps	-281 bps
Fee coverage ratio	88.3%	88.3%	88.1%	88.7%	-2 bps	-19 bps	60 bps
Net cost of risk	5.1%	5.9%	5.3%	5.0%	77 bps	-56 bps	-27 bps

BALANCE SHEET (R\$ millions)	2022A	2023E	2024E	2025E	Growth	Growth	Growth
	Actual	New	New	New	23/22	24/23	25/24
Total loans	656,431	642,495	686,297	735,201	-2.1%	6.8%	7.1%
Total deposits	593,186	615,454	630,840	646,611	3.8%	2.5%	2.5%
CET-1 ratio	11.0%	11.9%	12.5%	12.8%	94 bps	58 bps	36 bps
Effective tax rate	24.5%	9.7%	18.5%	24.2%	n.a.	872 bps	570 bps

Fonte: estimativas do Safrá

Bradesco – Estimativas anteriores x novas

	2023E			2024E			2025E		
	New	Old	%	New	Old	%	New	Old	%
NII	65,096	72,535	-10.3%	70,065	79,540	-11.9%	79,410	85,788	-7.4%
NII with clients	65,304	72,862	-10.4%	66,442	75,248	-11.7%	71,771	79,901	-10.2%
Margin with the market	(208)	(326)	-36.3%	3,623	4,292	-15.6%	7,639	5,887	29.8%
Net provisions	(38,114)	(38,177)	-0.2%	(35,303)	(35,393)	-0.3%	(35,854)	(36,005)	-0.4%
NII after provisions	26,982	34,358	-21.5%	34,762	44,147	-21.3%	43,555	49,783	-12.5%
Fee revenues	35,949	37,759	-4.8%	36,844	38,971	-5.5%	38,039	39,760	-4.3%
Operating Expenses	(53,202)	(54,032)	-1.5%	(54,680)	(53,851)	1.5%	(56,203)	(55,195)	1.8%
Insurance result	17,928	16,794	6.8%	18,543	18,739	-1.0%	19,710	20,927	-5.8%
Profit before tax	20,566	26,369	-22.0%	28,109	38,919	-27.8%	37,057	45,614	-18.8%
Managerial net profit	18,220	20,140	-9.5%	22,501	26,136	-13.9%	27,560	30,290	-9.0%
Managerial ROE	11.4%	12.3%	-95 bps	13.4%	15.1%	-171 bps	15.1%	16.0%	-94 bps

BALANCE SHEET	2023E			2024E			2025E		
	New	Old	Diff.	New	Old	Diff.	New	Old	Diff.
Total loans	642,495	709,329	-9.4%	686,297	753,370	-8.9%	735,201	802,860	-8.4%
Total deposits	615,454	638,089	-3.5%	630,840	670,278	-5.9%	646,611	705,445	-8.3%
CET-1 ratio	11.9%	11.9%	-2 bps	12.5%	12.2%	29 bps	12.8%	12.5%	35 bps
Effective tax rate	9.7%	22.5%	-1274 bps	18.5%	31.5%	-1303 bps	24.2%	32.3%	-811 bps

Fonte: estimativas do Safr

Bradesco – Safr Analysis and Valuation Scorecard (SAVS) - R\$ mi

FINANCIAL METRICS (R\$ mr)	2022A	2023E	2024E	2025E	OPERATING METRICS	2022A	2023E	2024E	2025E
Total revenues	116,838	118,972	125,452	137,160	Efficiency ratio	45.1%	47.9%	46.6%	43.8%
NII	66,382	65,096	70,065	79,410	Loans growth	6.4%	-0.7%	6.8%	7.1%
Provisions expenses	(32,297)	(38,114)	(35,303)	(35,854)	Deposits growth	3.6%	5.0%	2.5%	2.5%
NII after provisions	34,085	26,982	34,762	43,555	NIM	1.9%	1.4%	1.8%	2.1%
Banking and service fees	35,694	35,949	36,844	38,039	Risk-adjusted NIM	3.8%	3.5%	3.6%	3.9%
Insurance result	14,762	17,928	18,543	19,710	Cost-of-risk	6.1%	7.0%	6.3%	6.0%
Operating expenses	(49,141)	(53,202)	(54,680)	(56,203)	NPL ratio	4.3%	5.9%	4.4%	4.1%
Tax expense & other results	(7,993)	(7,818)	(8,188)	(8,905)	Coverage ratio	204%	157%	185%	200%
Profit before tax	27,771	20,566	28,109	37,057	Effective tax ratio	24.5%	9.7%	18.5%	24.2%
Net income	20,732	18,220	22,501	27,560					
Managerial net income	20,680	18,220	22,501	27,560	LEVERAGE	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS (R\$)	1.95	1.71	2.11	2.59	CET1 ratio	11.0%	11.9%	12.4%	12.8%
Adjusted EPS (R\$)	1.94	1.71	2.11	2.59	BIS ratio	14.8%	16.0%	16.5%	16.7%
Total assets	1,830,247	1,961,439	2,038,475	2,125,957	Assets/equity	11.9	12.0	11.7	11.1
Cash & equivalents	19,847	18,074	18,526	18,989	Loans-to-deposits	91%	87%	90%	94%
Money market + securities	1,074,889	1,186,359	1,210,306	1,248,048					
Total loans	542,758	538,837	575,571	616,586	RETURN / YIELD	2022A	2023E	2024E	2025E
Provisions for non-performing lc	(57,741)	(59,373)	(55,775)	(60,317)	ROA	1.2%	1.0%	1.1%	1.3%
Other assets	24,957	23,411	24,324	25,200	ROE	13.3%	11.4%	13.4%	15.1%
Fixed assets	31,503	32,278	34,459	36,722	Div yield	6.4%	7.2%	7.3%	7.5%
Total deposits	593,186	622,845	638,416	654,377	Payout	49%	63%	52%	44%
Technical Provisions	324,024	348,265	343,419	337,721					
Money market	681,086	748,323	799,339	856,298	VALUATION	2022A	2023E	2024E	2025E
Other Liabilities	70,161	69,920	72,759	75,714	P/E (at target price)	9.3x	10.5x	8.5x	7.0x
Book value	154,263	162,852	174,461	190,732	P/B (at target price)	1.24x	1.18x	1.10x	1.00x
BVPS	14.5	15.3	16.4	17.9	P/E (at current price)	7.3x	8.3x	6.7x	5.5x
Market cap	151,476	151,476	151,476	151,476	P/B (at current price)	0.98x	0.93x	0.87x	0.79x
# shares ('000)	10,658	10,642	10,642	10,642	Cost of equity (Ke)				15.5%
# outstanding shares ('000)	10,642	10,642	10,642	10,642	Sustainable ROE				15.5%

Fonte: estimativas do Safr

Banco do Brasil

Que viagem... Reduzindo a recomendação para Neutral

Brazilian banks

O Banco do Brasil (BB) emergiu como um dos bancos com melhor desempenho no ano.

Esse desempenho notável foi sustentado pela sólida capacidade de ganhos do banco, favorecida pelos fortes resultados de tesouraria e margens de depósito, principalmente em um ambiente de juros de dois dígitos. Com um valuation modesto de 4,0x 12m-fwd P/E, o BB era percebido como uma escolha acessível na comparação com seus pares, além de ser uma opção mais defensiva em virtude de seu portfólio diversificado e mais conservador (33% de empréstimos rurais; 13% de empréstimos consignados), o que ajudou a sustentar os níveis mais baixos de inadimplência em meio ao recente ciclo de crédito desafiador.

Ao avaliarmos as atuais perspectivas, esperamos crescimento limitado nos lucros em comparação com os anos anteriores. O principal risco positivo para os grandes bancos sob nossa cobertura consiste na redução no custo de risco, à medida que empréstimos inadimplentes forem baixados, o que poderia ser seguido de um aumento na originação de créditos sem garantia. Assim, espera-se que o crescimento do lucro do BB seja mais limitado em comparação com seus pares privados, o que também deve se estender para 2025.

Nós agora projetamos lucro de R\$37.099mi (ROE de 21,0%) para 2024, 5% mais alto na comparação anual e 0,5% acima do consenso, e de R\$37.963mi em 2025 (ROE de 20,0%), 2% mais alto ante o ano anterior e 1,8% acima do consenso. Em comparação com nossas estimativas mais recentes, os números estão 5% e 6% mais altos, respectivamente, do que nossas projeções de março. Apesar da projeção de crescimento modesto da margem financeira de 7% ante o ano anterior (em comparação com uma taxa de crescimento anual composta (CAGR) de mais de 24% nos últimos dois anos), esperamos que a margem financeira ajustada pelo risco cresça 11% como resultado do custo de risco mais baixo, já que as provisões líquidas devem contrair -3% ante o ano anterior (estável, se excluirmos a Americanas).

O valuation P/BV do BB em comparação com o dos incumbentes privados aumentou significativamente nos últimos tempos em virtude de uma percepção de lucratividade mais alta e desempenho fraco dos pares, e apresenta atualmente um desconto de 38% sobre a média de 2016–23 de 44% e acima da linha de +1 desvio-padrão. Embora o banco continue sendo negociado a um valuation atrativo de 0,85x P/BV, oferecendo, ao mesmo tempo, um dividend yield sólido de 11% e upside de 17%, nossa perspectiva e preço-alvo de R\$59 revisados são consistentes com uma recomendação Neutral, com preferência por bancos privados, que não carregam o risco adicional de ruídos políticos.

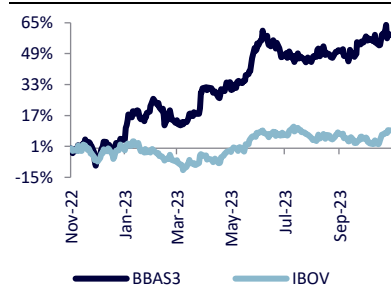
Novos pressupostos de valuation. Avaliamos o Banco do Brasil com uma abordagem de múltiplos justos, usando um 12-fwd P/E de 4,5x em 2024YE, avaliando o banco a 0,86x 2024 P/BV e pressupondo nenhuma apreciação relevante em comparação com pares privados (desconto de 35%). Principais riscos para nossa tese: interferência política, forte

BBAS3	
Rating	Neutral
Preço atual	R\$ 50,3
Preço-alvo 12m	R\$ 59,0
Upside	17%

Múltiplos	23E	24E	25E
P/E	4,1 x	3,9x	3,8x
P/BV	0,85x	0,79x	0,73x
Div. yield	9,7%	11,2%	12,7%

Dados de mercado	
Valor de mercado	R\$ 143.414mi
Altas/baixas, 52 semanas	R\$ 30,3 / 52
ADTV (3M)	R\$ 437mi
Ações em circulação	2.865mi
Free float	50%
Desempenho UDM	37%
Desempenho no ano	44%

BBAS3 vs. Ibovespa



Fonte: Bloomberg and Safr

deterioração das condições macroeconômicas, qualidade de ativos pior do que a esperada, ritmo mais lento de melhoria na criação de NPL, mudanças regulatórias e concorrência irracional.

Banco do Brasil – Demonstração do resultado

INCOME STATEMENT	2022A	2023E	2024E	2025E	Growth	Growth	Growth
	Actual	New	New	New	23/22	24/23	25/24
NII	73,397	91,782	98,051	102,455	25.0%	6.8%	4.5%
Net provisions	(16,747)	(26,973)	(26,189)	(27,542)	61.1%	-2.9%	5.2%
Provisions	(25,517)	(35,301)	(35,226)	(37,356)	38.3%	-0.2%	6.0%
Credit recoveries	8,771	8,328	9,037	9,814	-5.0%	8.5%	8.6%
NII after provisions	56,650	64,809	71,862	74,913	14.4%	10.9%	4.2%
Fee revenues	32,333	33,753	35,187	36,603	4.4%	4.2%	4.0%
Operating expenses	(41,822)	(47,688)	(50,777)	(53,109)	14.0%	6.5%	4.6%
Core opex	(33,828)	(36,561)	(38,912)	(40,945)	8.1%	6.4%	5.2%
Personnel expenses	(21,570)	(23,052)	(24,497)	(25,889)	6.9%	6.3%	5.7%
Administrative expenses	(12,258)	(13,509)	(14,415)	(15,057)	10.2%	6.7%	4.5%
Other operational revenues (expenses)	(7,994)	(11,127)	(11,865)	(12,163)	39.2%	6.6%	2.5%
Insurance result	-	-	-	-	n.a.	n.a.	n.a.
Taxes	(6,993)	(8,251)	(8,754)	(9,138)	18.0%	6.1%	4.4%
Previ	2,904	2,903	1,814	1,678	0.0%	-37.5%	-7.5%
Operating profit	43,072	45,526	49,332	50,948	5.7%	8.4%	3.3%
Equity income	5,679	7,246	7,309	7,437	27.6%	0.9%	1.8%
Non-operational revenues (expenses)	141	244	184	205	73.1%	-24.8%	11.8%
Profit before tax	48,892	53,016	56,825	58,591	8.4%	7.2%	3.1%
Income tax and social contribution	(10,195)	(9,686)	(10,947)	(11,462)	-5.0%	13.0%	4.7%
Extraordinary items	(803)	(1,542)	(1,357)	(1,375)	92.1%	-12.0%	1.3%
Minority interest	(2,696)	(3,574)	(3,891)	(4,125)	32.6%	8.9%	6.0%
Profit sharing	(4,059)	(4,523)	(4,888)	(5,040)	11.4%	8.1%	3.1%
Reported net profit	31,139	33,690	35,742	36,589	8.2%	6.1%	2.4%
Adjusted net profit	31,942	35,233	37,099	37,963	10.3%	5.3%	2.3%
Adjusted net profit (ex Previ)	30,345	33,608	36,010	36,957	10.8%	7.1%	2.6%
Reported EPS	10.87	11.76	12.47	12.77	8.2%	6.1%	2.4%
Adjusted EPS (Banco do Brasil)	11.15	12.30	12.95	13.25	10.3%	5.3%	2.3%
Adjusted EPS (ex Previ)	10.59	11.73	12.57	12.90	10.8%	7.1%	2.6%
BVPS	56.04	59.16	63.79	68.44	5.6%	7.8%	7.3%
# Shares (million)	2,865	2,865	2,865	2,865			

PROFITABILITY / EFFICIENCY RATIOS	2022A	2023E	2024E	2025E	Growth	Growth	Growth
	New	New	New	New	23/22	24/23	25/24
ROE	20.5%	20.4%	20.3%	19.3%	-11bps	-14bps	-94bps
Adjusted ROE	21.0%	21.3%	21.0%	20.0%	29bps	-31bps	-99bps
ROA	1.5%	1.6%	1.6%	1.5%	5bps	-1bps	-2bps
Adjusted ROA	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	8bps	-2bps	-2bps
Efficiency ratio	41.1%	39.7%	40.2%	40.4%	-147bps	53bps	15bps
Fee coverage ratio	70.4%	63.6%	61.0%	60.4%	-678bps	-268bps	-53bps
Net cost of risk	2.0%	2.9%	2.5%	2.4%	88bps	-35bps	-12bps

BALANCE SHEET	2022A	2023E	2024E	2025E	Growth	Growth	Growth
	New	New	New	New	23/22	24/23	25/24
Total loans	891,283	984,176	1,088,318	1,202,881	10.4%	10.6%	10.5%
Total deposits	752,847	781,579	821,612	865,393	3.8%	5.1%	5.3%
Effective tax rate	23.6%	21.2%	22.1%	22.4%	-243bps	95bps	30bps
CET-1 ratio	12.0%	12.3%	12.1%	11.7%	31bps	-20bps	-38bps

Fonte: estimativas do Safrá

Banco do Brasil – Estimativas anteriores x novas

INCOME STATEMENT	2023E			2024E			2025E		
	New	Old	%	New	Old	%	New	Old	%
NII	91,782	88,225	4.0%	98,051	88,342	11.0%	102,455	93,417	9.7%
Net provisions	(26,973)	(21,096)	27.9%	(26,189)	(18,045)	45.1%	(27,542)	(17,275)	59.4%
NII after provisions	64,809	67,128	-3.5%	71,862	70,297	2.2%	74,913	76,142	-1.6%
Fee revenues	33,753	35,105	-3.9%	35,187	36,535	-3.7%	36,603	37,531	-2.5%
Operating Expenses	(47,688)	(45,199)	5.5%	(50,777)	(44,418)	14.3%	(53,109)	(43,859)	21.1%
Previ	2,903	2,491	16.5%	1,814	1,661	9.2%	1,678	287	484.6%
Profit before tax	53,016	58,674	-9.6%	56,825	62,041	-8.4%	58,591	67,272	-12.9%
Accounting net profit	33,690	35,137	-4.1%	35,742	35,487	0.7%	36,589	35,731	2.4%
Managerial net profit	35,233	35,137	0.3%	37,099	35,487	4.5%	37,963	35,731	6.2%
ROE	20.4%	20.2%	19bps	20.3%	18.3%	196bps	19.3%	16.7%	264bps
Managerial ROE	21.3%	20.2%	112bps	21.0%	18.3%	273bps	20.0%	17.6%	241bps

BALANCE SHEET	2023E			2024E			2025E		
	New	Old	%	New	Old	%	New	Old	%
Total loans	984,176	989,247	-0.5%	1,088,318	1,047,650	3.9%	1,202,881	1,113,022	8.1%
Total deposits	781,579	800,981	-2.4%	821,612	814,261	0.9%	865,393	831,382	4.1%
CET-1 ratio	12.3%	n.a.	n.a.	12.1%	n.a.	n.a.	11.7%	n.a.	n.a.
Effective tax rate	21.2%	26.4%	-528bps	22.1%	29.1%	-700bps	22.4%	33.2%	-1078bps

Fonte: estimativas do Safr

Banco do Brasil – Safr Analysis and Valuation Scorecard (SAVS) - R\$ mi

Financial metrics (R\$ mr)	2022A	2023E	2024E	2025E	Operating metrics	2022A	2023E	2024E	2025E
Total revenues	105,730	125,535	133,238	139,059	Efficiency ratio	41.1%	39.7%	40.2%	40.4%
NII	73,397	91,782	98,051	102,455	Loans growth	13.6%	10.4%	10.6%	10.5%
Provisions expenses	(16,747)	(26,973)	(26,189)	(27,542)	Deposits growth	12.2%	4.1%	6.4%	6.6%
NII after provisions	56,650	64,809	71,862	74,913	NIM	2.8%	3.1%	3.2%	3.2%
Banking and service fees	32,333	33,753	35,187	36,603	Risk-adjusted NIM	3.6%	4.4%	4.3%	4.4%
Operating expenses	(33,828)	(36,561)	(38,912)	(40,945)	Cost-of-risk	2.0%	2.9%	2.5%	2.4%
Tax expense & other results	(14,987)	(19,378)	(20,619)	(21,301)	NPL ratio	2.5%	2.7%	2.4%	2.3%
Previ	2,904	2,903	1,814	1,678	Coverage ratio	227%	200%	206%	207%
Equity income	5,679	7,246	7,309	7,437	Effective tax ratio	23.6%	21.2%	22.1%	22.4%
Profit before tax	48,892	53,016	56,825	58,591					
Net income	31,139	33,690	35,742	36,589	OPERATING METRICS	2022A	2023E	2024E	2025E
Managerial net income	31,942	35,233	37,099	37,963	CET1 ratio	12.0%	12.3%	12.1%	11.7%
EPS (R\$)	10.9	11.8	12.5	12.8	BIS ratio	16.7%	16.0%	15.7%	15.1%
Managerial EPS (R\$)	11.2	12.3	13.0	13.3	Assets/equity	12.6	13.2	12.8	12.4
Total assets	2,029,399	2,243,831	2,335,448	2,432,878	Loans-to-deposits	118%	126%	131%	135%
Cash & equivalents	18,311	24,120	25,664	27,356	OPERATING METRICS	2022A	2023E	2024E	2025E
Money market + securities	846,025	954,767	934,963	910,050	ROA	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
Total loans	891,283	984,176	1,088,318	1,202,881	ROE	21.0%	21.3%	21.0%	20.0%
Provisions for non-performing	(47,835)	(51,797)	(55,305)	(60,357)	Div yield	8.5%	9.7%	11.2%	12.7%
Foreign exchange	28,987	27,298	27,298	27,298	Payout	39%	42%	45%	50%
Fixed assets	38,711	40,280	39,189	38,081	VALUATION	2022A	2023E	2024E	2025E
Total deposits	752,847	783,757	833,942	888,895	P/E (at target price)	5.3x	4.8x	4.5x	4.4x
Compulsory deposits	112,648	123,325	131,436	140,338	P/B (at target price)	1.05x	0.99x	0.92x	0.86x
Money market	817,455	1,010,182	1,029,425	1,048,935	P/E (at current price)	4.5x	4.1x	3.9x	3.8x
Book value	160,571	169,524	182,793	196,121	P/B (at current price)	0.90x	0.85x	0.79x	0.73x
BVPS	56.3	59.4	64.1	68.7	Cost of equity (Ke)				n.a.
Market cap	144,102	144,102	144,102	144,102	Sustainable ROE				n.a.
# shares ('000)	2,865	2,865	2,865	2,865					
# outstanding shares ('000)	2,854	2,854	2,854	2,854					

Fonte: estimativas do Safr

Santander Brasil

Uma perspectiva mais positiva aguarda

Brazilian banks

Conforme antecipado em nossa prévia do 3T, o Santander Brasil apresentou melhoria no custo de crédito, depois de trimestres sequenciais negativos, atribuídos a uma postura mais restritiva com originações de crédito. Além disso, destacamos também que o banco foi o primeiro a conter as originações, o que deve se traduzir em resultados melhores daqui para a frente.

Para os próximos anos, esperamos que a lucratividade aumente e atinja um ROE de 16% no 4T24 e de 17,5% no 4T25, impulsionada por ganhos mais altos com a gestão de ativos e passivos em um ambiente de juros em declínio e margens líquidas de juros ajustadas pelo risco normalizadas. Nossas novas projeções estimam receita líquida gerencial de R\$13.776mi (ROE de 15,5%) em 2024 e R\$16.450mi (ROE de 17,1%) em 2025, registrando crescimento de 36% e 19% ante o ano anterior, respectivamente, estando 2% abaixo e 2% acima do consenso, respectivamente. Em comparação com nossas últimas estimativas (de março), cortamos lucro líquido de 2024 e 2025 em -15% e -12%, respectivamente.

Reiteramos a recomendação Neutral devido ao upside mais baixo do que o de pares privados. Apesar das perspectivas melhores, nosso preço-alvo inalterado de R\$35 implica upside limitado de 13% e não é suficiente para uma elevação na recomendação para Outperform, em nossa opinião, principalmente se comparado com os upsides de 24% e 20% do Itaú Unibanco e do Bradesco, respectivamente. Além disso, a ação está sendo negociada a um valuation mais caro de 8,4x 2024 P/E ante 6,6x e 6,7x, respectivamente. Embora uma comparação possa ser de algum modo justificada, já que pressupomos um ROE de 17,5% no longo prazo para o Santander ante um ROE de longo prazo bastante conservador de 15,5% para o Bradesco, não parece se justificar que o Santander seja negociado a um prêmio sobre o Itaú, considerando nossa expectativa de um ROE de longo prazo de 20%.

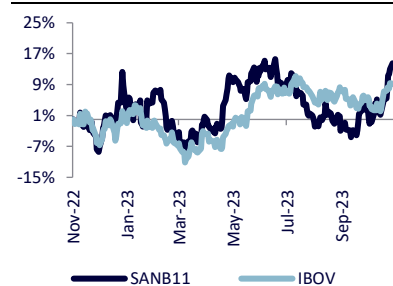
Novos pressupostos para o valuation. Nosso preço-alvo baseado no modelo de dividendos descontados (DDM) implica upside de 13% sobre nível de preço atual, avaliando o banco aos múltiplos justos de 7,9x P/E e 1,30x P/BV, usando um ROE de longo prazo conservador de 17,5% (200 p.b. acima do Ke). Com base em nossas novas estimativas, o SANB11 está sendo negociado a 8,4x 12-m fwd P/E e 1,24x P/BV. Principais riscos para nossa tese: forte deterioração das condições macroeconômicas, qualidade de ativos pior do que a esperada, ritmo mais lento de melhoria na criação de NPL, mudanças regulatórias e concorrência irracional.

SANB11	
Rating	Neutral
Preço atual	R\$ 30,9
Preço-alvo 12m	R\$ 35,0
Upside	13%

Múltiplos	23E	24E	25E
P/E	11,4x	8,4 x	7,0x
P/BV	1,34 x	1,24x	1,15x
Div. yield	5,5%	6,4%	7,7%

Dados de mercado	
Valor de mercado	R\$ 112.548mi
Altas/baixas, 52 semanas	R\$ 25,3 / 32
ADTV (3M)	R\$ 62mi
Ações em circulação	3.749mi
Free float	100%
Desempenho UDM	5%
Desempenho no ano	7%

SANB11 vs. Ibovespa



Fonte: Bloomberg and Safr

Santander Brasil – Demonstração do resultado

INCOME STATEMENT	2022	2023E	2024E	2025E	Growth 23/22	Growth 24/23	Growth 25/24
	Actual	New	New	New			
NII	51,827	53,900	59,371	66,743	4.0%	10.2%	12.4%
Margin with clients	56,067	57,297	59,352	64,072	2.2%	3.6%	8.0%
Margin with market	(4,239)	(3,397)	19	2,671	-19.9%	-100.6%	13916.7%
Net provisions	(23,930)	(23,558)	(20,436)	(21,610)	-1.6%	-13.3%	5.7%
Provisions	(26,941)	(27,418)	(23,942)	(25,223)	1.8%	-12.7%	5.3%
Credit recoveries	3,010	3,860	3,506	3,612	28.2%	-9.2%	3.0%
NII after provisions	27,897	30,342	38,935	45,133	8.8%	28.3%	15.9%
NIM	2.8%	2.8%	3.2%	3.5%	-7 bps	46 bps	85 bps
NIM before provisions	5.3%	4.9%	4.9%	5.2%	-36 bps	1 bps	60 bps
NIM before provisions and trading gains	5.7%	5.2%	4.9%	5.0%	-48 bps	-30 bps	60 bps
Fee revenues	19,308	19,793	20,517	21,210	2.5%	3.7%	3.4%
Operating expenses	(27,575)	(35,933)	(37,850)	(39,382)	30.3%	5.3%	4.0%
Core opex	(22,706)	(24,290)	(25,484)	(26,505)	7.0%	4.9%	4.0%
Personnel expenses	(10,086)	(11,244)	(12,064)	(12,584)	11.5%	7.3%	4.3%
Administrative expenses (ex goodwill)	(12,619)	(13,046)	(13,420)	(13,921)	3.4%	2.9%	3.7%
Other operational revenues (expenses)	(4,869)	(11,642)	(12,366)	(12,876)	139.1%	6.2%	4.1%
Insurance result	-	-	-	-	n.a.	n.a.	n.a.
Taxes	(4,883)	(4,880)	(5,277)	(5,810)	-0.1%	8.1%	10.1%
Operational profit	14,747	9,322	16,325	21,151	-36.8%	75.1%	29.6%
Equity income	115	184	196	197	60.2%	6.5%	0.4%
Non-operational revenues (expenses)	543	147	84	85	-73.0%	-42.7%	1.1%
Profit before tax	15,405	9,653	16,605	21,433	-37.3%	72.0%	29.1%
Income tax and social contribution	(2,326)	609	(2,609)	(4,701)	-126.2%	-528.2%	80.2%
Extraordinary items	-	-	-	-	n.a.	n.a.	n.a.
Minority interest	(179)	(102)	(176)	(227)	n.a.	n.a.	n.a.
Profit sharing	-	(31)	(44)	(56)	n.a.	n.a.	n.a.
Net profit (managerial)	12,900	10,129	13,776	16,450	-21.5%	36.0%	19.4%
(-) Goodwill	(330)	(359)	(341)	(341)	8.9%	-5.2%	0.0%
Net profit (as reported)	12,570	9,770	13,436	16,109	-22.3%	37.5%	19.9%
(+) Goodwill	330	359	341	341	8.9%	-5.2%	0.0%
(-) Tax effect from goodwill amortization	(150)	(162)	(153)	(153)	7.8%	-5.2%	0.0%
(-) Non-recurring items	(297)	(81)	(46)	(47)	-72.9%	-42.7%	1.1%
Adjusted reported net profit	12,452	9,887	13,577	16,250	-20.6%	37.3%	19.7%
EPS	3.35	2.61	3.58	4.30	-22.3%	37.5%	19.9%
BVPS	21.89	22.98	24.69	26.71	5.0%	7.4%	8.2%
# SHARES (million)	3,749	3,749	3,749	3,749			
PROFITABILITY / EFFICIENCY RATIOS	2022	2023E	2024E	2025E	Growth	Growth	Growth
	Actual	New	New	New	23/22	24/23	25/24
ROE	15.6%	11.6%	15.0%	16.7%	-397 bps	341 bps	169 bps
Adjusted ROE	16.2%	12.2%	15.5%	17.1%	-402 bps	334 bps	163 bps
ROA	1.3%	0.9%	1.1%	1.2%	-38 bps	22 bps	14 bps
Adjusted ROA	1.2%	0.9%	1.1%	1.2%	-37 bps	24 bps	13 bps
Efficiency ratio	41.6%	52.2%	50.7%	47.9%	1060 bps	-149 bps	-279 bps
Fee coverage ratio	70.0%	55.1%	54.2%	53.9%	-1494 bps	-88 bps	-35 bps
Net Cost of Risk	5.1%	4.7%	3.8%	3.8%	-37 bps	-86 bps	-6 bps
BALANCE SHEET (R\$ millions)	2022	2023E	2024E	2025E	Growth	Growth	Growth
	Actual	New	New	New	23/22	24/23	25/24
Total loans	489,687	516,130	553,796	596,920	5.4%	7.3%	7.8%
Total deposits	416,245	467,498	495,862	526,577	12.3%	6.1%	6.2%
Amplified loan book	589,721	642,286	689,159	742,823	8.9%	7.3%	7.8%
Net cost of risk (amp.)	4.2%	3.8%	3.1%	3.0%	-39 bps	-75 bps	-5 bps
CET-1 ratio	10.8%	11.1%	11.2%	10.6%	26 bps	8 bps	-61 bps

Fonte: estimativas do Safrá

Santander Brasil – Estimativas anteriores x novas

INCOME STATEMENT	2023E			2024E			2025E		
	New	Old	%	New	Old	%	New	Old	%
NII	53,900	59,025	-8.7%	59,371	68,712	-13.6%	66,743	73,369	-9.0%
Margin with clients	57,297	60,395	-5.1%	59,352	64,391	-7.8%	64,072	68,063	-5.9%
Margin with market	(3,397)	(1,370)	147.9%	19	4,321	-99.6%	2,671	5,306	-49.7%
Net provisions	(23,558)	(26,628)	-11.5%	(20,436)	(26,167)	-21.9%	(21,610)	(25,670)	-15.8%
NII after provisions	30,342	32,397	-6.3%	38,935	42,545	-8.5%	45,133	47,699	-5.4%
Fee revenues	19,793	20,924	-5.4%	20,517	22,045	-6.9%	21,210	23,041	-7.9%
Operating expenses	(35,933)	(35,936)	0.0%	(37,850)	(39,849)	-5.0%	(39,382)	(41,758)	-5.7%
Profit before tax	9,653	17,586	-45.1%	16,605	24,976	-33.5%	21,433	29,233	-26.7%
Accounting net profit	9,770	12,053	-18.9%	13,436	16,079	-16.4%	16,109	18,700	-13.9%
Adjusted reported net profit	9,887	12,120	-18.4%	13,577	16,139	-15.9%	16,250	18,754	-13.4%
Managerial net profit	10,129	12,174	-16.8%	13,776	16,188	-14.9%	16,450	18,798	-12.5%
ROE	11.6%	14.2%	-253 bps	15.0%	18.0%	-293 bps	16.7%	19.8%	-304 bps
Managerial ROE	12.2%	14.3%	-215 bps	15.5%	18.1%	-260 bps	17.1%	19.9%	-275 bps

BALANCE SHEET	2023E			2024E			2025E		
	New	Old	%	New	Old	%	New	Old	%
Total loans	516,130	534,169	-3.4%	553,796	570,968	-3.0%	596,920	607,284	-1.7%
Total deposits	467,498	461,334	1.3%	495,862	509,710	-2.7%	526,577	562,808	-6.4%
CET-1 ratio	11.1%	12.0%	-93 bps	11.2%	12.4%	-121 bps	10.6%	12.6%	-204 bps
Effective tax rate	-6.3%	29.7%	-3603 bps	15.7%	34.4%	-1870 bps	21.9%	35.0%	-1308 bps

Fonte: estimativas do Safr

Santander Brasil – Safr Analysis and Valuation Scorecard (SAVS) - R\$ mi

Financial metrics (R\$ mr)	2022A	2023E	2024E	2025E	Operating metrics	2022A	2023E	2024E	2025E
Total revenues	71.135	73.692	79.888	87.954	Efficiency ratio	41,6%	52,2%	50,7%	47,9%
NII	51.827	53.900	59.371	66.743	Loans growth	8,0%	4,8%	7,3%	7,8%
Provisions expenses	(23.930)	(23.558)	(20.436)	(21.610)	Deposits growth	4,3%	12,3%	7,1%	7,3%
NII after provisions	27.897	30.342	38.935	45.133	NIM	2,8%	2,8%	3,2%	3,5%
Banking and service fees	19.308	19.793	20.517	21.210	Risk-adjusted NIM	5,3%	4,9%	4,9%	5,2%
Insurance result	-	-	-	-	Cost-of-risk	5,1%	4,7%	3,8%	3,8%
Operating expenses	(22.706)	(24.290)	(25.484)	(26.505)	NPL ratio	3,1%	2,9%	2,8%	2,8%
Tax expense & other results	(9.094)	(16.191)	(17.363)	(18.405)	Coverage ratio	230%	235%	237%	238%
Profit before tax	15.405	9.653	16.605	21.433	Effective tax ratio	15,1%	-6,3%	15,7%	21,9%
Net income	12.570	9.770	13.436	16.109					
Managerial net income	12.900	10.129	13.776	16.450	LEVERAGE	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS (R\$)	3,38	2,62	3,61	4,33	CET1 ratio	10,8%	11,1%	11,2%	11,0%
Managerial EPS (R\$)	3,47	2,72	3,70	4,42	BIS ratio	13,9%	14,2%	14,1%	13,7%
Total assets	1.048.518	1.182.896	1.259.030	1.344.385	Assets/equity	12,8	13,7	13,6	13,4
Cash & equivalents	14.420	13.445	14.400	15.454	Loans-to-deposits	100%	93%	93%	93%
Money market + securities	296.563	430.901	462.606	498.071					
Total loans	414.335	434.356	466.054	502.346	RETURN / YIELD	2022A	2023E	2024E	2025E
Provisions for non-performing	(34.453)	(34.851)	(36.853)	(39.178)	ROA	1,3%	0,9%	1,1%	1,2%
FX Portfolio	96.860	69.714	70.064	70.545	ROE	16,2%	12,2%	15,5%	17,1%
Fixed assets	14.354	14.233	14.329	14.428	Div yield	2,4%	5,5%	6,4%	7,7%
Total deposits	416.245	467.451	500.658	537.300	Payout	64%	64%	55%	55%
Compulsory deposits	96.116	90.942	97.608	104.962					
Money market	267.820	333.370	357.698	385.552	VALUATION	2022A	2023E	2024E	2025E
Borrowing and onlending	81.721	110.631	118.705	127.949	P/E (at target price)	10,1x	12,9x	9,5x	7,9x
Book value	82.062	86.168	92.555	100.144	P/B (at target price)	1,59x	1,51x	1,41x	1,30x
BVPS	22,1	23,2	24,9	26,9	P/E (at current price)	8,9x	11,4x	8,4x	7,0x
Market cap	115.123	115.123	115.123	115.123	P/B (at current price)	1,40x	1,34x	1,24x	1,15x
# shares ('000)	3.749	3.749	3.749	3.749	Cost of equity (Ke)				15,5%
# outstanding shares ('000)	3.718	3.722	3.722	3.722	Sustainable ROE				17,5%

Fonte: estimativas do Safr

DECLARAÇÕES GERAIS

1. Este relatório foi preparado e distribuído por Safra Corretora de Valores e Câmbio Ltda. (“Safra Corretora”), subsidiária do Banco Safra S.A., empresa regulada pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”).
2. Este relatório tem caráter meramente informativo e não constitui oferta de compra ou de venda de títulos ou valores mobiliários ou de instrumentos financeiros de quaisquer espécies ou de participação em qualquer estratégia de negociação. As informações expressas neste documento são obtidas de fontes públicas disponíveis até a data da sua elaboração pela equipe de Análise da Safra Corretora e são consideradas seguras.
3. A Safra Corretora ou quaisquer de suas afiliadas não garantem, expressa ou implicitamente, a completude, confiabilidade ou exatidão de tais informações, nem este relatório pretende ser uma base de dados e informações completa ou resumida sobre os títulos ou valores mobiliários, instrumentos financeiros, mercados ou produtos aqui referidos.
4. A Safra Corretora não tem obrigação de atualizar, modificar ou alterar este relatório, tampouco tem a obrigação de comunicar o leitor deste relatório a respeito de tais eventuais atualizações, modificações ou alterações, salvo quando deixar de cobrir quaisquer das empresas analisadas neste relatório.
5. As opiniões, estimativas, informações e projeções aqui expressas constituem a opinião do analista no momento em que emitiu o presente relatório e podem ser alteradas sem qualquer aviso. Preços e disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações, independentemente de qualquer aviso.
6. Os instrumentos discutidos neste relatório podem não ser adequados a todos os investidores. Este relatório não considera objetivos de investimento, situação financeira e patrimonial ou interesses particulares de qualquer investidor. Os investidores devem obter ou realizar uma análise independente, considerando sua situação financeira e seus objetivos de investimento antes de tomar uma decisão de investimento. Investimentos em títulos e valores mobiliários envolvem riscos, razão pela qual não há garantia de rentabilidade ou lucratividade de qualquer espécie.
7. Os resultados obtidos com investimento em instrumentos financeiros podem variar, e seu preço ou valor pode subir ou descer, direta ou indiretamente.
8. Desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. A Safra Corretora ou qualquer empresa do Grupo Safra não pode ser responsabilizada por danos diretos, indiretos, consequentes, reivindicações, custos, perdas ou despesas decorrentes da decisão de investimento em títulos e valores mobiliários, esteja tal decisão lastreada ou não nas recomendações expressas neste relatório. Os riscos em investimentos dessa natureza podem implicar, conforme o caso, a perda integral do capital investido ou, ainda, a necessidade de aporte suplementar de recursos.
9. Nenhuma parte deste documento poderá ser reproduzida, distribuída ou copiada, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o prévio consentimento por escrito da Safra Corretora. Informações adicionais relativas às companhias ora analisadas neste relatório poderão ser prestadas mediante solicitação.

DECLARAÇÕES DO ANALISTA

1. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração do presente relatório declara(m) que as opiniões expressas neste relatório refletem única e exclusivamente sua opinião pessoal a respeito de todos os emissores e valores mobiliários aqui analisados e que este relatório foi produzido de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Safra Corretora e/ou ao Banco Safra. Considerando que as opiniões pessoais dos analistas de investimentos podem divergir, a Safra Corretora e/ou o

Banco Safra e/ou quaisquer de suas afiliadas podem ter publicado ou vir a publicar outros relatórios que cheguem a conclusões diferentes das aqui contidas.

2. A remuneração do(s) analista(s) de valores mobiliários é baseada na receita total da Safra Corretora, sendo parte desta proveniente das atividades relacionadas ao banco de investimento. Desta forma, assim como a remuneração de todos os colaboradores da Safra Corretora, de suas subsidiárias e afiliadas, a remuneração dos analistas é impactada pela rentabilidade global dessas empresas e pode estar indiretamente relacionada a este relatório. No entanto, o(s) analista(s) responsável(is) por este relatório declara(m) que nenhuma parte de sua remuneração esteve, está ou estará direta ou indiretamente relacionada a qualquer recomendação ou opinião específica contida aqui ou vinculada à precificação de quaisquer dos ativos aqui discutidos.

Declarações adicionais

Analista	1	2	3	4

1. O(s) analista(s) de valores mobiliários envolvido(s) na preparação deste relatório possui(em) vínculo com pessoa natural que trabalha para os emissores mencionados no relatório.
2. O(a) cônjuge ou parceiro(a) do(s) analista(s) de valores mobiliários detém, direta ou indiretamente, por conta própria ou de terceiros, títulos ou valores mobiliários objeto do relatório.
3. O(s) analista(s) de valores mobiliários, seu(sua) cônjuge ou companheiro(a) estão direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação dos valores mobiliários discutidos neste relatório.
4. O(s) analista(s) de valores mobiliários, seu(sua) respectivo(a) cônjuge ou companheiro(a) possui, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação aos emitentes dos valores mobiliários analisados.

INFORMAÇÕES IMPORTANTES SOBRE O SAFRA

A Safra Corretora, suas controladas, seus controladores ou suas sociedades sob controle comum declaram que têm interesses financeiros e/ou comerciais relevantes e/ou recebem remuneração por serviços prestados às empresas ou aos fundos:

051 Agro Fazendas II FIAGRO-Imobiliário - 1ª emissão, Águas do Rio, AJ Malls FII – 1ª emissão, Aliança Agrícola do Cerrado S.A., Allianz Trust Renda Imobiliária FII - 6ª emissão, Almacenes Éxito S.A., Ambipar Participações e Empreendimentos S.A., Atacadão S.A., Atacadão S.A. – CRA 86ª emissão - 3 séries, AZ Quest Sole Fiagro - 1ª emissão, B3 S.A., Banco Alfa S.A., Banco BTG Pactual, Banco GM S.A., Banco Volkswagen S.A., BCBF Participações S.A., Bloxs Amazon Green Legacy Fundo de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais – Fiagro Imobiliário - 1ª emissão, BR Properties S.A., Bracell SP Celulose LTDA., Braskem S.A., BRF S.A., BTG Pactual Dívida Infra FIC – 3ª emissão, BTG Pactual Logística FII - 12ª Emissão, Camil Alimentos S.A., Canuma Capital Multiestratégia, Capitânia FIC FI Infra Renda Fixa CP – 5ª emissão, Cartesia Recebíveis Imobiliários – FII, Cashme Soluções Financeiras S.A., Cereal Comércio Exportação e Representação Agropecuária S.A., Chembro Química LTDA., Clave Índices de Preços FII – 2ª emissão, CM Hospitalar S.A., Companhia Paranaense de Energia – COPEL, Companhia Siderúrgica Nacional – CSN, Concessionária do Rodoanel Oeste S.A., CPX Distribuidora S.A., CSHG Logística FII - 9ª emissão, CSHG Recebíveis Imobiliários - 9ª emissão, Direcional Engenharia S.A., DMA Distribuição S.A., Ecoagro I FIAGRO – 5ª emissão, Ecoagro I Fiagro Imobiliário - 4ª emissão, Ecovias do Cerrado, Empresa de Ônibus Pássaro Marron S.A., Enauta Participações, Energisa S.A., Energisa Tocantins - Distribuidora de Energia S.A., Engie Brasil Energia S.A., Equatorial Goiás Distribuidora de Energia S.A., Equatorial Participações e Investimentos S.A., Eucatex S.A. Indústria e Comércio, Exes Araguaia Fiagro - 3ª emissão, F3 Fundshares FIM - 1ª emissão, Farmácia e Drogaria Nissei, Fator Verita FII - 9ª emissão, Fator Verita Multiestratégia FII – 1ª emissão, Ferrari Agroindústria S.A., FG Agro Fiagro - 3ª Emissão, Fiagro Asset Bank - Terra Investimentos, FII Guardian

Logística Única - 4ª emissão, FII Urca Prime Renda - 7ª emissão, Frigol S.A., Fundo de Investimento Imobiliário Atrio Reit Recebíveis Imobiliários, Fundo Investimento Imobiliário TG Ativo Real, Fundo de Investimento Imobiliário Riza Terrax, Furnas Centrais Elétricas, Genial Malls FII – 5ª emissão, GGR Covepi FII - 6ª Emissão, GPA - Grupo Pão de Açúcar, Grupo José Alves, Hedge Brasil Shopping FII - 9ª Emissão, Hedge TOP FOF FII - 15ª Emissão, Hypera S.A., Iguá Rio, Iguatemi S.A., Iguatemi S.A., Inter Amerra Fiagro-FII - 1ª emissão, Ipiranga Produtos de Petróleo S.A., ISA CTEEP Transmissora Energia Elétrica Paulista., Itaú Asset Rural Fiagro - 3ª emissão, Itaú Tempus FII - 1ª emissão, J Macedo S.A., JBS S.A., JGP Crédito Fiagro - 2ª Emissão, JS Ativos Financeiros, Kallas Incorporações e Construções S.A., Karoon Petróleo e Gás Ltda, Kinea Crédito Agro FIAGRO-Imobiliário - 3ª emissão, Kinea Crédito Agro FIAGRO-Imobiliário - 4ª emissão, Kinea Hedge Fund FII, Kinea Unique HY CDI FII - 2ª emissão, Life Capital Partners FII - 4ª emissão, Localiza Rent a Car S.A., Log Commercial Properties e Participações S.A., LOGCP Inter FII - 3ª Emissão, Marfrig Global Foods S.A., Mauá Capital Hedge FII - 3ª emissão, Mauá Capital Recebíveis Imobiliários - 7ª emissão, Mav Crédito - Fiagro Imobiliário - 1ª emissão, Maxi Renda FII - 8ª emissão, Mezzani Alimentos Ltda, Mobilize Financial Services, More Recebíveis Imobiliários FII, Movida Participações S.A., MRV Engenharia e Participação S.A., Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., Multitécnica Industrial Ltda., NCH Recebíveis do Agronegócio FIAGRO Imobiliário – 3ª emissão, Nitro Química S.A., Nortis Incorporadora e Construtora S.A., Oncoclínicas do Brasil Serviços Médicos S.A., Órama FIC FI-Infra RF - 1ª emissão, Órama High Yield II – 2ª emissão, Orizon Meio Ambiente S.A., Ourinvest Innovation Fiagro Imobiliário - 2ª emissão, Parsan S.A., Patrimar Engenharia S.A., Petrobras - Petróleo Brasileiro S.A., Raízen Energia S.A., RBR Crédito Imobiliário Estruturado – 6ª emissão, RBR Plus Multiestratégia Real Estate FII - 3ª emissão, Rede D’OR São Luiz S.A., Rio Bravo Crédito Imobiliário High Yield - 4ª emissão, Rio Bravo ESG FIC FI Infra - 2ª Emissão, Rio Bravo Renda Varejo RVBA – 4ª emissão, Riza Agro Fiagro - 2ª emissão, Riza Akin Fundo de Investimento Imobiliário – FII, Santander Papéis Imobiliários FII – 1ª emissão, Sendas Distribuidora S.A., SFI Investimentos do Agronegócio - Fiagro - 2ª emissão, Simpar S.A., SLC Agrícola S.A., Smartfit Escola de Ginástica e Dança S.A., Solar Serra do Mel B S.A., Sparta Fiagro Cadeias Produtivas Agroindustriais - 2ª emissão, Sparta Infra FIC FI - 2ª emissão, Sparta Infra FIC FI Infra RF CP - 3ª emissão, SPX Syn Multiestratégia FII - 2ª Emissão, Suno Energias Limpas RO - 1ª Emissão, Super Quadra Empreendimentos Imobiliários S.A., Top Service Serviços e Sistemas S.A., Transmissora Aliança de Energia, TRX Real Estate FII – 9ª emissão, Unimed Investcoop Nacional FII - 3ª emissão, Urca Capital Partners – BDR, Urca Prime Renda FII - 8ª emissão, Valora CRA - Fiagro - 4ª emissão, Valora CRI CDI - 6ª emissão, Vamos Locação de Caminhões S.A., VBI Consumo Essencial FII - 6ª emissão, VBI Greenpower FII - 1ª emissão, VBI Logística, Vectis Datagro FIAGRO - 2ª emissão, Vitru Brasil Empreendimentos Participação e Comércio S.A., Capital Regai FIP, Wickbold & Nosso Pão Indústrias Alimentícias LTDA., XP Crédito Agrícola Fiagro - 4ª emissão, XP Infra II FIP - 4ª Emissão, XP Malls FII - 9ª Emissão.
