

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS

Bernardo Jung Lencioni

VALUATION APLICADO AO SETOR BANCARIO

Estudo de Caso do Banco Santander S.A.

PORTO ALEGRE

2019

Bernardo Jung Lencioni

VALUATION APLICADO AO SETOR BANCARIO

Estudo de Caso do Banco Santander S.A.

Trabalho de Conclusão do Curso de Graduação em Administração apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Orientador: Guilherme R. Macedo

PORTO ALEGRE

2019

Bernardo Jung Lencioni

VALUATION APLICADO AO SETOR BANCARIO

Estudo de Caso do Banco Santander S.A.

Trabalho de Conclusão do Curso de Graduação em Administração apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Orientador: Guilherme R. Macedo

Conceito final:

Aprovado em de de

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. -

Prof. Dr. -

Prof. Dr. -

Orientador – Prof. Dr. -

AGRADECIMENTOS

Agradeço à Universidade Federal do Rio Grande do Sul, colegas, colaboradores, professores e voluntários que fazem desta uma das maiores universidades do país. Em especial ao Professor Guilherme Riberio Macedo pelas aulas ministradas ao longo da minha graduação e aos projetos extracurriculares que foram fundamentais para definição da minha carreira profissional.

Agradeço aos meus pais, Fernanda Jung e Rafael Praetzel, pelo apoio incondicional e por estarem presentes em meu dia a dia olhando por mim nos mais singelos atos, seja acordar cedo para me ajudar nas rotinas da manhã, seja por ficarem acordados até tarde para me acompanhar nas jantadas e conversar sobre o dia.

Agradeço aos meus avós, pelo carinho e preocupação ao longo dos anos. Agradeço pelas longas conversas sempre que necessárias e pela infância, período que serve de alicerce para minhas escolhas e decisões na recente vida adulta.

Tão recente quanto a vida adulta, agradeço a minha família, Sara Ahumada e Gonzales. Por suportarem o stress da rotina sempre com carinho e compreensão incondicionais.

RESUMO

Este trabalho de conclusão de curso em Administração teve como objetivo apresentar um estudo de caso do processo de precificação de uma empresa de capital aberto com base em um modelo de fluxo de caixa descontado para o acionista. O estudo de caso teve como metodologia a pesquisa exploratória. Com base nos dados levantados, compilados e analisados, foi possível compreender as principais dinâmicas competitivas do mercado financeiro nacional e embasar as premissas utilizadas na projeção do fluxo de caixa e taxa de desconto para mensuração do valor da companhia por seus fundamentos e pela análise relativa aos seus pares. O preço da ação cotada na B3 no dia 30 de junho foi de R\$45,46, conclui-se então, que o valor justo da Banco Santander S.A. é de R\$ 56,10 por ação, com base neste estudo pode-se comprar a ação a um valor descontado.

Palavras-chave: avaliação de empresas. estratégia competitiva. valuation, macroambiente, instituições financeiras.

ABSTRACT

This is a paper of conclusion course in Business Administration and aims to analyze a study case on the valuation process of a listed company using a discounted free cash flow valuation method. Macro environment and competitive strategy frameworks were used to develop the inputs used in the valuation model. This paper used an exploratory research as a method. Within the data collected, organized and analyzed, it was possible to understand how the environment and the competition might affect the company and how it impact in the value of the company. It is possible to conclude that Banco Santander S/A value R\$ 56.10 per share.

Keywords: Company valuation. Competitive Strategy, Macro Environment, Valuation, Financial Firms.

LISTA DE GRAFICOS

Gráfico 1 - Taxa de crescimento populacional anual	48
Gráfico 2 - Ano do ponto de inflexão do crescimento populacional	49
Gráfico 3 - Razão de Dependência Etária.....	50
Gráfico 4 - Taxa Ajustada de Frequencia Escolar Liquida.....	51
Gráfico 5 - Total de Investimentos e Despesas em Tecnologia.....	58
Gráfico 6 - Composição das Transações em 2018.....	59
Gráfico 7 - Lerner de Credito (segmento bancário).....	62
Gráfico 8 - Lerner de credito (bancos privados).....	64
Gráfico 9 - Lerner de Credito (bancos públicos)	64
Gráfico 10 - Distribuição do índice de Lerner de credito	65
Gráfico 11 - Lerner de serviços (bancos privados).....	67
Gráfico 12 - Lerner de serviços (bancos públicos).....	67
Gráfico 13 - Participação da receita de serviços por índice de Lerner	69
Gráfico 14 - Empresas no Radar Fintechlab	70
Gráfico 15 - Principais desafios e barreiras	71
Gráfico 16 - Industrias líderes em investimento em Blockchain.....	73
Gráfico 17 - Países líderes em investimentos em Blockchain.....	74
Gráfico 18 - Perfil de captação por instrumento.....	75
Gráfico 19 - Instrumentos de captação - variações nos estoques	76
Gráfico 20 - Evolução do estoque de LIG	78
Gráfico 21 - Perfil de captação por tipo de investidor.....	79
Gráfico 22 - Pedidos de portabilidade	80
Gráfico 23 - Situação da portabilidade	81
Gráfico 24 - Portabilidade Imobiliário	82
Gráfico 25 - Contribuição dos fatores de oferta de credito - PJ	84
Gráfico 26 - Contribuição dos fatores para oferta de credito - PF.....	85
Gráfico 27 - Contribuição dos fatores para demanda de credito - PJ	86
Gráfico 28 - Contribuição dos fatores de demanda de credito - PF.....	87

Gráfico 29 - Contribuição dos fatores de demanda de crédito - Crédito Habitacional..	88
Gráfico 30 - Carteira de crédito – em bilhões	90
Gráfico 31- Volume de transação - em milhares	92
Gráfico 32 - Valor transacionado - em milhões	92
Gráfico 33 - Percentual de Inadimplência	93
Gráfico 34 - Series histórica Selic vs Financiamento Veículos.....	95
Gráfico 35 - Composição do crédito ampliado - Grandes Empresas	97
Gráfico 36 - Composição do crédito ampliado - MPMEs.....	97
Gráfico 37- Evolução de Captações - em bilhões.....	99
Gráfico 38 - ICC vs Custo de Captação	100
Gráfico 39 - Decomposição do ICC – média de 2016 a 2018.....	101
Gráfico 40 - Regras do Compulsório - BCB	103
Gráfico 41- Contribuição dos Serviços	104
Gráfico 42- Evolução das Despesas	106
Gráfico 43- Índice de Eficiência.....	108

LISTA DE ILUSTRACOES

Figura 1 - Riscos e oportunidades climáticos e seus impactos financeiros.....	55
--	----

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Tipos de Demonstrações Contábeis	27
Quadro 2 - Relatório Focus 2019 & 2020	52
Quadro 3 - Relatório Focus 2021 & 2022	52
Quadro 4 - Setores Críticos para o TCFD	56
Quadro 5 - Horizonte temporal de implementação das Recomendações da TCFD.....	57

LISTA DE TABELAS

Tabela 1- Carteira de crédito por produto - em milhões.....	91
Tabela 2 - Receitas de Prestação de Serviços.....	105
Tabela 3 - Abertura das Despesas.....	107
Tabela 4 - Calculo CAPM - estagio 1	110
Tabela 5 - Calculo CAPM - estagio 2	110
Tabela 6 - DRE Projetado.....	111
Tabela 7 - Fluxo de Caixa Projetado	111

SUMARIO

1. DELIMITACAO DO PROBLEMA.....	15
2. JUSTIFICATIVA.....	18
3. REVISÃO TEÓRICA	20
3.1 ANÁLISE DO MACROAMBIENTE	20
3.1.1 Ambiente demográfico.....	20
3.1.2 Ambiente econômico.....	21
3.1.3 Ambiente sociocultural	22
3.1.4 Ambiente natural	22
3.1.5 Ambiente tecnológico	22
3.1.6 Ambiente político-legal.....	23
3.2. ESTRUTURA COMPETITIVA.....	23
3.2.1 Ameaça de novos concorrentes	24
3.2.2 Rivalidade entre concorrentes existentes	24
3.2.3 Ameaça de produtos ou serviços substitutos.....	25
3.2.4 Poder de negociação dos clientes	26
3.2.5 Poder de negociação de fornecedores	26
3.2.6 O Governo enquanto sexta força.....	26
3.3 ANLÁISE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS	27
3.3.1 Análise horizontal, vertical e de indicadores	28
3.3.2. Indicador Preço/Lucro.....	30
3.3.3 Indicador de Preço/Valor Patrimonial.....	31
3.4 Definição de Valor.....	31
3.5 Avaliação de empresas.....	33

3.5.1	Peculiaridades das instituições financeiras	33
3.6.	Métodos de Avaliação de Empresas	37
3.6.1	Avaliação por Múltiplos.....	38
3.6.2	Avaliação por meio do Fluxo de Caixa Descontado.....	38
3.6.3	Projeção da Taxa de Desconto	41
3.6.4	Fluxo de caixa descontado: Modelo de Desconto de Dividendos.....	42
3.6.5	Fluxo de caixa descontado: Modelo de Crescimento de Gordon.....	43
3.6.6	Fluxo de Caixa descontado: Modelo do DDM em Dois Estágios.....	43
4.	OBJETIVOS	45
4.1.	OBJETIVO GERAL	45
4.2.	OBJETIVOS ESPECÍFICOS	45
5.	METODOLOGIA	46
6.	ANALISE E INTERPRETACAO DOS DADOS.....	48
6.1	ANALISE DO MACROAMBIENTE	48
6.1.2	Ambiente Demográfico	48
6.1.2	Ambiente Econômico.....	52
6.1.4	Ambiente Natural	54
6.1.5	Ambiente Tecnológico	57
6.1.6	Ambiente Político-legal	59
6.2	ESTRUTURA COMPETITIVA.....	61
6.2.1	Rivalidade entre concorrentes estabelecidos.....	61
6.2.2	Ameaça de novos entrantes	69
6.2.3	Ameaça de produtos ou serviços substitutos.....	72
6.2.4	Poder de negociação dos fornecedores.....	74
6.2.5	Poder de negociação dos clientes`	79
6.3	AVALIACAO DE EMPRESAS.....	88

6.3.1. Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado	88
7. CONSIDERACOES FINAIS	112
REFERENCIAS	114
ANEXOS	116

1. DELIMITAÇÃO DO PROBLEMA

No contexto da atual dinâmica dos mercados e do ambiente corporativo, o princípio fundamental para um investimento sólido é que o investidor pague por um ativo somente o que ele de fato vale (DAMODARAN, 2012). Neste cenário surge a importância do valuation, metodologia que estima o valor de um ativo baseando-se em variáveis que tenham relação com os possíveis retornos do investimento em questão ou sua comparação com ativos semelhantes.

Segundo Fernandez (2002), além da importância nos processos de aquisição e fusão, o valuation tem fundamental papel na identificação das fontes de criação e perda de valor de uma empresa. Diante desta necessidade, vários métodos de análise e previsão foram desenvolvidos ao longo dos anos, e podem ser descritos, de forma simplificada, como a análise e síntese de diversos dados de entrada de forma a obter-se o valor estimado de um investimento. Dentre todas, a mais utilizada é o método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD – em inglês Discounted Cash Flow) que, segundo Damodaran (2012), é o que melhor reflete o verdadeiro valor de uma empresa.

O modelo do Fluxo de Caixa Descontado apresentado na literatura, entretanto, atende a avaliação de empresas convencionais enquanto que algumas empresas não são adequadas a esse padrão, como por exemplo as empresas que possuem alta intervenção do Estado, ou que tenham regras contábeis diferenciadas. Instituições do setor financeiro se enquadram fora do padrão mencionado, pois possuem peculiaridades nos seus balanços, nos seus modelos de negócio e intervenção estatal através dos agentes reguladores de mercado, impossibilitando que o Valuation seja aplicado da forma convencional em bancos.

A função básica dos bancos comerciais e múltiplos é a intermediação financeira, ou seja, receber depósitos e emprestar crédito. O principal lucro dos bancos advém da diferença entre os juros recebidos e os juros pagos. Podemos inferir, portanto, que o funcionamento de um banco é completamente diferente de uma empresa de bens de serviço ou bens de produção. Uma das peculiaridades contábeis que um banco apresenta é a inexistência do Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização -

EBITDA em seus relatórios financeiros, o que acarreta em um grande impacto na prática de análise econômico financeira. Além disso, no Brasil, os bancos estão sujeitos a regulação firme do Governo em suas operações. As principais imposições para com o Banco Central do Brasil são: A necessidade de capital mínimo, necessidade de depósitos compulsórios, índice de imobilização, limites de empréstimos, restrições de crédito e requisitos contábeis e estatísticos.

Ainda que o setor financeiro apresente suas peculiaridades no que se refere a avaliação e definição do seu valor justo, Damodaran (2012, p.1), defende que o valor de um ativo financeiro deve ser objetivo e pode ser mensurado por dois métodos: a avaliação intrínseca e a avaliação relativa. O valor intrínseco de um ativo é determinado pelos fluxos de caixa que esperam que sejam gerados pelo bem durante sua vida útil e pela probabilidade de recorrência a eles associados, enquanto que a avaliação relativa busca comparar os preços de ativos similares àquele que está sendo analisado.

Por consequência, este estudo propõe um estudo de caso do Banco Santander S.A. utilizando os métodos encontrados na literatura para análise de instituições financeiras, tanto internamente, quanto externamente, através da precificação pelo desconto dos fluxos de caixa livre para o acionista, bem como aplicando a avaliação de múltiplos de empresas comparáveis para, fundamentalmente, entender qual o valor da instituição e se esta apresenta distorção entre o valor estimado e o preço de mercado.

Com o objetivo de utilizar os dois métodos acima propostos, realizar-se-á uma análise do ambiente externo baseada na técnica desenvolvida por Kotler (2015, p.71) de análise do macroambiente, a qual é composta pela análise do ambiente demográfico, do ambiente econômico, do ambiente sociocultural, do ambiente natural, do ambiente tecnológico e do ambiente político-legal. De forma complementar a análise do macroambiente, este estudo trará a análise da estrutura competitiva em que a instituição financeira estudada está inserida, para assim compreender os riscos e oportunidades a ela associados. Conforme Porter (2004, p.4), ao analisar a estrutura competitiva de qualquer organização deve-se identificar as cinco forças competitivas, que para o autor são: rivalidade entre as empresas existentes, poder de negociação com os compradores,

poder de negociação com os fornecedores, ameaça de produtos substitutos e ameaça de novos entrantes. Em sequência a análise do marcoambiente e da estrutura competitiva, este estudo realizou a análise de demonstrativos financeiros para compreender as relações internas da companhia utilizando as ferramentas de análise horizontal, vertical e indicadores financeiros aplicáveis a realidade de instituições financeiras.

Deste modo, o presente estudo tem por objetivo a resposta da seguinte pergunta: é possível, hoje, comprar ações do Banco Santander S.A. a um preço descontado em relação ao valor da companhia obtido pelas análises propostas no dia 28 de junho de 2019?

2. JUSTIFICATIVA

O Grupo Santander foi fundado na Espanha em 1857 e expandiu-se mundialmente por meio de várias aquisições e de integrações dos negócios adquiridos. Em 1957, entrou pela primeira vez no mercado brasileiro por meio do contrato operacional com o Banco Intercontinental do Brasil S.A. Em 1970, abriu um escritório de representação no Brasil, seguido pela sua primeira agência, em 1982. Quando analisado de forma consolidada global, 29% dos resultados no primeiro trimestre de 2019 são derivados das operações no Brasil, onde o lucro líquido atingiu R\$ 3,5 bilhões, crescimento de 22% em relação ao mesmo período do ano anterior, enquanto que os ativos totais somaram R\$ 803,7 bilhões, destes a carteira de crédito representou R\$ 310,7 bilhões. Hoje o Banco Santander Brasil é o único banco internacional com escala no país, sendo o terceiro maior banco privado, por esta característica resultar em diferenças operacionais e estratégicas em relação as demais instituições nacionais torna-se importante sua análise.

Apesar de toda a peculiaridade do setor bancário e de sua extrema importância para a economia, não existe um grande número de publicações que buscam a compreensão de valor das instituições financeiras. Para tal, seria necessário compreender os fatores que mais impactam no valor dos bancos, os drivers, ou vetores de valor. Dessa forma, identificar os principais drivers do setor e aplicá-los a um modelo de avaliação de bancos seria de extrema contribuição para os agentes econômicos e para as próprias instituições financeiras.

Por sua vez, a análise do Banco Santander S.A., possibilitara não apenas o reconhecimento das ações negociadas na B3 como oportunidade de investimento, mas também a construção de um conhecimento fundamentado quanto as estratégias definidas pela administração da empresa e entender se estas possibilitarão a geração de valor para os acionistas e demais partes interessadas. A compreensão do setor pode, eventualmente, indicar outras instituições financeiras cujos modelos de negócios são mais propensos a gerar resultados sustentáveis ao longo do tempo, identificando novas oportunidades de investimentos.

3. REVISÃO TEÓRICA

3.1 ANÁLISE DO MACROAMBIENTE

Para Kotler (2015, p. 95) o macroambiente nada mais é que as forças ambientais externas a empresa, as quais a organização não possui controle, porém pode e deve monitorá-las e adaptar-se as mesmas. São elas: ambiente demográfico, ambiente econômico, ambiente sociocultural, ambiente natural, ambiente tecnológico e ambiente político-legal. Outro componente importante destas forças são as necessidades e tendências, que se dividem três níveis: modismos, tendências e megatendências. Os modismos são excessos de demanda de curtíssima duração e imprevisíveis sem um impacto relevante na sociedade, uma tendência, por sua vez, é mais previsível e durável que um modismo, tendências revelam a forma do futuro e podem fornecer uma possível direção estratégica a ser seguida. Uma megatendência, enfim, trata-se de uma grande mudança social, econômica, política e tecnológica que ocorre de forma lenta, e uma vez consolidada, nos influencia por algum longo período de tempo - entre sete e dez anos, ou mais.

3.1.1 Ambiente demográfico

A análise do ambiente demográfico é aquela em que são pesquisadas as características da população, sendo uma situação bastante estável e previsível. Para Kotler (2015, p.97), os principais indicadores de fatores demográficos que devem ser estudados são: a população, incluindo o tamanho e a taxa de crescimento em cidades, regiões e nações, distribuição etária, a diversidade étnica, níveis educacionais e padrões domésticos. Uma das principais ressalvas sobre os dados populacionais refere-se ao fato de que crescimento populacional não significa crescimento de mercados, a menos que essa população tenha poder de compra suficiente. Na distribuição etária, é importante dividir a população em seis estratos: “crianças em idade pré-escolar, crianças em idade escolar, adolescentes, adultos jovens (20 a 40 anos), adultos de meia-idade (40 a 65 anos) e idosos (mais de 65 anos) ”.

As questões de diversidade étnica estão cada vez mais em foco, o autor ressalva que, embora algumas empresas tentem atingir todas as etnias, os grupos de raças diferentes possuem padrões de consumo diferentes, estes podem ser explicados por concentração geográfica ou por aspectos biológicos inerentes das diferenças entre os seres humanos.

Os níveis de instrução da população, segundo o autor, podem ser divididos em cinco grande grupo, independente da sociedade que estamos analisando: analfabetos, desistentes escolares, diplomados em ensino médio, diplomados universitários e diplomados em pós-graduação. Esta distinção existe, pois, o comportamento do consumidor varia de acordo com o seu grau de instrução formal.

Para Kotler (2015, pg.99) cada tipo de conjuntura familiar tem necessidades e hábitos de compra distintos. O solteiro, separado, viúvo e divorciado pode precisar de apartamentos menores se comparados aos demandados por famílias tradicionais com 2 ou mais filhos. Ainda para o autor, o poder de compra em uma economia depende da renda, dos preços, da poupança, do endividamento e da disponibilidade de crédito. Estes somados aos hábitos e padrões das famílias servem de base para projeções de demandas e estudos de mercado.

3.1.2 Ambiente econômico

O estudo da economia e seus efeitos práticos é importante para entendermos o comportamento de um mercado sob a ótica do consumo, trata-se de um fator que pode abalar tanto a psicologia do consumidor, quanto a distribuição de renda e outros fatores como poupança, endividamento e disponibilidade de crédito. Kotler (2015, pg.99) estabelece que o mercado geralmente distingue os países usando cinco padrões de distribuição de renda: renda muito baixa; principalmente baixa renda; renda muito baixa e muito alta; renda baixa, média e alta; e (5) principalmente renda média. As relações entre a distribuição de renda e as perspectivas econômica são cruciais para entendermos o contexto onde estão inseridas as organizações.

3.1.3 Ambiente sociocultural

O ambiente sociocultural é dividido por Kotler (2015, pg. 101) em como as pessoas encaram a realidade em relação a si mesma, aos outros, às organizações, à sociedade como um todo, à natureza e ao universo de crenças. Existem uma distinção entre crenças e valores primária e os secundários, os primeiros são transmitidos de pais para filhos e reforçados por instituições sociais - escolas, igrejas, empresas e governos. Os segundos são mais suscetíveis a mudança. Acreditar na instituição do casamento é uma crença primária; acreditar que as pessoas devem se casar cedo é uma crença secundária. O autor também defende que muitas das mudanças culturais advêm dos jovens, que ditam tendências de moda, música, entretenimento, ideias e atitudes.

3.1.4 Ambiente natural

Para Ottman (2006, pg. 22), tanto os consumidores quanto as empresas estão mudando a maneira de ver as questões ambientais. Com o auxílio da internet e redes sociais os consumidores expressam suas verdadeiras preocupações ambientais em palavras e ações concretas, com foco em produtos verdes, sustentabilidade corporativa e outras questões ambientais. O autor ainda defende que as organizações devem evitar a “miopia do marketing verde” concentrando-se no posicionamento de valor do consumidor, entendendo o que os consumidores sabem e devem saber e veicularem declarações confiáveis de seus produtos e serviços.

3.1.5 Ambiente tecnológico

O ambiente tecnológico, para Kotler (2015, pg.105), resume a essência do capitalismo de mercado por demonstrar um dinamismo que tolera a destrutividade criativa da tecnologia como preço aceitável para o progresso. O autor ainda estabelece que os entes de mercado devem monitorar as seguintes tendências tecnológicas: o ritmo acelerado das mudanças, oportunidades ilimitadas de inovação, orçamentos variados de P & D e aumento da regulamentação da mudança tecnológica.

3.1.6 Ambiente político-legal

O ambiente político e legal é definido por Kotler (2015, pg.106) como aquele que consiste em leis, agências governamentais e grupos da sociedade civil que influenciam organizações e indivíduos. O autor ainda defende que a legislação deve possuir três objetivos: proteger as empresas da concorrência desleal, proteger os consumidores de práticas de negócios desleais e cobrar das empresas os custos sociais gerados por seus produtos ou processos de produção.

3.2. ESTRUTURA COMPETITIVA

O amadurecimento de um setor compreende mudanças regulares no ambiente competitivo das empresas. Cinco forças foram evidenciadas por Porter (2004, p.3), como determinantes na concorrência: ameaça de novos concorrentes, rivalidade entre concorrentes existentes, pressão de preço de produtos substitutos, poder de barganha dos clientes e poder de barganha dos fornecedores. Para o autor estas cinco forças se relacionam com os atores de sua específica indústria, que por coincidência, também são separados em cinco tipos: concorrentes na indústria, compradores, fornecedores, entrantes potenciais e substitutos.

A correta identificação da situação macroeconômica que a indústria está inserida é pré-requisito fundamental para o estudo das relações entre cada ator e suas respectivas forças. Um exemplo simples é a identificação de que a maior parte do mercado é atendida por um pequeno número de empresas, dificultando assim a entrada de novos concorrentes. Deve-se salientar que cada um dos componentes é relativo à posição da empresa, ou seja, são os competidores, clientes, fornecedores da empresa que está sendo estudada, o que torna possível a fixação dos atores da cadeia. Para cada uma destas forças, foi proposta uma maneira de reagir às mesmas, de modo que não se tornem ameaças à companhia.

3.2.1 Ameaça de novos concorrentes

Os novos concorrentes de um setor pressionam os preços e os lucros. Mesmo que uma empresa ainda não tenha entrado em um setor, a possibilidade de a empresa entrar já pressiona os preços, visto que os preços altos e margens de lucro altas estimulam a entrada de novos concorrentes. Desse modo, as barreiras à entrada podem ser um determinante fundamental de lucratividade do setor. Essas barreiras, para Porter, podem assumir várias formas. Por exemplo, as empresas existentes talvez já tenham canais de distribuição seguros para seus produtos em vista de relacionamentos duradouros com clientes ou fornecedores, relacionamentos esses que poderiam ser caros para um novo concorrente reproduzir. A lealdade a marca também dificulta a entrada de novos concorrentes no mercado e oferece as empresas maior liberdade para determinar os preços. O conhecimento patentado ou protegido por patente também pode oferecer vantagens as empresas no atendimento a um mercado específico. Por fim, a experiência de uma empresa em um determinado mercado pode lhe oferecer vantagens de custo em virtude da aprendizagem que ela obtém com o passar do tempo.

3.2.2 Rivalidade entre concorrentes existentes

Quando existem vários concorrentes em um determinado setor, geralmente a concorrência de preço aumenta e as margens de lucro diminuem à medida que os concorrentes procuram aumentar sua participação de mercado. O crescimento lento do setor contribui para essa concorrência, já que a expansão deve ocorrer à custa da participação de mercado de um concorrente. Os custos fixos altos também pressionam a redução de preços porque os custos fixos pressionam mais as empresas a operar quase em plena capacidade. Os setores que produzem bens relativamente homogêneos também estão sujeitos a uma concorrência de preço considerável porque as empresas não conseguem concorrer em termos de diferenciação de produto.

Para as instituições financeiras o Banco Central utiliza dois indicadores básicos, de Lerner e de Boone. O Indicador de Lerner (1934) é uma medida da margem preço-custo que pode ser interpretada como um indicador de poder de mercado. A intuição é que, em mercados de oligopólio ou competição monopolística, as firmas otimizam

lucros, ajustando o preço acima do custo marginal, sendo o *markup* maior quanto maior for o poder de mercado da firma. O indicador de Lerner é definido como:

$$LC_{it} = \frac{P_{it}^{Credito} - CM_{it}^{Credito}}{P_{it}^{Credito}}$$

$$\text{Onde: } P_{it}^{Credito} = \frac{RcIF_{it}}{Cred_{it}}$$

Sendo:

LC_{it} = indicador de Lerner de credito na *i* esima instituicao financeira no periodo *t*

$P_{it}^{Credito}$ = preco de produtos de credito da instituicao financeira *i*

$RcIF_{it}$ = Montante de receitas de intermediacao financeira no semestre

$Cred_{it}$ = Estoque de operacoes de credito

$CM_{it}^{Credito}$ = Custo marginal para expandir a carteira de credito do periodo *t*

Com isso pode-se concluir que se a demanda for infinitamente elástica, o *markup* deverá ser zero, pois a instituição financeira não terá poder de mercado para elevar preços, como ocorre com mercados em competição perfeita. Quanto maior o poder de mercado exercido pela firma bancária, maior será o seu *markup*.

O indicador de Boone, por sua vez, é uma medida da sensibilidade da participação de mercado a variações do custo marginal e pode ser interpretado como a relação econômica entre concorrência e estrutura de mercado. Em contraste com o indicador de Lerner, que é calculado por firma, o indicador de Boone é medido em função de todo o sistema bancário e disponibilizado pelo Banco Central

3.2.3 Ameaça de produtos ou serviços substitutos

Esta ameaça significa que o setor enfrenta concorrência de empresas em setores análogos. Por exemplo, os produtores de açúcar concorrem com os produtores de xarope

de milho. Os produtores de lã concorrem com os produtores de fibra sintética. A disponibilidade de produtos substitutos restringe os preços que podem ser cobrados dos clientes.

3.2.4 Poder de negociação dos clientes

Para Porter (2004, p.26), “os compradores competem com a indústria forçando os preços para baixo, barganhando por melhor qualidade ou mais serviços e jogando os concorrentes uns contra os outros – tudo à custa da rentabilidade da indústria”. Para o autor, se um cliente comprar uma grande fração da produção de um setor, ele terá um poder de barganha considerável e poderá exigir concessões de preço. Por exemplo, os fabricantes de automóveis podem pressionar os fornecedores de peças de automóveis, diminuindo a lucratividade do setor de peças como um todo.

3.2.5 Poder de negociação de fornecedores

O mesmo autor afirma que se o fornecedor de um insumo fundamental tiver o controle monopolizador sobre o produto, ele poderá exigir preços mais altos pelo produto e comprimir as margens do setor. Um exemplo especial dessa questão é a mão de obra organizada, que fornece um insumo fundamental ao processo de produção. Os sindicatos trabalhistas participam de negociações coletivas para aumentar o salário pago aos trabalhadores. Quando o mercado de mão de obra é amplamente sindicalizado, uma parcela significativa do potencial de lucro do setor pode ser capturada pela força de trabalho. O principal fator que determina o poder de barganha dos fornecedores é a disponibilidade de produtos substitutos. Se houver produtos substitutos o fornecedor terá pouco respaldo e influencia, assim não conseguira obter preços mais altos.

3.2.6 O Governo enquanto sexta força

Porter (2004, p.30) ainda analisa o Governo como uma possível sexta força que afeta a todos os atores do ambiente competitivo quando adota políticas intervencionistas no mercado. Dado o caráter deste trabalho, faz-se a necessidade de destacar da

sensibilidade da rentabilidade do setor em frente às medidas governamentais como regulações, subsídios, reservas de mercado, administração de preços e etc.

3.3 ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS

A análise das demonstrações contábeis, para Matarazzo (2010) pode ser conceituada como uma técnica que auxilia a avaliar a situação econômico-financeira das organizações, pois fornece diversos tipos de informações financeiras aos tomadores de decisão. Essa técnica consiste na análise do resultado das atividades empresariais de uma empresa. Essas atividades estarão delineadas nas demonstrações financeiras de uma empresa. Como principais demonstrativos podemos citar:

Quadro 1 - Tipos de Demonstrações Contábeis

BALANÇO PATRIMONIAL (BP)	indica os resultados das atividades de investimento e financiamento em um momento no tempo.
DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO (DRE)	reflete o sucesso da empresa na utilização de ativos para gerar lucros durante um período.
DEMONSTRAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA (DFC)	apresenta as entradas e as saídas líquidas de caixa das atividades operacionais, de investimentos e de financiamento para o mesmo período.

Fonte: Análise das Demonstrações Financeiras, Natali Diniz, 2015.

De acordo com Stickney e Weil (2012) as demonstrações financeiras procuram medir o sucesso das atividades de uma empresa, proporcionando informações sobre a posição financeira através do Balanço Patrimonial, informações sobre lucratividade através da Demonstração do Resultado do Exercício e informações sobre a capacidade de geração de caixa através da Demonstração do Fluxo de caixa. Matarazzo (2010) estabelece que, por meio da análise, podemos extrair informações das demonstrações contábeis para a tomada de decisões. Tais demonstrações fornecem uma série de dados

sobre a empresa. A análise das demonstrações contábeis visa transformar esses dados em informações. O processo de análise será mais eficiente à medida que as informações produzidas possuírem mais qualidade, ou seja, apresentarem confiabilidade, veracidade, exatidão etc.

3.3.1 Análise horizontal, vertical e de indicadores

A análise horizontal é a comparação feita entre os valores de determinada conta ou grupo de contas, em exercícios sociais diferentes. Basicamente é um processo de análise temporal, elaborado por meio de números-índices, cujos cálculos são processados conforme a expressão seguinte:

$$\text{Numeros Indices} = \frac{Vd}{Vb} \times 100$$

Conforme Assaf Neto (2010), por essa expressão revela-se que o número índice é a relação existente entre o valor de uma conta (ou grupo de contas) contábil em uma certa data (Vd) e seu valor obtido na data-base (Vb). Ou seja, Vd representa um valor monetário encontrado no exercício que se pretende comparar através de um índice, e Vb descreve o mesmo valor no exercício em que a comparação é efetuada. Tal análise permite que seja avaliada a evolução dos vários itens de cada demonstração contábil em intervalos de tempo sequenciais. Por exemplo, a evolução de vendas e dos lucros brutos de uma organização, encontradas nos últimos três anos, são avaliadas de maneira fácil e interpretadas por meio do estudo da aplicação da análise horizontal aplicada às demonstrações de resultados referentes aos períodos considerados (ASSAF NETO, 2010, p. 99).

A análise vertical se baseia em valores percentuais calculados das demonstrações financeiras. Isso é feito dividindo-se o valor de cada conta por um valor -base. No caso do Balanço Patrimonial, segundo Matarazzo (2010), calcula-se o percentual de todas as contas em relação ao Total do Ativo. Já no caso da Demonstração do Resultado do Exercício, o percentual é calculado dividindo-se as contas pela Receita Líquida de Vendas, uma vez que a Receita Bruta é passível de deduções. Dessa

maneira, podemos verificar quais contas são mais importantes no Ativo, Passivo e Patrimônio Líquido, e no caso da DRE, podemos observar quanto cada conta (custos, despesas e lucro) representa percentualmente das receitas líquidas (que são as receitas reais da empresa)

A importância de se elaborar conjuntamente as análises vertical e horizontal é ressaltada por Matarazzo (2010), ao afirmar que é desejável que as conclusões baseadas na análise vertical sejam complementadas pelas da análise horizontal. Conforme segue abaixo:

Na Demonstração do Resultado, pequenos percentuais podem ser significativos, visto que o lucro líquido costuma representar também percentual muito pequeno em relação às vendas. Assim, pode ocorrer, por exemplo, que determinada despesa administrativa, que representa no primeiro ano 12% das vendas, passe para 18% daí a dois anos. A variação de 12% para 18% não chama a atenção do analista, porém uma análise horizontal poderia revelar ter havido variação de 50% (além do crescimento de vendas). Se as vendas tiverem crescimento de 140% no período, as despesas administrativas terão crescido 210%. Ao chamar a atenção do analista para um item que pode estar fora de controle, a análise horizontal estará cumprindo o seu papel. Em resumo, a análise vertical e a análise horizontal devem ser usadas como uma só técnica de análise; por isso a denominamos Análise Vertical/Horizontal. MATARAZZO (2010)

De acordo com Ribeiro (2008), o processo de análise através de indicadores é o mais utilizado pelos analistas, porque oferece visão global da situação econômica e financeira da Entidade. Para que tal análise seja elaborada, primeiramente o analista deve calcular uma série de indicadores. A quantidade de índices que deve ser utilizada na análise depende exclusivamente da profundidade que se deseja da análise. Entretanto, a análise de índices é do tipo que começa muito bem e vai perdendo fôlego à medida que se acrescentam novos índices, ou seja, há um rendimento decrescente. Quando, por exemplo, se dobra o número de índices, não se consegue dobrar a quantidade de informações. (Matarazzo, 2010). Os agrupamentos mais utilizados seriam indicadores de liquidez, atividade, margens financeiras, retorno, endividamento, alavancagem e imobilização do patrimônio líquido.

3.3.2. Indicador Preço/Lucro

O indicador de Preço/Lucro, segundo Damodaran (2012, pg.27), quando utilizado para avaliar instituições financeiras é mensurado da mesma forma que para as demais indústrias. Sua fórmula segue abaixo:

$$\text{Índice } \frac{P}{L} = \frac{\text{Preço por ação}}{\text{Lucro por ação}}$$

Conforme o autor, este indicador é derivado de 3 variáveis fundamentais para avaliação de instituições financeiras: expectativa de crescimento da receita de intermediação financeira, taxa de pagamento de dividendos, e custo do capital do acionista. Como se espera para as demais indústrias, o P/L deve ser maior para as instituições financeiras com alta expectativa de crescimento de receita, alta taxa de pagamento de dividendos e baixo custo de capital acionário.

Uma das principais peculiaridades da indústria financeira, ainda segundo o mesmo autor, são as provisões para despesas futuras, como por exemplo a conta de provisão para crédito de liquidação duvidosa. Estas provisões reduzem os lucros reportados nas demonstrações contábeis, influenciando negativamente o índice de P/L. Bancos mais conservadores em modelos de default, conseqüentemente, irão provisionar um volume maior em seus balanços, reportando lucros menores e um índice P/L superior a Bancos com modelos mais arrojados.

Outra consideração realizada por Damodaran (2012, pg. 28) refere-se ao aspecto de diversificação de serviços que os Bancos múltiplos prestam. Um investidor racional exige retornos diferentes para segmentos de atuação diferentes, uma vez que o risco de um Banco Comercial é consideravelmente superior ao risco de um banco de investimento é esperado que o retorno exigido e o índice de P/L sejam distintos. Nestes casos o autor sugere que a separação da origem das receitas deve ser realizada para a correta precificação de cada segmento de atuação da instituição.

3.3.3 Indicador de Preço/Valor Patrimonial

O indicador de preço sobre valor patrimonial para instituições financeiras, conforme estabelece Damodaran (2012, pg. 30), pode ser definido como o preço por ação dividido pelo valor patrimonial das ações, conforme segue abaixo:

$$P/VPA = \frac{\text{Preço da ação}}{\frac{\text{Patrimônio Líquido}}{\text{N}^\circ \text{ de ações em circulação}}}$$

Seguindo a mesma lógica do indicador anteriormente apresentado, uma expectativa elevada de crescimento de receita, alta taxa de pagamento de dividendos, baixo custo de capital e elevado retorno sobre o patrimônio resultam em um elevado indicador de preço sobre valor patrimonial. Destas variáveis citadas o autor destaca que o retorno sobre o patrimônio é o que possui maior impacto no indicador.

Isto ocorre principalmente em instituições financeiras pois o valor do patrimônio líquido nas demonstrações contábeis é muito próximo do valor realmente utilizado pelas instituições em seu ativo. Consequentemente o retorno sobre o patrimônio líquido é menos afetado por regras contábeis.

Podemos enfatizar a relação entre o preço sobre patrimônio líquido e retorno sobre o mesmo, porém não devemos ignorar os outros fundamentos. Por exemplo, os bancos variam em termos de apetite de risco, e espera-se que, para qualquer retorno sobre o patrimônio líquido, os bancos que assumem maior risco tenham um P/VPA menor. Da mesma forma espera-se que bancos com um potencial muito maior de crescimento tenham um P/VPA superior à média.

3.4 Definição de Valor

As finanças corporativas são responsáveis por maximizar o valor da empresa aos acionistas. Damodaran (2012, p.25) afirma que o valor da empresa deve estar ligado a três decisões: financiamentos, dividendos e investimentos.

Para o autor as decisões de financiamento referem-se ao nível de endividamento da empresa e como este está distribuído nas diferentes formas de captação. Estas decisões devem objetivar a correta composição do portfólio de captação da organização que resulte na maximização do valor da empresa.

As decisões sobre dividendos são as responsáveis mais diretas de criação de valor ao acionista. Sua otimização ocorre a partir do ponto que os fluxos de caixa gerados pelos investimentos atuais forem superiores aos recursos necessários para realização de outros aportes que gerem mais valor à organização.

Por sua vez as decisões de investimentos referem-se à alocação dos recursos da empresa em âmbito geral. O autor destaca o fato de que investimentos que reduzam despesas em exercícios futuros também devem ser avaliados com tanta atenção quanto investimentos em novos produtos e projetos. Decisões de aumento de capital, aquisições e fusões também devem ser consideradas no processo de maximização de valor da organização.

O resultado da interação destes três fatores e o valor da empresa. Uma vez que os fluxos de caixa esperados variam de acordo com a qualidade dos projetos investidos pela organização e suas respectivas taxas de reinvestimentos. Caso as taxas de desconto aplicadas nos projetos seja demasiadamente alta, ao investir, a empresa estará destruindo valor ao invés de maximiza-lo.

Uma definição mais ampla de valor é realizada por Ferreira (1999, p.2044) que defende a existência de inúmeros significados, como: maior ou menor apreço que um indivíduo tenha por determinado bem ou serviço, podendo ser esse de uso ou de troca; qualidade pela qual determinada pessoa ou coisa é estimável em maior ou menor grau; e mérito ou merecimento intrínseco.

Novamente para Damodaran (2012, p. 1), o ideal de investidor racional que não está sujeito a pagar mais por um ativo do que ele realmente vale parece obvio, entretanto, esta situação é frequentemente observada no mercado. Para o autor a justificativa de que o valor está nos olhos de quem compra é uma falácia, uma vez que as percepções de valor devem possuir suporte na realizada.

3.5 Avaliação de empresas

Os profissionais do mercado financeiros e acadêmicos de finanças utilizam a avaliação de empresas como ferramenta para estimar o valor de mercado das mesmas. Tais avaliações partem de premissas que idealmente possuem rigor porem refletem as expectativas do analista, sejam elas sobre o mercado sob visão macroeconômica ou em relação ao futuro da empresa em análise.

Para Assaf Neto (2012, p.643) a avaliação de empresas não é fundamentada como uma ciência exata por não possibilitar a absoluta comprovação de seus resultados. As expectativas do analista utilizadas para projeções buscam retratar dentro de premissas as hipóteses comportamentais.

Além disto é importante destacar que a gestão baseada no valor não representa somente a maximização do valor ao acionista, porem a todos os grupos de interesse da empresa. Dermine (2010, p.51) defende que uma empresa prospera não é capaz de entregar resultados consistentes sem que seus funcionários, clientes e sociedade prosperem.

3.5.1 Peculiaridades das instituições financeiras

Conforme Damodaran (2009, p.4) existem várias dimensões nas quais as instituições financeiras se diferenciam das demais empresas e setores. O autor destaca, porém, quatro características fundamentais quando não únicas do setor financeiro, seriam: ambiente regulatório restritivo, práticas contábeis para demonstração das receitas e valores dos ativos, significado e reconhecimento de dividas e uso do capital próprio, projeções do fluxo de caixa e consequente reinvestimento.

3.5.1.1 Ambiente Regulatório

As instituições financeiras, para o autor, compõem o setor mais regulado em todo o mundo, a extensão e profundidade deste controle, porém, varia de acordo com o país. Geralmente a regulação ocorre sobre três formas, a primeira refere-se a obrigações de capital mínimo regulatório que vão desde Basileia III até exigências nacionais que

podem ser mais restritivas que o último. Estas obrigações são computadas com base nas demonstrações financeiras e a quantidade de capital acionário primário e secundário que compõe o patrimônio líquido. Seu objetivo é limitar a alavancagem financeira e assegurar níveis de riscos aceitáveis aos depositários originais dos valores intermediados pelas instituições. A segunda forma refere-se à destinação dos investimentos e alocações que as instituições financeiras estão autorizadas a realizar. O autor traz o exemplo dos Estados Unidos da América onde bancos comerciais eram limitados pelo Glass-Steagall Act a envolverem-se em operações de banco de investimentos, como abertura de capital e estruturação de debentures. A terceira, porém não menos importante, forma de controle refere-se ao controle de novos entrantes no mercado ser severamente regulado pelas autoridades locais de cada país, assim como fusões e aquisições entre os atuais entes operantes do sistema.

Conforme Damodaran (2009, pg. 5) quando analisamos a regulamentação das instituições financeiras sob a perspectiva de avaliação de empresas devemos atentar nas projeções de crescimento, uma vez que estas estão diretamente relacionadas a taxas de reinvestimentos. Estas premissas de crescimento devem ser coerentes com as exigências de liquidez impostas pelos agentes reguladores. Deve-se também considerar o risco adicional de alterações nas restrições regulatórias e suas consequências sobre a instituição que está sendo analisada.

3.6.1.2 Práticas contábeis distintas

As regras contábeis utilizadas para mensurar as receitas e registrar os ativos e passivos de instituições financeiras diferem dos demais participantes do mercado, segundo Damodaran (2009, pg.6) isto ocorre por dois motivos. O primeiro expõe o fato que a maioria dos ativos de uma instituição financeira são instrumentos financeiros como debentures, títulos públicos, moedas e derivativos que são ativamente negociados pelo mercado. Graças a isto a marcação a mercado tornou-se comum entre as instituições financeiras muito antes que os demais setores estudassem sua implementação e consequências. O segundo motivo e talvez o mais técnico se refere a natureza das operações dos bancos e demais instituições financeiras implicarem em

longos períodos de lucro intervalados por curtos períodos de perdas severas. O padrão contábil atualmente utilizado pelas instituições foi desenvolvido para gerar relatórios mais estáveis e menos voláteis.

- a. Marcação a mercado: apesar da técnica de marcação a mercado apresentar uma maior tendência de adoção entre os diferentes setores na última década, as instituições financeiras elaboram seus relatórios com este prisma desde os anos 90, conforme defende Damodaran (2009 pg. 10). Como explicito acima, uma porção significativa dos ativos dos bancos é negociado em mercado aberto possibilitando sua contabilidade através do valor realizável a mercado. Como a maioria dos ativos de instituições financeiras são marcados a mercado e os de empresas de outros setores não serem o autor aponta dois problemas. O primeiro trata da utilização de indicadores elaborados com as demonstrações contábeis para compara instituições financeiras e instituições não financeiras. O Segundo trata da simples interpretação destes indicadores, uma vez que o retorno sobre o patrimônio líquido em empresas não financeiras pode ser considerado uma medida do retorno recebido sobre o capital originalmente investido nos ativos, e o mesmo não pode ser confirmado através das demonstrações de instituições financeiras, onde o retorno reportado pode ser resultado apenas da marcação a mercado e não de um ganho real.
- b. Provisões para perdas: ao invés de apenas contabilizar perdas por empréstimos não pagos no período em que elas ocorrem, os Bancos criaram contas de provisionamento para créditos de liquidação duvidosa que absorvem ao longo do tempo as perdas pontuais que algum tomador de recursos gerar. O valor em provisão nestas contas e descontado da receita repostada todos os anos, para o autor os modelos que geram os valores a serem provisionados são cruciais para mensuração de risco da instituição estudada. Um Banco mais conservador ira reportar ganhos menores que outra instituição que detenha a mesma característica de empréstimos porem um modelo de provisionamento mais agressivo. Durante um ciclo econômico de crise a tendência é que a instituição com modelos mais conservadores

possua maior capacidade de absorção de perdas, acarretando em receitas mais elevadas.

3.5.1.2 Dívida e Capital Próprio

Nas demonstrações financeiras utilizadas para descrever as empresas existem duas formas de captação de recursos para investimentos: dívida de terceiros ou capital próprio. Enquanto esta é realidade das instituições não financeiras, para Damodaran (2009, p.13) as instituições financeiras divergem em três aspectos:

- a. Dívida: para o autor a dívida está para as instituições financeiras assim como o metal está para indústria de automóvel, trata-se de matéria prima. Os valores captados através de terceiros, para os Bancos, é visto como a matéria que precisa receber beneficiamento, transformação e então comercializada a um preço superior ao seu custo, gerando lucro a instituição. Por consequência a definição de capital para instituições financeiras se restringe ao capital próprio, esta definição recebe suporte das principais autoridades regulatórias, uma vez que estas avaliam os índices de liquidez e alavancagem baseados no capital próprio dos bancos e demais instituições financeiras.
- b. Definição de dívida: a definição do que deve ser contabilizado como dívida também carece de consenso e aplicabilidade. Para as operações diárias do banco a distinção da origem dos recursos entre depósitos de terceiros ou debentures emitidas pela própria instituição não interferem na estratégia e retorno esperados.
- c. Grau de alavancagem: mesmo que fosse possível a identificação da origem dos recursos e seu uso de forma precisa encontraríamos resultados divergentes dos demais setores. A tendência natural das instituições é de operarem com um alto grau de alavancagem, tornando o valor do patrimônio líquido extremamente sensível a variações dos ativos reportados no balanço.

3.5.1.3. Projeções do fluxo de caixa

Para Damodaran (2009, pg. 8) reinvestir parte do lucro líquido é necessário para crescimento futuro, a dificuldades, porém, em mensurar o valor reinvestido pelas instituições financeiras. Como reinvestimento o autor considera dois itens: CAPEX e CCL, ambos possuem limitações de mensuração quando estamos analisando as demonstrações de instituições financeiras.

- a. CAPEX: O investimento em bens de capital de empresas de manufatura, por exemplo, usualmente são plantas industriais, equipamentos e demais ativos fixos. As instituições financeiras, por sua vez, investem principalmente em ativos intangíveis, como posicionamento de marca e capital humano. Por consequência seus investimentos normalmente são reportados como despesas operacionais nos relatórios contábeis enquanto que no fluxo de caixa aparecem investimentos em imobilizado e depreciação pequena se comparados a demais industrias.
- b. CCL: o problema do capital circulante líquido está na definição que utilizaríamos. Se definido como total de ativo circulante menos total de passivo circulante e aplicado a instituições financeiras encontraríamos valores concentrados e voláteis, estes não teriam consequências diretas de reinvestimentos para crescimento futuro.

Como resultado da dificuldade de mensurar reinvestimentos o autor define dois problemas práticos ao avaliarmos estas instituições. O primeiro é que não somos capazes de estimar os fluxos de caixa sem estimar a taxa de reinvestimento. O segundo e muito similar ao primeiro, não conseguimos estimar a taxa de crescimento futura sem possuir a taxa de reinvestimento presente e projetada.

3.6. Métodos de Avaliação de Empresas

Dos diversos métodos de avaliação de empresas utilizados pelo mercado e validados pela literatura serão descritos os principais quando desejamos avaliar instituições financeiras. Conforme Pova (2007, p.82) a escolha deve ser norteadas pelo propósito da avaliação e as características da organização estudada. Estes métodos são

usualmente classificados em técnicas comparativas de mercado, técnicas baseadas em ativos e passivos ajustados e técnicas baseadas no desconto de fluxos futuros de benefícios.

3.6.1 Avaliação por Múltiplos

Segundo Damodaran (2012, Caps. 7 e 8), a análise por múltiplos é uma forma de análise relativa, pois tem como objetivo encontrar o valor do ativo com base nos preços de ativos similares no mercado. As comparações são feitas por índices contábeis de receita, liquidez, valor contábil, setorial e de preço. Um exemplo de múltiplo seria o do (Preço / Lucro), já descrito em sessão anterior.

O que deve anteceder a análise dos múltiplos comparáveis de uma empresa, porém, é entendimento de que esta análise parte do pressuposto que existem empresas semelhantes a serem comparadas. Conforme Ross (2013, p. 18), podemos utilizar a seguinte metodologia de comparação: análise do negócio e do perfil financeiro. A análise do negócio, segundo os autores, envolve a seleção de empresas do mesmo setor; ou com produtos e serviços semelhantes; ou que atendam o mesmo consumidor, seja ele intermediário ou final; ou que utilizem os mesmos canais de distribuição ou apenas estejam na mesma geografia. Já análise pelo perfil financeiro está baseada no fato de que uma empresa é semelhante a outra quando o resultado da análise de balanços por meio de indicadores das diferentes empresas seja semelhante o suficiente.

3.6.2 Avaliação por meio do Fluxo de Caixa Descontado

O processo completo de avaliação de uma companhia através do FCD pode ser definido em duas etapas principais: (i) a estipulação dos cenários que estimem fluxos de caixa futuros para um determinado período (normalmente entre 5 a 10 anos); e (ii) a determinação de uma taxa de desconto, que será utilizada para trazer a valor presente os fluxos de caixa previamente estipulados (COPIELLO, 2016). Além destas, faz-se necessário ainda estabelecer a chamada Perpetuidade da empresa. Damodaran (2012) justifica esta afirmativa alegando não ser possível estimar fluxos de caixa para sempre,

necessitando de um valor que represente o valor presente líquido de todos os fluxos de caixa futuros resultantes de períodos posteriores aos analisados no cenário em questão (perpetuidade), devendo ser adicionada aos fluxos de caixa também a valor presente (STEIGER, 2010). A representação matemática deste processo pode ser visualizada na equação abaixo, segundo Damodaran (2012).

$$FCD = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CFt}{(1+r)^t} + \left(\frac{\text{Fluxo de caixa estimado para a perpetuidade}}{(r-g)} \right)$$

Onde: n (vida de um ativo); CFt (fluxo de caixa do período t); r (taxa de desconto que reflete os riscos do fluxo de caixa estimado); Perpetuidade é a divisão do fluxo estimado pela taxa de desconto menos a taxa de crescimentos dos fluxos de caixa

De acordo com Povia (2007, Cap. 6), é possível utilizar dois tipos de fluxo de caixa no método do Fluxo de Caixa Descontado: o Fluxo de Caixa Livre para o Acionista – FCFE e o Fluxo de Caixa Livre para a Firma – FCFF. No FCFE, são considerados os valores dos fluxos de capital próprio da empresa e, portanto, os valores após os pagamentos referentes à capital de terceiros da DRE (Despesas Financeiras). No caso do FCFF, são considerados os fluxos a serem distribuídos aos credores e aos acionistas da companhia, ou seja, considera toda a estrutura de capital (Capital Próprio e Capital de Terceiros) da empresa em análise.

3.6.2.1 Projeção do Fluxo de Caixa

De acordo com Assaf Neto (2012, p. 142), os fluxos de caixa são as movimentações financeiras do caixa da companhia. Essas movimentações explicam de forma analítica, a variação no saldo de disponibilidades imediatas, ou das aplicações financeiras da empresa.

Para a realização da projeção do fluxo a ser descontado, Damodaran (2012, p.456) destaca três opções: o fluxo de dividendos, fluxo de caixa do capital próprio e fluxo de caixa para empresa. Devido ao foco deste estudo ser o setor bancário, neste capítulo será analisado o fluxo de caixa livre aplicado a bancos, ou seja, o fluxo de caixa livre para o acionista, sugerido por Copeland (2002, p. 436), e equivalente ao fluxo de caixa do capital próprio, sugerido por Damodaran (2012, p. 456). Ainda conforme este autor, para que sejam estimados os valores futuros de qualquer empresa, é necessário

que sejam identificados os vetores de valor da empresa, que podem ser os fatores que influenciam os custos ou as receitas da companhia, e as necessidades de investimento em capital de giro ou de infra-estrutura.

3.6.2.2 Projeção da Taxa de Crescimento

Para Damodaran (2012, Cap. 4), há uma relação entre as taxas de crescimento passadas e as taxas de crescimento futuras esperadas. Assim, um método de estimar as taxas de crescimento é utilizando médias das taxas passadas, que podem ser médias aritméticas ou geométricas. A média aritmética consiste na média simples das taxas de crescimento passadas sendo encontrada através da divisão das taxas de crescimento anuais pelo número de períodos analisados. A média geométrica, por sua vez, consiste na média composta das taxas de crescimento passadas. É uma medida mais precisa do crescimento quando comparada à média aritmética, especialmente se o crescimento anual tiver sido inconstante. É encontrada pela seguinte fórmula: $[(\text{último período} - \text{período inicial})^{1/\text{número de períodos}}] - 1$.

Apesar das taxas de crescimento passadas serem úteis na previsão de crescimento futuro, não são suficientes para a previsão de taxas futuras. Além das taxas de crescimento passadas, o crescimento pode ser influenciado por três fatores básicos. O primeiro se refere a variância das taxas de crescimento, a qual demonstra que a utilidade das taxas de crescimento passadas na previsão do crescimento futuro é inversamente relacionada à variância dessas taxas de crescimento. Essa variância pode ser avaliada com o desvio padrão nas taxas de crescimento passadas. O segundo fator está relacionado ao porte da empresa, uma vez que se torna difícil para as empresas sustentarem altas taxas de crescimento à medida que se tornam maiores, as taxas de crescimento passadas para empresas que cresceram drasticamente em porte e lucros podem ser difíceis de sustentar no futuro. O terceiro fator refere-se a mudanças nas bases, o que significa que a taxa de crescimento observada é o resultado de decisões básicas tomadas pela empresa no tocante a seu mix de negócios, sua seleção de projetos, sua estrutura de capital e sua política de dividendos. Se uma empresa fizer mudanças em uma ou todas essas dimensões, a taxa de crescimento histórica poderá não ser um

indicador confiável para o crescimento futuro. A reestruturação de uma empresa, por exemplo, frequentemente muda tanto seu mix de ativos quanto o de passivos.

3.6.3 Projeção da Taxa de Desconto

A taxa de desconto depende, primordialmente, da escolha do fluxo de caixa. Damodaran (2012 p. 454) sugere que, para desconto de fluxo de caixa de dividendos ou fluxos de caixa livre do capital próprio (acionistas), deve-se utilizar o custo do capital próprio. Enquanto que para o desconto do fluxo de caixa da empresa, a taxa adequada é o custo de capital. O Capital Asset Pricing Model (CAPM) utiliza-se no primeiro, enquanto que o Custo Médio Ponderado de Capital (Weighted Average Cost of Capital – WACC) utiliza-se no segundo.

O cálculo do CAPM assume quatro hipóteses: A inexistência de custos de transação, total liquidez de compra e venda nos mercados, simetria de informações no mercado e a possibilidade de eliminar o risco de um portfólio por meio da diversificação. A fórmula do CAPM segue abaixo:

$$\text{Retorno Exigido} = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Onde: R_f = Taxa livre de risco R_m = Retorno médio do mercado β = Coeficiente de volatilidade em relação a um benchmark.

O CAPM é a expectativa de retorno do acionista com base em uma taxa livre de risco, como as praticadas por títulos do governo, e um prêmio de risco do investimento.

Para Copeland, Koller & Murrin (2002, p. 205) o Custo Médio Ponderado de Capital é a média ponderada dos custos de todas as fontes de capital da empresa, incluindo endividamento e capital social:

$$WACC = K_b(1 - T_c) \left(\frac{B}{V}\right) + K_p \left(\frac{P}{V}\right) + K_s \left(\frac{S}{V}\right)$$

Onde, r representa o rendimento antes do imposto esperado pelo mercado até o vencimento do endividamento não conversível. τ é a alíquota tributária marginal da entidade objeto da avaliação, V é o valor de mercado do endividamento a juros, B é o valor de mercado da entidade objeto da avaliação ($V=B + P + S$). Já k representa o custo após impostos do capital no que toca ao capital preferencial não resgatável e não conversível (o que é igual ao custo antes do imposto do capital preferencial na ausência de deduções relativas a impostos devidos pela empresa sobre dividendos preferenciais). P é o valor de mercado do capital preferencial, r_{cs} é o custo de oportunidade do capital social tal como determinado pelo mercado e V_{cs} representa o valor de mercado do capital social.

3.6.4 Fluxo de caixa descontado: Modelo de Desconto de Dividendos

Segundo Damodaran (2012, Cap. 5), o Modelo de Desconto de Dividendos (Discounted Dividend Model – DDM) é o mais antigo método de análise por Fluxo de Caixa Descontado. A lógica do DDM é a de que um investidor observa dois tipos de fluxos ao avaliar um ativo, os dividendos que receberá e o preço de venda do ativo no final do período previsto e considerando que o preço do ativo no final do período será o valor dos dividendos futuros até o infinito daquele período em diante, seria possível calcular os dividendos pela seguinte fórmula:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DPA_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n} \text{ onde } P_n = \frac{DPA_{n+1}}{(r-g_n)}$$

Onde, DPA_t representa os dividendos por ação esperados no ano t , r representa a taxa de retorno exigida pelo investidor, P_n é o preço ao final do ano n e g_n é a taxa de crescimento na perpetuidade após o ano n .

De forma prática, as informações básicas necessárias para utilização do modelo são: a expectativa de dividendos e o custo de oportunidade. O custo de oportunidade pode ser calculado pelo beta de mercado no CAPM. Ainda segundo Damodaran (2012, Cap.5), algumas evoluções foram desenvolvidas do modelo original de DDM.

3.6.5 Fluxo de caixa descontado: Modelo de Crescimento de Gordon

Para Damodaran (2012, Cap.5), o modelo de crescimento de Gordon considera uma taxa de crescimento constante no valor dos pagamentos de dividendos ao longo do infinito. Possui difícil aplicabilidade pois precisaria ser encontrada uma organização que apresentasse crescimento estável. Mesmo assim o DDM seria calculado conforme segue:

$$\text{Valor da ação} = \frac{DPA_1}{Ke - g}$$

Onde:

DPA1 = Dividendo esperado para o próximo ano

Ke = Taxa de retorno exigida pelo investidor

g = Taxa de crescimento dos dividendos até o infinito

A primeira consideração que deve ser feita é que a estimativa da taxa de crescimento dos dividendos deve ser igual à estimativa da taxa de crescimento dos lucros da empresa, pois caso contrário, no longo prazo, o valor a ser pago nos dividendos seria maior do que o próprio lucro. O segundo ponto é que a taxa de crescimento da empresa não poder ser superior a economia em que ela atue, pois caso contrário, ela se tornaria maior que a própria economia, na visão de longo prazo.

3.6.6 Fluxo de Caixa descontado: Modelo do DDM em Dois Estágios

Segundo Damodaran (2012, p. 209), o modelo permite a precificação de dois estágios de crescimento da empresa em análise. Uma fase inicial em que o crescimento não é dado a uma taxa constante e um período subsequente de maturação, onde a empresa estabiliza o seu crescimento. Conforme a formula abaixo, o valor da ação será o valor presente do período inicial somado ao valor presente da perpetuidade com crescimento:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DPA_t}{(1 + K_{e,hg})^t} + \frac{P_n}{(1 + K_{e,hg})^n} \text{ onde } P_n = \frac{DPA_{n+1}}{(K_{e,st} - g_n)}$$

Onde:

DPA_t = Dividendos por ação esperados para o ano t.

k_e = Custo de oportunidade (hg: high growth ou alto crescimento; st: stable growth ou crescimento estável)

P_n = Preço no final do ano n

g = Crescimento extraordinário para os anos iniciais

g_n = Crescimento constante até o infinito, após o ano n

Importante ressaltar que o autor realiza as mesmas observações feitas ao modelo de Gordon, já que o modelo é apenas uma adaptação, sendo adicionado um estágio.

4. OBJETIVOS

4.1. OBJETIVO GERAL

Apresentar um estudo de caso do processo de precificação de uma instituição financeira de capital aberto com base em um modelo de fluxo de caixa descontado, embasando as premissas utilizadas em uma análise do macroambiente e da estrutura competitiva em que a empresa está inserida.

4.2. OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- a) obter, estruturar e analisar os dados do macroambiente;
- b) obter, estruturar e analisar os dados da estrutura competitiva;
- c) compilar e analisar informações financeiras e operacionais para análise dos demonstrativos financeiros;
- d) estruturar as informações e inferir as premissas utilizadas nos modelos de precificação;
- e) Aplicação e análise dos modelos utilizados;
- f) Comparação entre o valor de mercado e o valor obtido por meio dos modelos e identificar possível oportunidade de investimento.

5. METODOLOGIA

Com base na pesquisa exploratória, o estudo de caso realizou-se sobre o Banco Santander S.A. a fim de determinar o valor justo da organização. Segundo Gil (2010, p. 27), as pesquisas exploratórias têm como propósito proporcionar familiaridade com o problema, com vistas a torná-lo explícito ou a construir hipóteses.

Na análise do macroambiente serão utilizados relatórios públicos de bancos de investimentos, bem como aqueles divulgados pelo Banco Central do Brasil como o relatório Focus e o Relatório da Economia Bancaria para projetar o cenário macroeconômico. Para análise do macroambiente sociocultural e tecnológico, serão utilizados relatórios de consultores especializadas disponíveis aos alunos por meio da plataforma Euromonitor. Concluindo a análise do macroambiente, serão utilizados dados provenientes do IBGE para análise do ambiente natural e demográfico.

Primeiramente, serão analisadas as principais características do mercado financeiro nacional, a fim de entender quais foram as variáveis que influenciaram os resultados e os rumos da instituição financeira. Posteriormente, serão avaliados os principais métodos de valuation aplicáveis a bancos, bem como as características específicas do respectivo setor.

Para que seja possível realizar esta pesquisa, serão utilizadas fontes de informações fornecidas pela área de Relações de Investidores da companhia, sejam elas demonstrações financeiras de todos os períodos desde a adoção do padrão de contabilidade IFRS até o primeiro trimestre de 2019 a depender da disponibilidade, ou apresentações corporativas, atas de reuniões do conselho de administração, atas de assembleias, comentários de desempenho e conferências de resultados. Além disso, serão utilizados como fontes de informações associações de classe, concorrentes, especialistas de mercado e toda e qualquer fonte de informação pública relevante que sustentem as premissas de projeção do fluxo de caixa descontado. A análise dos concorrentes utilizará desta mesma metodologia e cenário do macroambiente dado o mesmo contexto de atuação.

De posse dessa informação, este estudo terá como objetivo fazer uma análise crítica da situação atual e cenários futuros da companhia e criar a partir desta análise, as premissas que serão inseridas em um modelo de fluxo de caixa descontado de acordo com os métodos de avaliação já citados. A taxa de desconto que trará os fluxos de caixa a valor presente será estruturada utilizando a taxa de juros como ativo livre de risco; o beta a relação do comportamento entre as ações de emissão da companhia e do índice de ações Ibovespa; o retorno do mercado em excesso ao ativo livre de risco de acordo com a diferença de desempenho entre o índice Ibovespa e a taxa de juros Selic.

6. ANALISE E INTERPRETACAO DOS DADOS

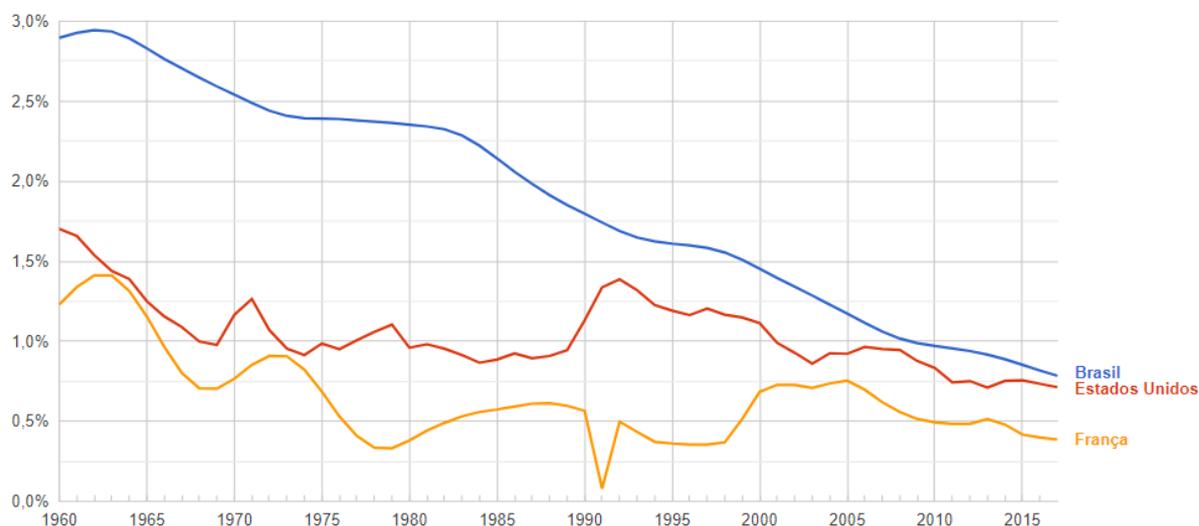
6.1 ANALISE DO MACROAMBIENTE

Devida a importância da mensuração das tendências da economia brasileira para embasamento das premissas necessárias ao processo de avaliação e precificação do Banco Santander, torna-se basilar a análise do mercado em que a empresa opera. Deste modo objetiva-se melhor consistência na análise, tornando os resultados representativos.

6.1.2 Ambiente Demográfico

A característica do Brasil de apresentar altas taxas de crescimento populacional, quando comparado aos países desenvolvidos, não mais pode ser observada. A taxa que em 1963 fora de 2.69% em 2017 registrou 0.78%, como demonstra o gráfico abaixo:

Gráfico 1 - Taxa de crescimento populacional anual

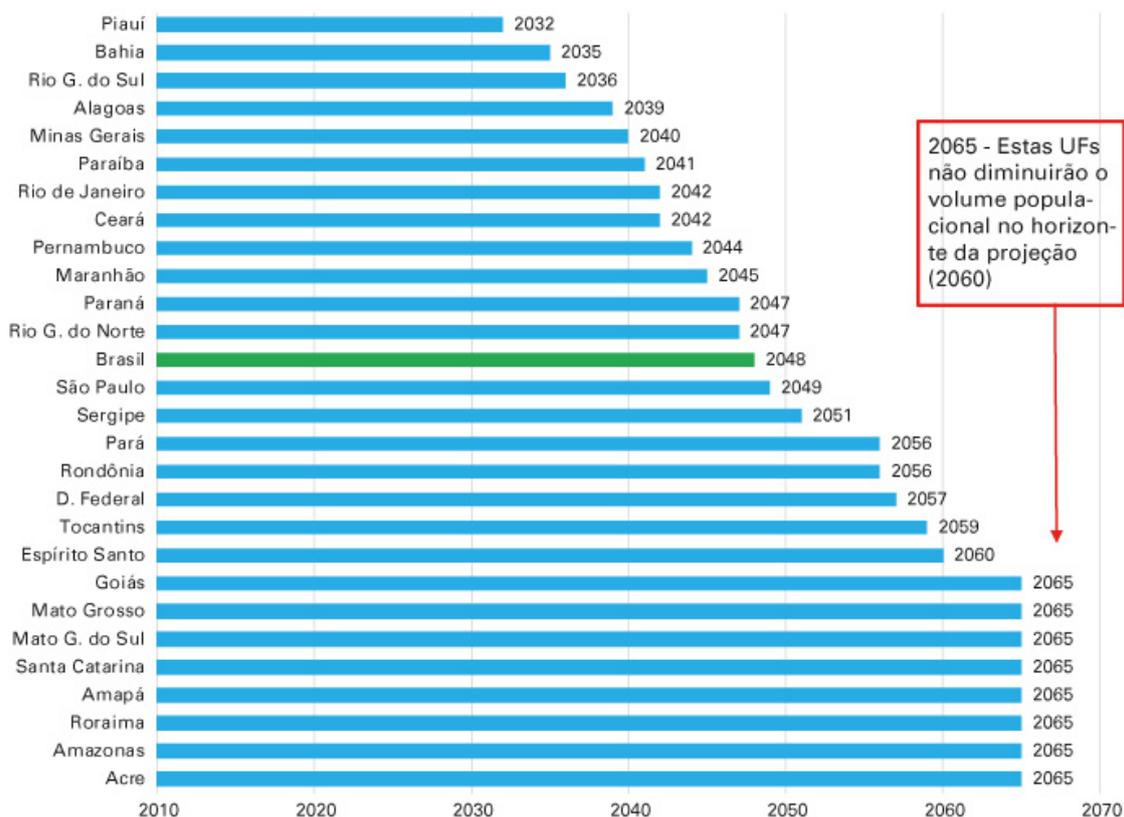


Fonte: Banco Mundial

Segundo o IBGE/Diretoria de Pesquisas. Coordenação de População e Indicadores Sociais. Gerência de Estudos e Análises da Dinâmica Demográfica, através do seu relatório Projeção de População do IBGE, a população do país deverá crescer até

2047, quando chegará a 233,2 milhões de pessoas. Nos anos seguintes, cairá gradualmente, até os 228,3 milhões em 2060. Segue abaixo as projeções do ponto de inflexão:

Gráfico 2 - Ano do ponto de inflexão do crescimento populacional



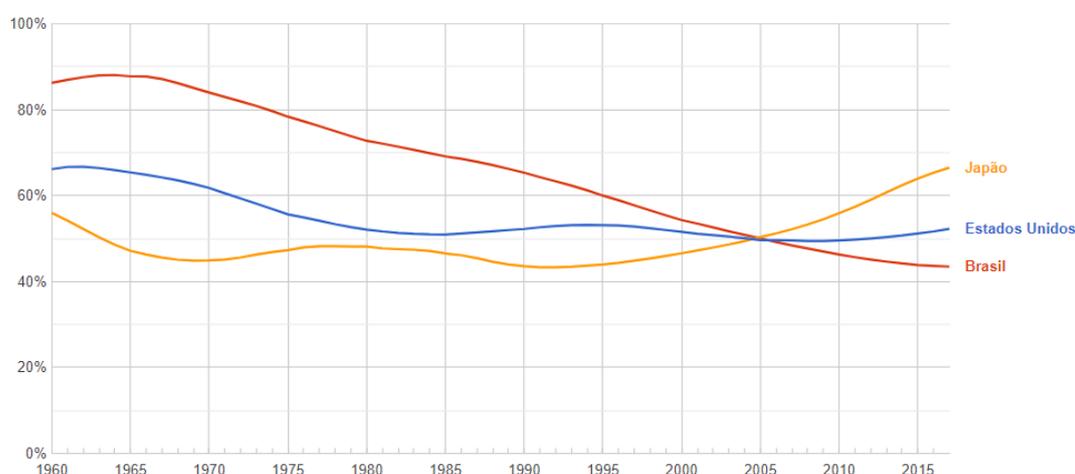
Fonte: IBGE

Ainda segundo o mesmo relatório do IBGE, em 2060, o percentual da população com 65 anos ou mais de idade chegará a 25,5% (58,2 milhões de idosos), enquanto em 2018 essa proporção é de 9,2% (19,2 milhões). Já os jovens (0 a 14 anos) deverão representar 14,7% da população (33,6 milhões) em 2060, frente a 21,9% (44,5 milhões) em 2018.

A razão de dependência da população é afetada pelo envelhecimento, esta razão representa a relação entre os segmentos considerados economicamente dependentes (pessoas com menos de 15 e 65 anos ou mais de idade) e o segmento etário potencialmente produtivo (15 a 64 anos), o primeiro refere-se à proporção da população que deveria ser sustentada pela parcela economicamente produtiva no sistema

previdenciário atual. A razão de dependência da população em 2018 é de 44%. Esse indicador significa que 44 indivíduos com menos de 15 e com mais de 64 anos dependem de cada grupo de 100 pessoas em idade de trabalhar (15 a 64 anos), essa proporção total deverá aumentar para 67,2% em 2060 segundo as projeções do IBGE. Conforme gráfico abaixo, se a projeção do IBGE se confirmar em 2060 o Brasil estaria com a mesma razão de dependência etária que o Japão possuía em 2017. A discussão mais profunda sobre esta projeção e suas consequências será realizada nas próximas seções.

Gráfico 3 - Razão de Dependência Etária



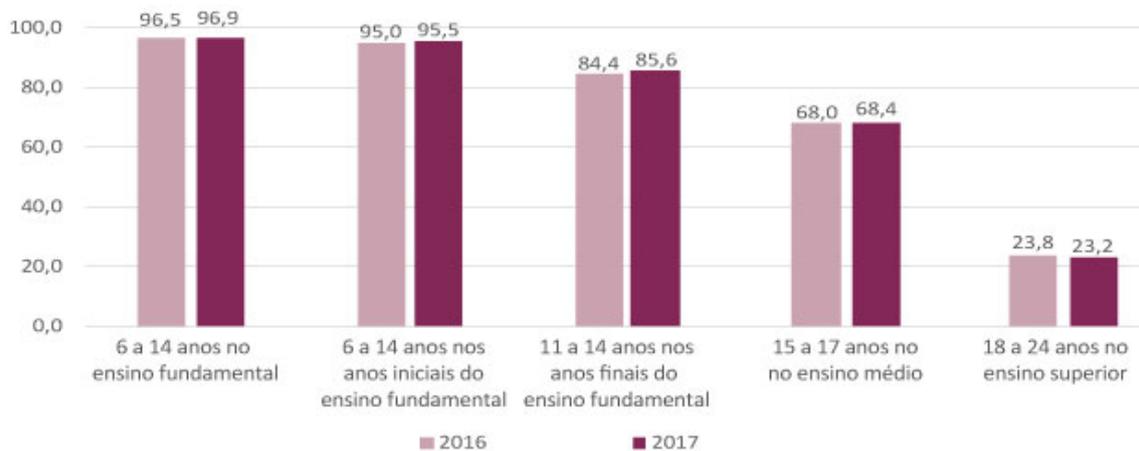
Fonte: Banco Mundial

A educação nacional, com base no módulo de educação da pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua em 2017 elaborado pelo IBGE, não demonstra sinais de progresso. Em 2017, das 48,5 milhões de pessoas com 15 a 29 anos de idade, 23,0% (11,2 milhões) não trabalhavam nem estudavam ou se qualificavam, contra 21,9% em 2016. De um ano para o outro, esse contingente cresceu 5,9%, o que equivale a mais 619 mil pessoas nessa condição.

A taxa ajustada de frequência escolar líquida no ensino superior foi de 23,2%, chegando a 26,8% para as mulheres, contra 27,9% em 2016. Entre as pessoas brancas a taxa foi 32,9%, alcançando a meta do Plano Nacional de Educação - PNE (33,0% até 2024), mas entre as pessoas pretas ou pardas ela ficou em 16,7%. Ao considerarmos que

em 2016 54.9% da população Brasileira se declarou parda ou preta a taxa de frequência escolar líquida tornam-se ainda mais relevantes.

Grafico 4 - Taxa Ajustada de Frequencia Escolar Liquida



Fonte:IBGE

De acordo com Lusardi e Mitchell (2007), quanto maior o nível de educação geral do indivíduo maiores são suas chances de ter respostas adequadas às questões financeiras, da mesma forma que Donadio (2012), ao analisar a população brasileira, destaca que o fato da população brasileira de baixa renda estar tendo acesso fácil a várias formas de crédito, inclusive aos cartões, a falta de alfabetização financeira torna-se cada vez mais preocupante, uma vez que o cartão de crédito, por si só, tende a induzir o consumidor a maiores gastos, dado que muitos o veem como algo mais abstrato do que o dinheiro em espécie, dificultando o entendimento das consequências que o uso do cartão pode ter na deterioração das finanças pessoais e no grau de endividamento.

Estas evidencias encontradas na literatura aliadas aos dados do IBGE mencionados anteriormente induzem a conclusão de que o perfil da dívida das pessoas físicas no Brasil não possui tendência de mutação. Graças a queda da taxa ajustada de frequência escolar líquida na faixa etária mais relevante sob a ótica econômica (18 a 24 anos) pode-se, inclusive, projetar um agravamento na qualidade do perfil de endividamento das famílias brasileiras para a próxima década.

6.1.2 Ambiente Econômico

Para iniciarmos a análise do ambiente econômico utilizaremos como fonte de informação o Relatório Focus, do Banco Central. Cabe ressaltar que o Relatório Focus não representa as previsões do Banco Central, trata-se, porém, de um resumo das estatísticas calculadas considerando as expectativas de mercado coletadas até a sexta-feira anterior à sua divulgação. O relatório traz a evolução gráfica e o comportamento semanal das previsões para índices de preços, atividade econômica, câmbio, taxa Selic, entre outros indicadores.

Quadro 2 - Relatório Focus 2019 & 2020

Mediana - Agregado	2019					2020				
	Há 4 semanas	Há 1 semana	Hoje	Comp. semanal *	Resp. **	Há 4 semanas	Há 1 semana	Hoje	Comp. semanal *	Resp. **
IPCA (%)	4,07	3,84	3,82	▼ (4)	121	4,00	4,00	3,95	▼ (1)	114
IPCA (atualizações últimos 5 dias úteis, %)	4,10	3,83	3,80	▼ (5)	89	4,00	3,99	3,90	▼ (2)	83
PIB (% de crescimento)	1,23	0,93	0,87	▼ (17)	80	2,50	2,20	2,20	▼ (1)	75
Taxa de câmbio - fim de período (R\$/US\$)	3,80	3,80	3,80	== (5)	110	3,80	3,80	3,80	== (7)	99
Meta Taxa Selic - fim de período (% a.a.)	6,50	5,75	5,75	== (1)	113	7,25	6,50	6,50	== (1)	96
IGP-M (%)	5,91	5,98	6,12	▲ (3)	72	4,00	4,10	4,13	▲ (3)	59
Preços Administrados (%)	5,28	5,20	5,20	▲ (2)	32	4,40	4,40	4,40	▲ (1)	30
Produção Industrial (% de crescimento)	1,47	0,65	0,72	▲ (2)	19	3,00	2,80	3,00	▲ (1)	14
Conta Corrente (US\$ bilhões)	-25,00	-23,00	-23,00	== (1)	33	-35,30	-32,80	-32,80	== (1)	30
Balança Comercial (US\$ bilhões)	50,25	50,50	50,60	▲ (2)	31	45,33	46,00	46,40	▲ (3)	27
Investimento Direto no País (US\$ bilhões)	83,29	84,30	85,00	▲ (3)	30	84,36	84,36	84,28	▼ (1)	28
Dívida Líquida do Setor Público (% do PIB)	56,20	56,10	56,28	▲ (1)	25	58,40	58,43	58,58	▲ (1)	24
Resultado Primário (% do PIB)	-1,37	-1,39	-1,40	▼ (2)	27	-0,90	-0,90	-1,00	▼ (1)	25
Resultado Nominal (% do PIB)	-6,25	-6,30	-6,40	▼ (1)	23	-5,98	-6,05	-6,05	== (1)	22

Fonte: Relatório Focus 21/06/2019

Quadro 3 - Relatório Focus 2021 & 2022

Mediana - Agregado	2021					2022				
	Há 4 semanas	Há 1 semana	Hoje	Comp. semanal *	Resp. **	Há 4 semanas	Há 1 semana	Hoje	Comp. semanal *	Resp. **
IPCA (%)	3,75	3,75	3,75	== (28)	101	3,75	3,75	3,75	== (48)	85
IPCA (atualizações últimos 5 dias úteis, %)	3,75	3,75	3,75	== (23)	75	3,75	3,75	3,75	== (2)	64
PIB (% de crescimento)	2,50	2,50	2,50	== (119)	57	2,50	2,50	2,50	== (61)	54
Taxa de câmbio - fim de período (R\$/US\$)	3,85	3,85	3,84	▼ (1)	79	3,90	3,90	3,88	▼ (1)	75
Meta Taxa Selic - fim de período (% a.a.)	8,00	7,50	7,50	== (2)	88	7,50	7,50	7,50	== (5)	81
IGP-M (%)	4,00	4,00	4,00	== (101)	47	4,00	4,00	4,00	== (74)	42
Preços Administrados (%)	4,00	4,00	4,00	== (99)	24	3,75	3,75	3,75	== (11)	21
Produção Industrial (% de crescimento)	3,00	2,75	3,00	▲ (1)	12	3,00	2,85	3,00	▲ (1)	12
Conta Corrente (US\$ bilhões)	-44,00	-42,50	-42,15	▲ (2)	20	-49,29	-49,29	-46,50	▲ (2)	18
Balança Comercial (US\$ bilhões)	40,00	40,00	44,50	▲ (1)	18	40,00	40,00	42,27	▲ (2)	15
Investimento Direto no País (US\$ bilhões)	88,00	88,00	87,71	▼ (1)	20	85,10	90,00	84,95	▼ (1)	18
Dívida Líquida do Setor Público (% do PIB)	60,05	61,30	61,30	== (1)	21	61,30	62,80	62,85	▲ (1)	18
Resultado Primário (% do PIB)	-0,28	-0,30	-0,41	▼ (2)	22	0,20	0,25	0,20	▼ (1)	19
Resultado Nominal (% do PIB)	-5,60	-5,70	-5,70	== (2)	17	-5,30	-5,31	-5,31	== (1)	14

Fonte: Relatório Focus 21/06/2019

Com base nos Quadros 1 e 2, pode-se observar que não há expectativa sobre a mudança na projeção da inflação em 2019, aqui representada pelo IPCA, onde para o

próximo biênio é esperado pelo mercado aproximadamente 3,80%, enquanto que para o biênio posterior esperasse uma leve queda para o patamar de 3,75%. Uma vez que as projeções para inflação estão abaixo da meta fixada pelo Conselho Monetário Nacional, 4,25% para 2019, as estimativas da taxa de juros, que no relatório é representada pela Selic, demonstram tendência de estabilidade para 2020 e alta em 2021, partindo dos atuais 5,75% para 7,5% em 2021. A discussão sobre uma possível redução da taxa Selic, entretanto, se fez mais presente no último bimestre, o principal motivo para esta hipótese ter ganho força também conseguimos observar pelo Relatório Focus: as projeções do PIB.

Em 11 de Janeiro de 2019, o mesmo Relatório Focus, reportava que a expectativa dos 63 maiores agentes econômicos era de um crescimento no PIB para 2019 de 2,57%. Conforme podemos observar no Quadro 1 a atual projeção é de 0,87%, os dados de atividade econômica do primeiro semestre de 2019 têm sido recorrentemente negativos. A tendência demonstrada pelo Relatório é que devemos observar um PIB ao final de 2019 ainda mais baixo do que as estimativas atuais. Devido ao elevado grau de incerteza sobre a magnitude da desaceleração do produto interno bruto as projeções para os demais anos seguem inalteradas e estáveis desde dezembro de 2018, com exceção de 2020 com 2,20%, o biênio 21-22 estabilizam em um PIB de 2,5%.

Em linha com o compasso de espera das projeções do PIB, seguem as expectativas sobre a taxa de câmbio. Apesar de ter fechado acima de R\$ 3,80 em 54% dos dias úteis em 2019 e estar em tendência de alta desde fevereiro deste ano, as projeções para taxa de câmbio R\$/U\$\$ seguem estáveis em R\$3,80 até o ano de 2021, quando o mercado precifica leve alta, chegando aos patamares de R\$3,85. A volatilidade da taxa de câmbio no curto prazo pode ser mais lucrativa as instituições financeiras que um mercado estável e previsível, no longo prazo, entretanto, ao minar a confiança dos investidores e empresas, torna-se um entrave para novos negócios e investimentos de longo prazo essenciais para o desenvolvimento sustentável da economia brasileira.

As premissas macroeconômicas que serão utilizadas no modelo deste estudo serão uma combinação do Relatório Focus com a média das estimativas de longo prazo

dos bancos Bradesco e Santander. Isso se deve pelo fato de que as projeções da média do mercado são divulgadas apenas para os períodos de 2019, 2020, 2021 e 2022, enquanto que o modelo de avaliação do Banco Santander utilizado se baseia na projeção de cinco anos de fluxo de caixa e a no valor da perpetuidade da empresa, logo precisa-se de 6 períodos de projeção, mesmo que o valor da perpetuidade seja idêntico ao crescimento potencial da economia, aqui definido como a média das duas projeções das instituições financeiras citadas.

6.1.4 Ambiente Natural

Como intermediadores de recursos entre os diferentes agentes econômicos, as instituições bancárias têm um papel primordial no direcionamento de capital para projetos e atividades que contribuam para o desenvolvimento sustentável. Novos padrões de produção e consumo que adotam como premissa o uso mais eficiente dos recursos naturais e que visam maior inclusão e bem-estar social representam oportunidades de negócios para o setor. Ao mesmo tempo, a gestão dos riscos financeiros associados a desafios de cunho socioambiental, como as mudanças climáticas, torna-se imperativa para a manutenção da estabilidade e resiliência do sistema financeiro global.

Em junho de 2017, a Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD), criada dois anos antes pelo Financial Stability Board atendendo a uma solicitação do G20, publicou um conjunto de recomendações para empresas e instituições financeiras divulgarem informações relativas aos impactos financeiros das mudanças climáticas em seus negócios, bem como suas práticas para lidar com este tema. O objetivo é aumentar o entendimento dos mercados sobre como riscos físicos (ex: aumento das temperaturas, ocorrência de eventos extremos), riscos de transição (ex: adaptações tecnológicas, mudanças na regulação) e oportunidades relacionadas às mudanças do clima podem impactar os negócios.

Figura 1 - Riscos e oportunidades climáticos e seus impactos financeiros



Fonte: FEBRABAN

No setor bancário brasileiro, a evolução da agenda de riscos socioambientais nos bancos, especialmente a partir da Resolução CMN 4327/2014, é um facilitador nesta trajetória. Além de atender aos requerimentos regulatórios, há bancos com maior sensibilidade às questões climáticas que vêm desenvolvendo processos de gestão de riscos para clientes mais expostos às mudanças climáticas e de captura de oportunidades na transição para uma economia de baixo carbono e mais resiliente às mudanças do clima. A identificação desta sensibilidade deve ser um ponto de partida para priorização da gestão dos riscos e oportunidades climáticas.

Entre os diferentes produtos e serviços oferecidos pelos bancos, a concessão de crédito é o de maior sensibilidade ao risco climático, já que há exposição ao risco de não-pagamento quando seus clientes são afetados pela materialização de riscos físicos e/ou de transição. Prazos mais longos nas operações de crédito também aumentam a sensibilidade dos bancos aos riscos climáticos, por três principais fatores: (i) operação passa por mais ciclos hidrológicos – que já vem sendo afetados pelas mudanças climáticas; (ii) existe uma tendência de intensificação das mudanças climáticas no médio e longo prazo; (iii) para reagir a esta intensificação ao longo do tempo, mais modificações nos mercados e sociedade podem ocorrer, o que se traduz em maior

exposição a riscos de transição para as empresas. Além disso, é esperado que bancos de maior porte – como aqueles pertencentes aos segmentos S1 e S2 da Resolução CMN 4553/2017 – tenham maior sensibilidade ao risco climático, pela maior probabilidade de que suas carteiras estejam expostas a setores considerados críticos.

Quadro 4 - Setores Críticos para o TCFD

Energia	Transportes	Materiais e Construção	Agricultura, Alimentos e Produtos Florestais
<ul style="list-style-type: none"> • Óleo e gás • Carvão • Utilidades elétricas 	<ul style="list-style-type: none"> • Transporte aéreo de passageiros • Transporte marítimo • Transporte ferroviário • Serviços de transporte rodoviário • Automóveis e componentes 	<ul style="list-style-type: none"> • Metais e mineração • Químicos • Materiais de construção • Bens de capital • Gestão e desenvolvimento imobiliário 	<ul style="list-style-type: none"> • Bebidas • Agricultura • Alimentos embalados e carnes • Papel e produtos florestais

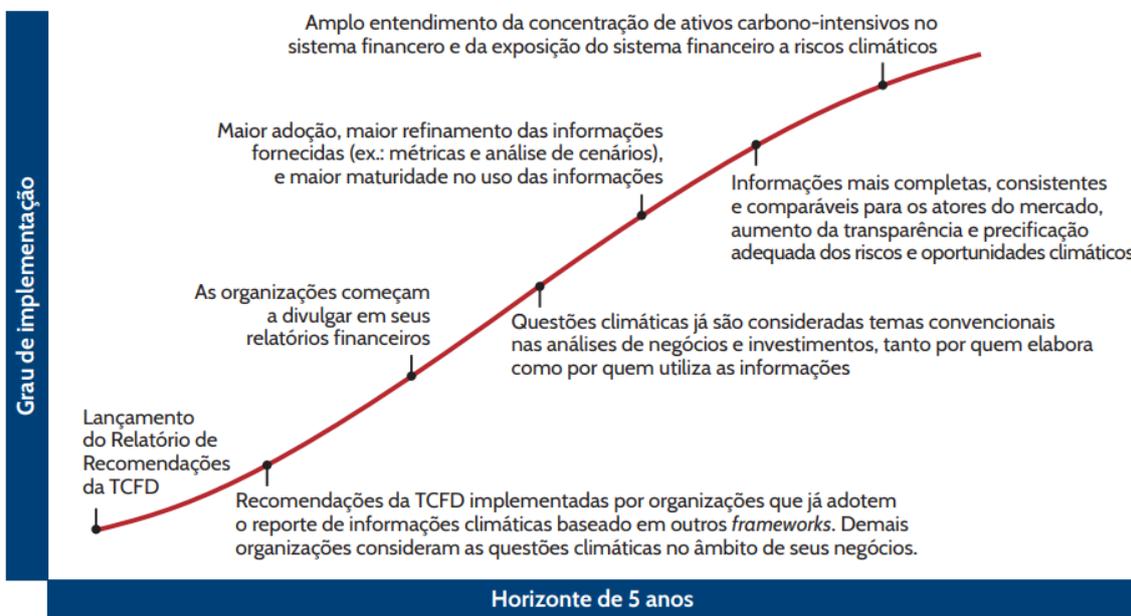
Fonte: FEBRABAN

Sob organização da FEBRABAN, com apoio da SITAWI Finanças do Bem, a implementação do modelo recomendado pela TCFD foi discutida em fevereiro de 2018 por um grupo de trabalho integrado por 11 bancos: Banco B3, Banco do Brasil, Bradesco, BTG Pactual, Caixa Econômica Federal, CCB Brasil, Citibank, Itaú Unibanco, Rabobank, Santander e Votorantim. Como exercício foram analisados os saldos das carteiras referentes às operações nesses setores, que somavam R\$ 632.032 milhões em 31/12/2017, o que representava 42,3% do total da carteira pessoa jurídica dos bancos participantes. A partir da aplicação das metodologias já desenvolvidas pela TCFD, os bancos podem executar uma avaliação inicial da exposição de suas carteiras aos riscos climáticos físicos, avaliando os impactos destes riscos sobre métricas de risco de crédito, como probabilidade de default (PD) e a taxa loan-to-value (LTV).

A TCFD estabeleceu um horizonte temporal desejado de cinco anos a partir da divulgação das Recomendações (junho/2017) para que estas estivessem plenamente difundidas nos setores financeiro e não-financeiro, sendo necessário, portanto, que as organizações com maior exposição às mudanças climáticas esforcem-se para

implementação em um prazo mais curto. As ações nacionais coordenadas pela FEBRABAN foram iniciadas em 2019 e seguirão em 2020, de forma a apoiar o setor bancário na trajetória de adesão às Recomendações.

Quadro 5 - Horizonte temporal de implementação das Recomendações da TCFD

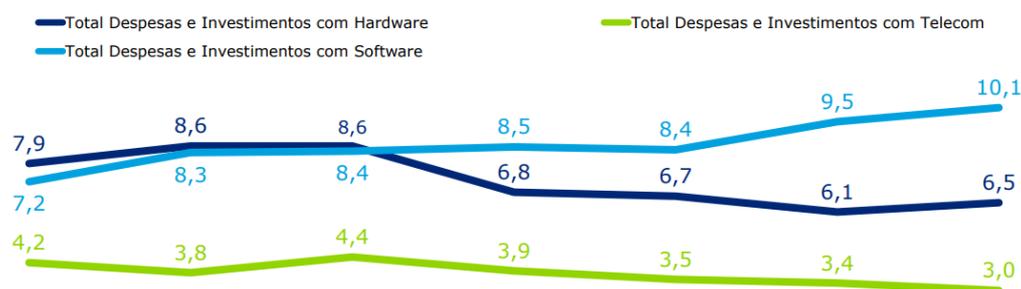


Fonte: FEBRABAN

6.1.5 Ambiente Tecnológico

A pesquisa FEBRABAN de Tecnologia Bancária de 2019, com ano base 2018, foi realizada com 20 bancos que somam 91% dos ativos da indústria bancária no País. Com foco na manutenção e desenvolvimento de novas funcionalidades, dos R\$ 19,6 bilhões investidos pela indústria financeira em tecnologia, software já responde por metade dos recursos, conforme segue abaixo:

Gráfico 5 - Total de Investimentos e Despesas em Tecnologia



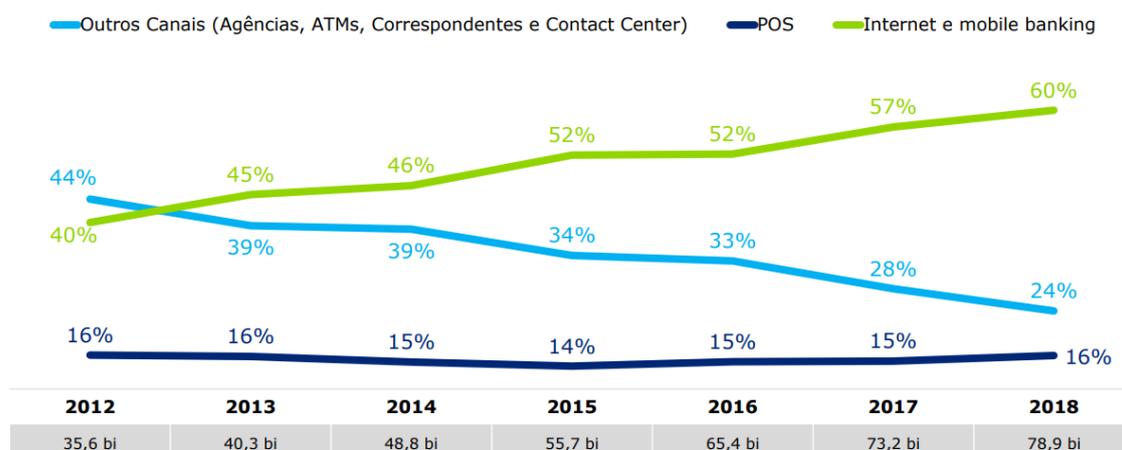
2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
R\$ 19,3 bi	R\$ 20,8 bi	R\$ 21,4 bi	R\$ 19,1 bi	R\$ 18,6 bi	R\$ 19,0 bi	R\$ 19,6 bi

Fonte: FEBRABAN

Esta distribuição de gastos está fundamentada no fato de que em 2018 as transações bancárias com movimentação financeira cresceram 33% nos canais digitais, dos quais o Mobile Banking demonstrou 80% de aumento ano contra ano. Os pagamentos de contas e transferências, incluindo DOC e TED, realizados através do Mobile Banking somaram R\$ 2,5 bilhões, tornando este o principal canal para este tipo de transações no Brasil, superando pela primeira vez o Internet Banking.

Quando analisamos os canais digitais versus os canais físicos também conseguimos observar uma clara tendência de alta na utilização do primeiro e consequente queda no uso do segundo. Conforme os dados de 2018, a cada 10 transações, 6 foram realizadas ou no Internet Banking ou no Mobile Banking, conforme segue abaixo:

Gráfico 6 - Composição das Transações em 2018



Fonte: FEBRABAN

Em relação a novas perspectivas de investimento destaca-se o fato de que apenas 80% dos bancos investem em Big Data/Analytics, 73% em inteligência artificial/computação cognitiva e 60% em Open Banking/Marketplace Banks. Devido ao impacto que as tecnologias citadas possuem nos serviços oferecidos e potenciais produtos comercializados pelos Bancos esperava-se que 100% das instituições estivessem investindo nestas tecnologias. O fato de que alguns dos grandes bancos no mercado brasileiro não possuem um programa estruturado de desenvolvimento tecnológico cria a oportunidade de vantagem competitiva para os demais, representando um risco que deve ser considerado ao avaliarmos estas instituições.

6.1.6 Ambiente Político-legal

O ambiente político-legal atual, quando se analisa as instituições financeiras no mercado Brasileiro, pode ser resumido a dois fatores com grande impacto: a reforma da previdência e a adoção integral do IFRS 9.

Apesar da grande dificuldade em realizarmos previsões sobre a evolução da proposta de reforma previdenciária no atual ambiente repleto de incertezas, este estudo utilizou um relatório elaborado pela própria instituição analisada, onde este relatório apresenta premissas, simulações e estimativas sobre o provável processo de

“desidratação” do texto (após negociações com o Congresso), bem como a respeito do cronograma para sua aprovação.

De acordo com as simulações apresentadas no Estudo Macro: Reforma da Previdência, elaborado pelo Banco Santander, no cenário base, ou seja, o de maior probabilidade, a versão diluída da PEC geraria uma economia de R\$ 615 bilhões ao longo dos próximos 10 anos, ou seja, cerca de 55% da estimativa original do governo, já considerando os regimes do setor privado, setor público e militares. Em relação ao cronograma, o relatório defende que a votação em 1º turno na Câmara dos Deputados ocorrerá após o recesso parlamentar, isto é, no início do 2º semestre deste ano, enquanto que a votação final no Senado deverá ser realizada no 4º trimestre.

O principal risco negativo destacado no cenário base seria a falha em aprovar mudanças nas regras de concessão de bônus salariais, o que reduziria a economia estimada em quase 25%. Em contrapartida, os principais riscos positivos destacados pelo relatório consistem em maiores poupanças líquidas da reforma dos militares, que ocorreria devido à não aprovação de maiores gastos para a reestruturação de carreira, e a aprovação de 12 anos como a regra de transição para os novos parâmetros de segurança social. Como previamente mencionado, devida grande dificuldade de realização de projeções sobre a evolução da reforma da previdência, torna-se primordial esclarecer quais valores este estudo de caso utilizou para embasar suas premissas. Uma vez que a economia ao governo federal prevista gera as consequências no mercado brasileiro muito amplas, a hipótese de não aprovação da reforma, apesar de probabilisticamente existir, não foi considerada devido ao grau de incerteza que seria gerado as demais variáveis do modelo.

A adesão integral as normas contábeis do IFRS 9 resultam em observação de diferenças significativas em indicadores de liquidez e qualidade da carteira de crédito das instituições financeiras, indicando que as demonstrações contábeis elaboradas em IFRS sinalizam menor liquidez e mais baixa qualidade da carteira de crédito quando comparadas àquelas evidenciadas pelas demonstrações em BR GAAP. Pela ótica do Patrimônio Líquido, isto significa que as demonstrações contábeis em BR GAAP são mais conservadoras que as demonstrações em IFRS, logo a adesão integral dos padrões deste último irá acarretar em uma exigência superior de capital próprio para suprir os

requisitos mínimos de Basileia III. Isto ocorre, pois, os ativos ponderados pelo risco possuem maior sensibilidade a garantias e natureza das operações de concessão de crédito realizadas pelos bancos.

Um terceiro fator que poderia ter impacto relevante refere-se a proposta de reforma tributária. A CCJ (Comissão de Constituição e Justiça) da Câmara dos Deputados aprovou a admissibilidade da proposta de reforma tributária (PEC 45/2019). Dentre outros fatores, a medida visa acabar com três tributos federais (IPI, PIS e Cofins), um estadual (ICMS) e outro municipal (ISS), e, no lugar deles, criar o chamado Imposto sobre Operações com Bens e Serviços (IBS), de competência da União, estados e municípios. Esse objetivo de simplificação tributária segue o modelo de Imposto sobre Valor Adicionado, o qual é adotado em diversos países. A PEC da reforma tributária, porém, ainda seguirá para análise em Comissão Especial. Devida a atenção midiática e do mercado em geral ao redor da Reforma de Previdência o cenário de uma efetiva simplificação tributária através da aprovação e implementação da PEC 45/2019 não foi considerado neste estudo, entretanto suas implicações no longo prazo devem ser analisadas.

6.2 ESTRUTURA COMPETITIVA

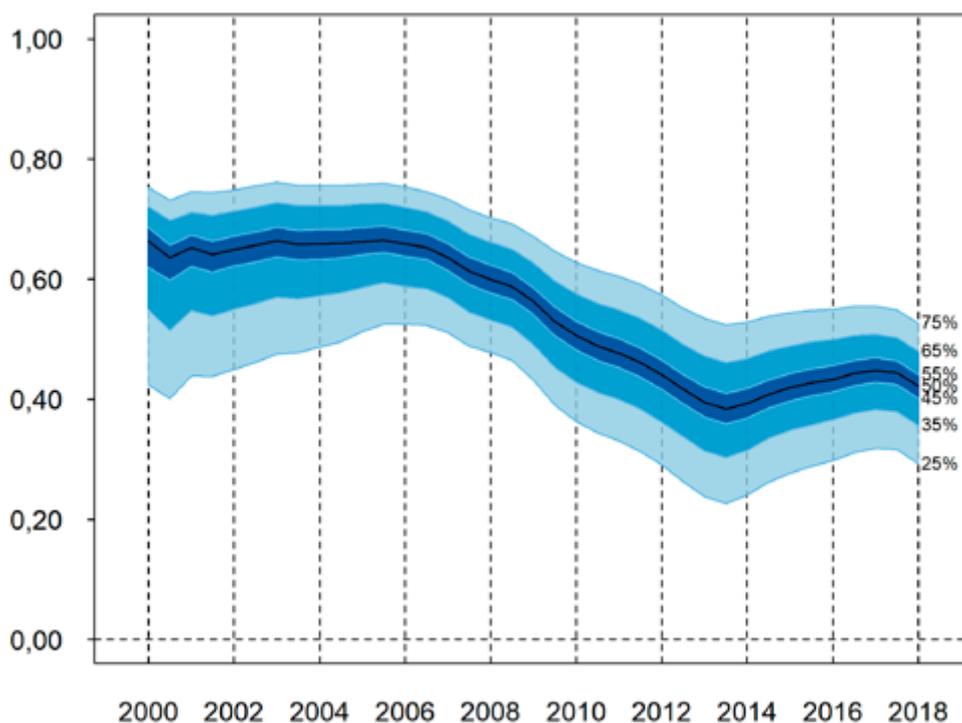
6.2.1 Rivalidade entre concorrentes estabelecidos

Comparando os períodos 2000-2008 (pré-crise financeira internacional) e 2009-2018 (pós-crise financeira internacional), de acordo com os indicadores de Lerner e de Boone apresentados na revisão teórica, houve aumento do grau de concorrência entre instituições financeiras. Esse movimento ocorreu apesar do aumento da concentração ocorrida no período, tanto pelo crescimento orgânico mais rápido de instituições financeiras mais eficientes, quanto por atos de concentração (fusões e aquisições). Em 2017 e 2018, os indicadores ficaram relativamente estáveis na comparação com 2016. Observa-se que as instituições de grande porte, apesar de possuírem elevada participação no mercado de crédito, operam com mark-up sobre o custo marginal menor do que as demais instituições financeiras. Em linha com a visão integrada de rentabilização de clientes em vez de produtos considerados isoladamente, há evidências de que as instituições financeiras precificam uma cesta de produtos financeiros para

cada segmento de usuários. Nesse sentido, menores taxas de mark-up sobre custo marginal nas operações de crédito estão associadas a maior participação de receitas de serviços (tarifas bancárias) na formação de resultados das instituições financeiras.

A análise aqui apresentada baseia-se na evolução dos indicadores de Lerner e de Boone calculados pelo Banco Central no Relatório de Economia Bancária. Os gráficos abaixo mostram a dispersão dos indicadores das instituições financeiras em cada data (percentis 25, 35, 45, 50, 55, 65, e 75) e a média ponderada por ativos de todas as instituições. As linhas verticais pontilhadas indicam o mês de dezembro de cada ano.

Gráfico 7- Lerner de Crédito (segmento bancário)



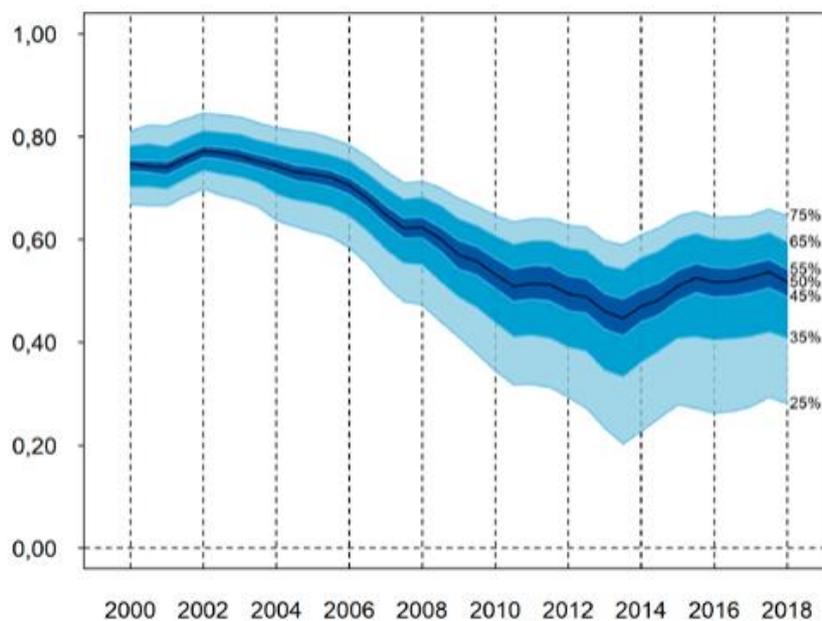
Fonte: REB 2018

O indicador de Lerner do sistema bancário para o mercado de crédito ficou relativamente estável em 2017 e 2018. O indicador havia apresentado movimento de queda entre 2002 e 2014, revertido apenas parcialmente entre o final de 2014 e 2016, durante o período de recessão econômica. O indicador terminou 2018 em 0,50, correspondendo a 0,21 abaixo do valor verificado no início da série. Ainda em 2018, o intervalo interquartil do indicador de Lerner do segmento bancário situou-se entre 0,25

e 0,63, sugerindo significativa heterogeneidade no poder de mercado de instituições integrantes do segmento bancário. Na comparação com 2007, ano anterior à eclosão da crise financeira internacional, o valor central do indicador de Lerner caiu 0,13 ponto. Esse resultado sugere que houve aumento do grau de concorrência no segmento bancário durante o período seguinte à crise financeira internacional, embora com distribuição mais dispersa.

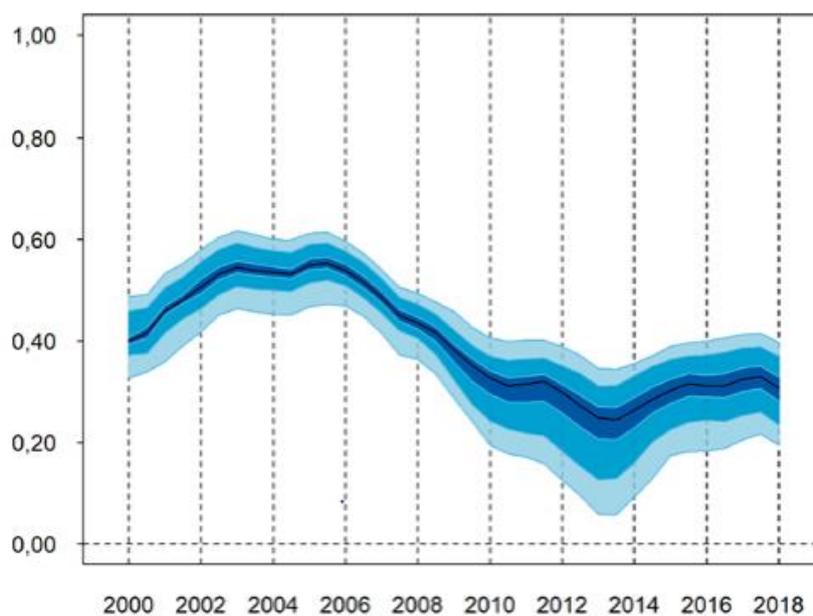
O indicador de Lerner de bancos privados e o de bancos públicos possuem trajetórias semelhantes após 2003 conforme os gráficos abaixo:

Gráfico 8 - Lerner de crédito (bancos privados)



Fonte: REB 2018

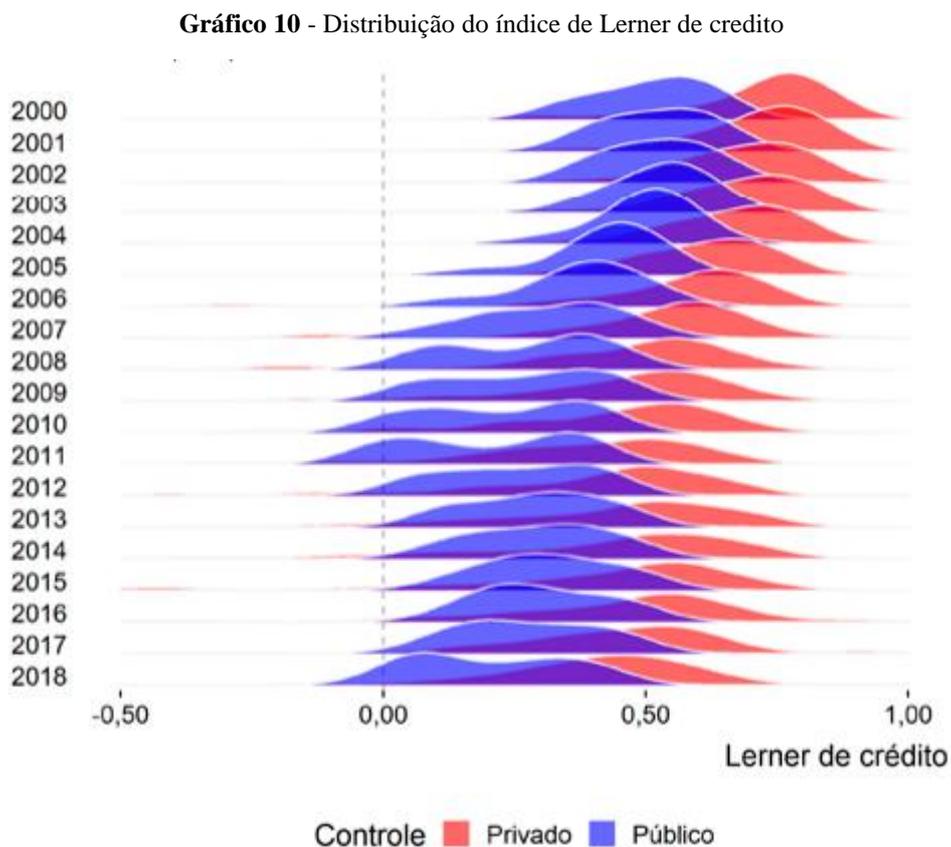
Gráfico 9 - Lerner de Crédito (bancos públicos)



Fonte: REB 2018

No entanto, o indicador de Lerner de bancos públicos é consistentemente menor do que o de bancos privados. A trajetória do indicador de Lerner ponderado pelo total

de ativos ajustados do segmento também mostra tendência similar, mas com níveis menores, o que é consistente com a existência de instituições de tamanho relevante na cauda à esquerda da distribuição do indicador de Lerner do segmento bancário. O Gráfico 10 mostra a densidade da distribuição completa dos indicadores de Lerner para bancos públicos e privados ao longo do tempo.



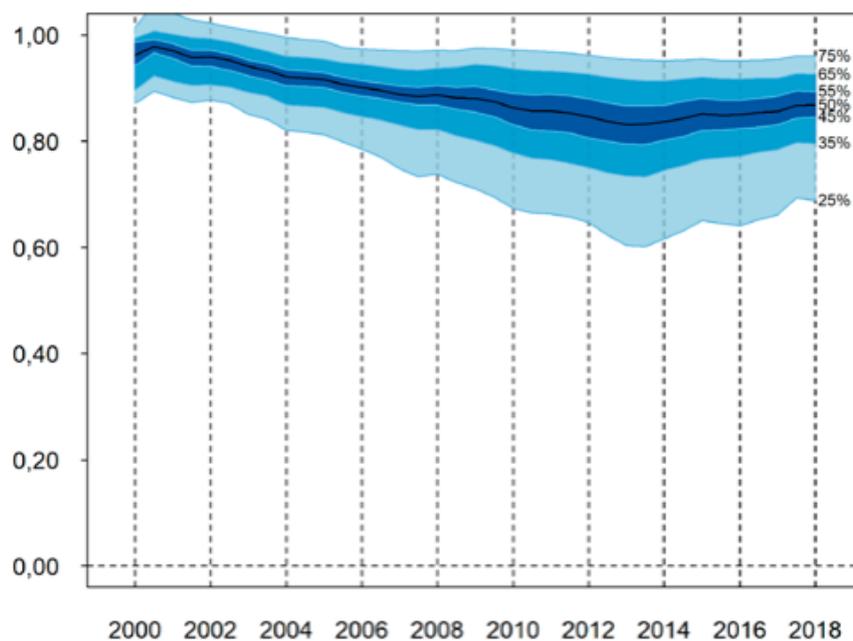
Fonte: REB 2018

Cada distribuição é normalizada e, portanto, possui mesma área. Assim, as alturas denotam frequências para bancos de mesmo controle. Observa-se que a distribuição dos bancos públicos, unimodal até 2007, torna-se bimodal até o período de 2011, regressando à unimodalidade após tal data. Tal fato sugere que parcela dos bancos públicos teve redução significativa do indicador de Lerner, ou seja, de seu mark-up de crédito. Em alguns casos, essas instituições financeiras operaram com mark-up de crédito negativo, principalmente durante a crise financeira mundial. No segmento

privado, os casos de instituições financeiras com Lerner negativo após 2006 são isolados, não representando o comportamento da indústria bancária. Para estimação do indicador de Boone, utilizou-se um painel não balanceado de instituições financeiras ativas no mercado de crédito durante o período de 2000-2018, com frequência semestral, considerando um amplo escopo de linhas de negócios e de preços de fatores de produção. Para mitigar variações decorrentes do ciclo, as regressões estimadas do indicador de Boone consideram uma janela móvel de cinco anos. Entre 2009 e 2014, o indicador de Boone sugere melhora no ambiente competitivo relativamente ao período pré-crise financeira internacional (2000-2008). A partir de 2015, em função de condições macroeconômicas, o indicador registra moderada acomodação com flutuação na margem. Além disso, o segmento privado se mostra menos competitivo do que o segmento público. Portanto, as dinâmicas apresentadas pelos indicadores de Lerner e de Boone são consistentes. Segundo esses indicadores, o grau de competição no mercado de crédito tem se mostrado relativamente estável em 2017 e 2018, mas em níveis superiores aos vigentes antes da crise financeira internacional, quando o nível de concentração era inferior ao atual.

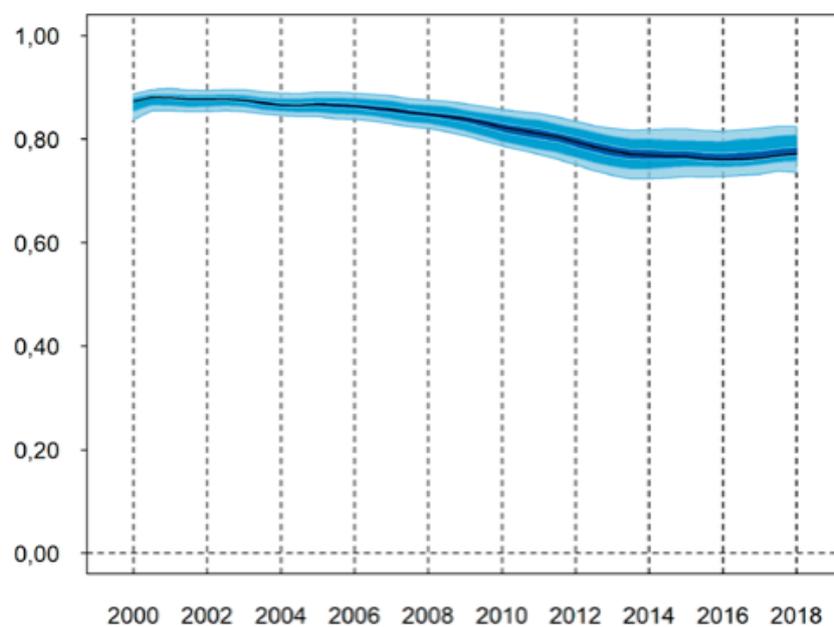
Assim faz-se necessário avaliar a evolução dos indicadores de concorrência de instituições financeiras do segmento bancário no mercado de serviços financeiros. Com relação aos bancos privados, o índice de Lerner do segmento de serviços apresenta gradual tendência de queda no período 2000-2014, com leve subida até 2018. Com relação à dispersão, em 2018, o primeiro quartil situava-se em torno de 0,67, enquanto o terceiro quartil encontrava-se acima de 0,96. Da mesma forma que no mercado de crédito, o segmento de bancos públicos apresenta indicador de Lerner menor do que o observado para os bancos privados no mercado de serviços financeiros. Esse indicador também apresentou movimento de queda, embora com valores relativamente estáveis a partir de 2014. No final da série, o intervalo interquartil situava-se entre 0,74 e 0,83. Observam-se duas características distintas dos indicadores de Lerner do mercado de serviços financeiros relativamente ao de crédito. Primeiro, as flutuações do indicador de serviços tendem a ser bem menores do que o de crédito. Segundo, o mark-up do mercado de serviços financeiros é significativamente maior do que o do mercado de crédito.

Gráfico 11 - Lerner de serviços (bancos privados)



Fonte: REB 2018

Gráfico 12 - Lerner de serviços (bancos públicos)



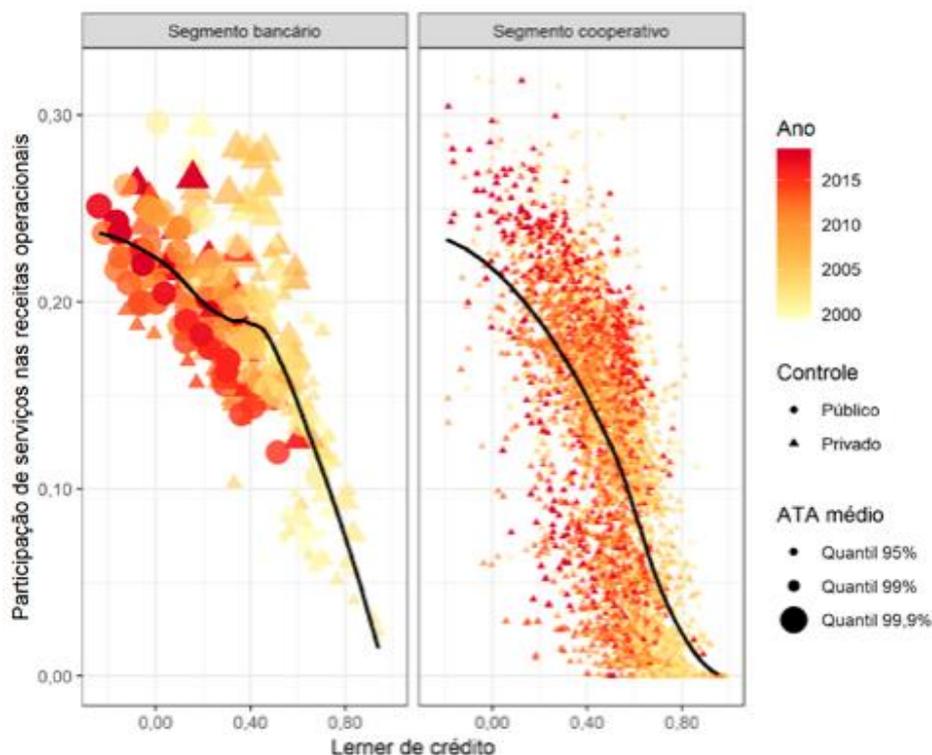
Fonte: REB 2018

Além do exposto acima, também é importante demonstrar a relação entre a participação das receitas de serviços financeiros na receita operacional das instituições e

o índice de Lerner de crédito, uma vez que a provisão de serviços financeiros é uma fonte relevante de receita para bancos, notadamente para os de varejo de grande porte, e se há indicativos de associação entre receitas proveniente de crédito e serviços.

O Gráfico 13 apresenta, para instituições financeiras dos segmentos bancário e cooperativo, relação estatística entre a participação da receita de serviços na receita operacional e o mark-up no mercado de crédito praticado por elas, retratado pelo índice de Lerner de crédito. Para o segmento bancário, na média, nota-se uma dinâmica de diminuição do indicador de Lerner associado a aumentos da participação de receitas de serviços em relação às receitas operacionais. Considerando-se separadamente as instituições financeiras de cada segmento, verifica-se que a média no período de 2000 a 2018 do índice de Lerner das instituições bancárias de médio e pequeno porte é 0,59, em contraste com os 0,42 referentes aos bancos de grande porte. A distribuição das participações de receitas de serviços para essas categorias de porte de instituições bancárias sugere que as instituições financeiras maiores detêm uma maior participação no mercado de serviços e operam com mark-ups menores no mercado de crédito.

Gráfico 13 - Participação da receita de serviços por índice de Lerner



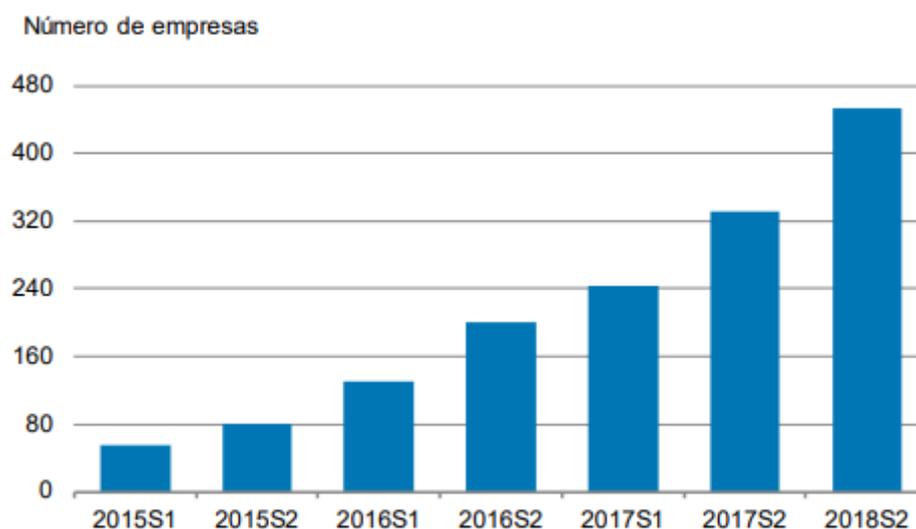
Fonte: REB 2018

6.2.2 Ameaça de novos entrantes

As startups, como novas entrantes no mercado financeiros classificadas fintech, são as principais ameaças aos concorrentes já tradicionais e estabelecidos no Brasil. Para o Financial Stability Board, a definição de fintech seria inovações financeiras, habilitadas por tecnologias que podem resultar em novos modelos de negócios, aplicativos, processos ou produtos com efeitos tangíveis nos mercados, nas instituições financeiras e na prestação de serviços financeiros. Essa definição objetiva as atividades e os resultados, e não os provedores de serviços fintech ou as tecnologias subjacentes.

Conforme apresentado na edição de 2018 do Radar FintechLab, o número de empresas atuantes no Brasil cresceu 36% nos últimos 12 meses, alcançando 453 em dezembro de 2018.

Gráfico 14 - Empresas no Radar Fintechlab



Fonte: Levantamento realizado por FinTechLab e Clay Innovation

Essas empresas diferem em porte, em estágio de operação e em segmento de atuação. O investimento em inovações financeiras habilitadas por tecnologia na América Latina, com destaque para o Brasil, cresce a taxas mais elevadas que em mercados maiores e já mais desenvolvidos. Em startups, a taxa de crescimento de investimento em inovações financeiras entre 2016 e 2018 foi de 206,8%, atingindo montante estimado em R\$ 515 milhões em 2016, R\$ 457 milhões em 2017 e R\$ 1,58 bilhão em 2018. Entretanto, esse valor encontra-se concentrado em poucas empresas, assim como as respectivas fontes de financiamento: 45% proveniente de investidores anjo, 19% de capital de risco, 16% de incubadoras e aceleradoras e apenas 2% de instituições financeiras. Contudo, a estrutura usual de capital fechado e de divulgações públicas apenas de valores agregados dificultam a verificação dessas estatísticas.

Um estudo com um painel de 107 países resume os determinantes econômicos e tecnológicos específicos a cada país que favorecem a formação de empresas em fintech. A análise econométrica utilizada substancia conclusões sobre em quais países as formações de empresa em fintech ocorrem com maior frequência: i) em países com economias bem desenvolvidas; ii) em países onde o setor financeiro apresenta-se mais frágil; iii) em países onde os mercados de capitais são bem desenvolvidos, o mercado de trabalho é maior e a infraestrutura tecnológica de suporte está prontamente disponível; e

iv) em países onde uma regulamentação é considerada mais benevolente ou flexível e o arcabouço legal mais sólido.

Gráfico 15 - Principais desafios e barreiras



Fonte: PWC e ABFintech

Aumentou também a probabilidade de outro cenário extremo, em que empresas em fintech ou gigantes de outros setores acabem por comandar a iniciativa na intermediação de serviços financeiros. A probabilidade aumenta à proporção que o financiamento de fintech amadurece, este atingiu novo recorde global em 2018 e no Brasil. Investidores em fintech aumentaram sua seletividade quando comparado a 2017, porém, concentrando aportes em poucas empresas, e estas, prontas para escalar ou em crescimento, aumentaram o volume dos “megarounds” e postergaram ofertas iniciais (IPOs). Dezesesseis novas empresas atingiram o estágio de unicórnio, uma no Brasil. Em contraste, o volume de negócios envolvendo startups em estágios iniciais (angel/seed) continuou caindo, atingindo o menor patamar em seis anos. Contrasta, com a busca orgânica dos incumbentes, o crescimento de entrantes por iniciativa e com controle de fora do sistema financeiro estabelecido. Com o crescimento, a proposição inicial focada em uma linha de serviços ou em um canal de distribuição não se satisfaz apenas com ganhos em escala. Torna-se, então, estratégia de penetração racional transferir sua visibilidade e seus diferenciais para capturar ganhos de escopo também. A tendência apontada pelo Banco Central em 2017 no seu Relatório de Economia Bancária: desagregação (unbundling) e posterior reagregação (rebundling) ganha exemplos,

inclusive no Brasil. Concretamente, acirra-se a disputa para ampliar a capacidade de distribuição e, eventualmente, solicitar licenciamento bancário.

6.2.3 Ameaça de produtos ou serviços substitutos

Como já foram abordadas as fintechs, o principal produto ou serviço substituto que ameaça as instituições financeiras já consolidadas e o blockchain. Um blockchain é uma lista crescente de registros, chamados blocos, que são vinculados usando criptografia. Cada bloco contém um hash criptográfico do bloco anterior, um registro de data e hora e dados de transação (geralmente representados como uma árvore Merkle). Por design, um blockchain é resistente à modificação dos dados.

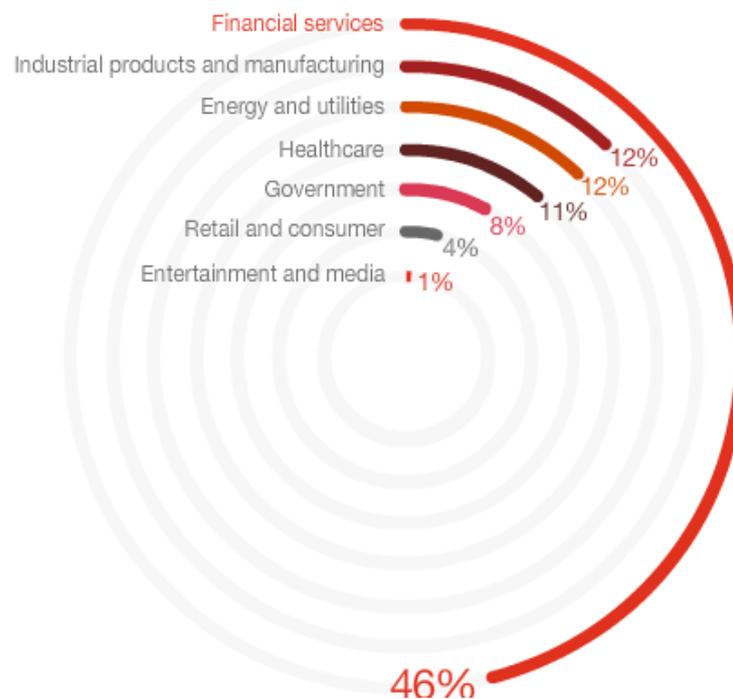
Alguns aplicativos desta tecnologia, se não incorporadas pelas instituições já estabelecidas, podem representar ameaças. A tokenização - a representação de ativos reais ou virtuais em uma blockchain - está se espalhando para matérias-primas, produtos acabados, títulos geradores de renda, direitos de associação entre outros.

As ofertas iniciais de moedas (ICOs), em que uma empresa vende ao público um número predefinido de tokens digitais, canalizam bilhões de dólares em plataformas blockchain. Cada vez mais uma alternativa ao financiamento clássico de dívida / capital, conforme previsto hoje por empresas de capital de risco e de private equity e bancos, as OICs nos primeiros cinco meses de 2018 arrecadaram US\$ 13,7 bilhões. As maiores OICs até o momento foram diversas e incluíram o EOS, que é focado na infraestrutura de blockchain; Huobi Token, uma moeda para uma troca de criptografia sul-coreana; e Hdad, uma plataforma da Internet das Coisas.

As plataformas de software corporativo que são o mecanismo para operações da empresa, como finanças, recursos humanos e gerenciamento de relacionamento com o cliente, estão começando a integrar o blockchain. Por exemplo, Microsoft, Oracle, SAP e Salesforce anunciaram iniciativas de blockchain. No futuro, muitos processos essenciais das empresas serão executados - ou interoperarão - com sistemas baseados em blockchain. O uso do blockchain em conjunto com as plataformas de planejamento de recursos corporativos permitirá que as empresas simplifiquem os processos, facilitem o compartilhamento de dados e melhorem a integridade dos dados.

O Gartner, através de uma pesquisa realizada em 2019, descobriu que 82% dos casos de uso de blockchain relatados estavam em serviços financeiros em 2017, mas a parcela desse setor caiu para 46% dos casos de uso relatados em 2018.

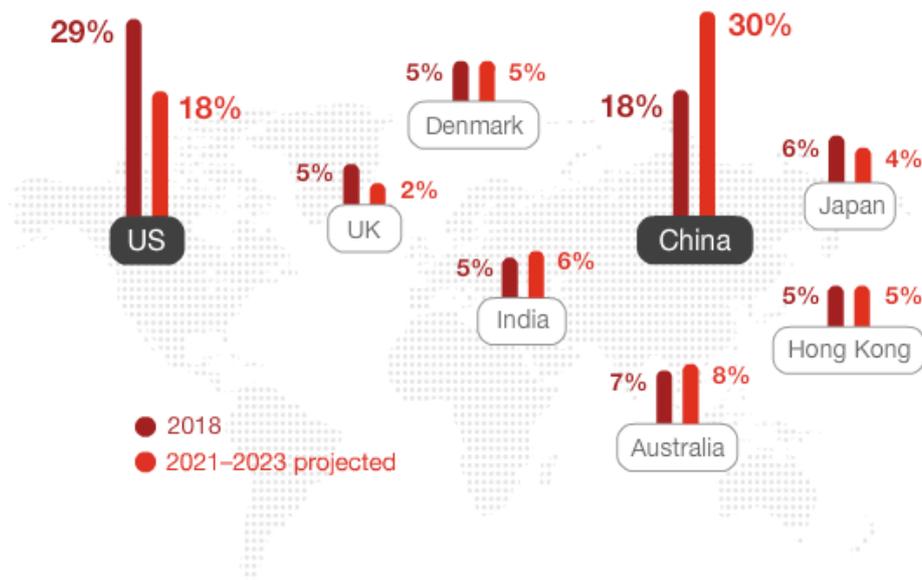
Gráfico 16 - Industrias líderes em investimento em Blockchain



Fonte: PwC Global Blockchain survey 2018

Os entrevistados ainda relataram que os serviços financeiros são os futuros líderes atuais e de curto prazo no uso de blockchain, mas também veem potencial em produtos industriais, energia e serviços públicos e de saúde. Além disso, as principais geografias de desenvolvimento tecnológico em blockchain, EUA e Europa, estão mudando. A pesquisa demonstra, entretanto, que em três a cinco anos, o líder será a China.

Gráfico 17- Países líderes em investimentos em Blockchain



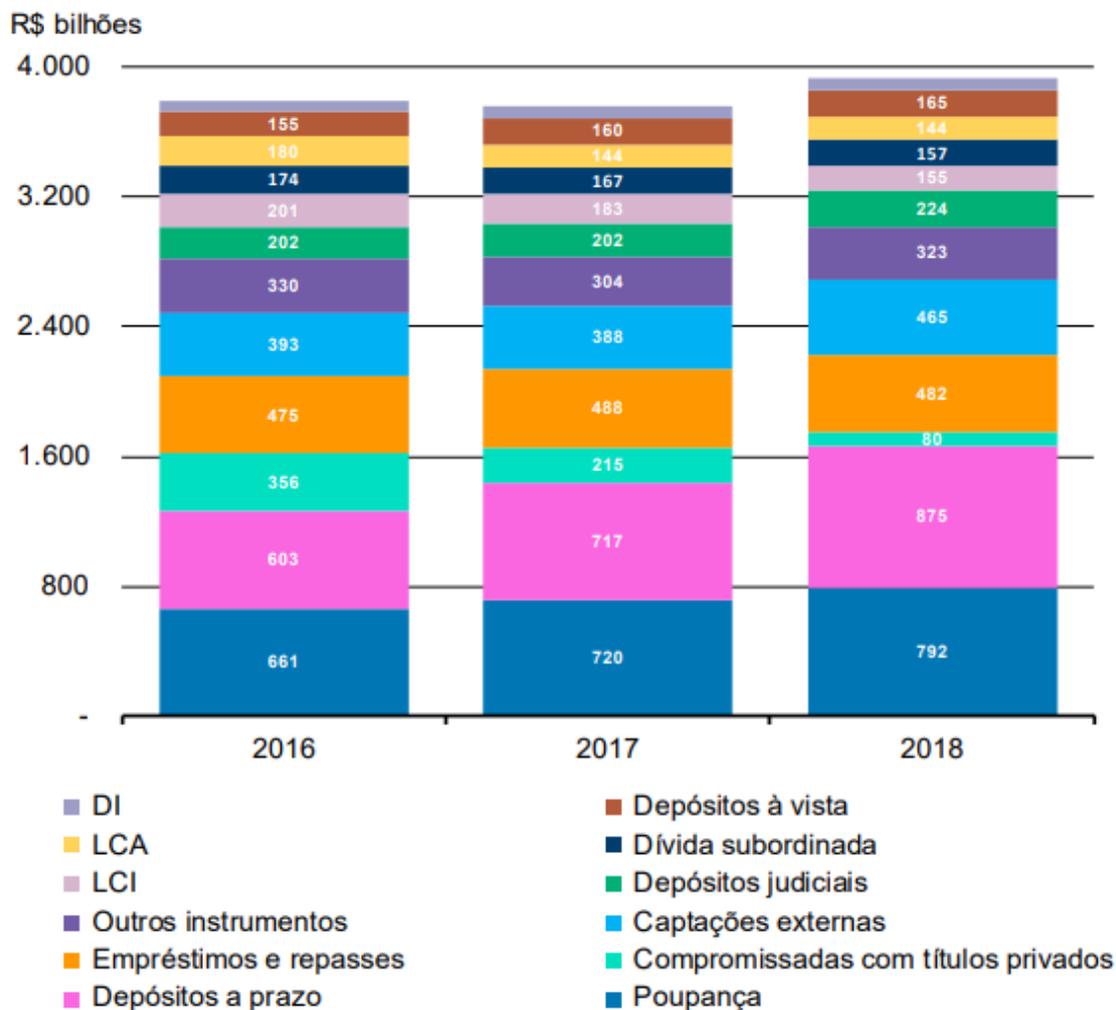
Fonte: PwC Global Blockchain survey 2018

Apesar de no curto prazo esta tecnologia não afetar consideravelmente os resultados das instituições financeiras brasileiras, seu efeito deve ser considerado ao projetarmos o longo prazo. Construir um blockchain se torna mais complexo quando terceiros participam. Os entrevistados da pesquisa refletem essas preocupações, com incerteza regulatória (48%), falta de confiança entre os usuários (45%) e a capacidade de unir a rede (44%), constituindo as principais barreiras para a adoção do blockchain.

6.2.4 Poder de negociação dos fornecedores

O estoque de captações do sistema bancário cresceu 4,6% ao longo de 2018. À semelhança do ocorrido em 2017, as alterações mais relevantes aconteceram na participação dos diferentes instrumentos na composição do estoque. Houve crescimento dos estoques dos instrumentos mais tradicionais de captação, como os depósitos a prazo e de poupança e, por outro lado, expressiva redução nos estoques de operações compromissadas com títulos privados, e, em menor grau, das Letras de Crédito Imobiliário (LCIs).

Gráfico 18 - Perfil de captação por instrumento

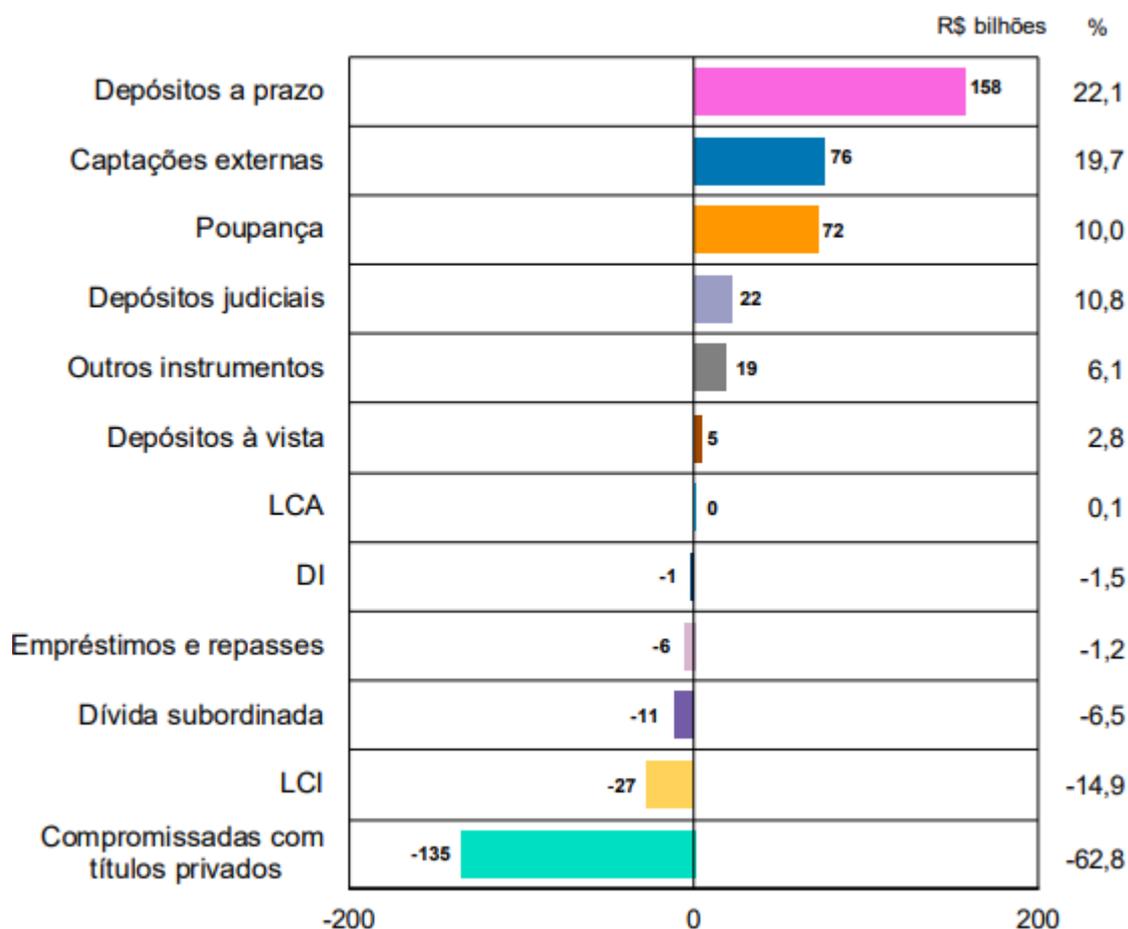


Fonte: BCB, B3

O estoque total de operações compromissadas lastreadas por títulos privados variou de R\$356 bilhões em dezembro de 2016 para R\$80 bilhões em dezembro de 2018, resultando em uma retração de 78%. A redução do estoque de operações é explicada pela Resolução 4.527, em vigor desde 3 de outubro de 2016. Conforme abordado no Relatório de Estabilidade Financeira de outubro de 2017 do Banco Central, essa Resolução vedou a contratação de novas operações compromissadas com lastro em títulos emitidos por instituições ligadas ou pertencentes ao conglomerado prudencial a partir de 31 de dezembro de 2017, além de haver estabelecido mecanismo de redução gradual para o estoque então existente. No mesmo período, o estoque de operações lastreadas por instrumentos de emissão extraconglomerado incrementou de R\$26

bilhões para R\$50 bilhões, escala substancialmente inferior à redução das operações com lastro intraconglomerado, indicando que as instituições financeiras optaram por substituir a grande maioria das operações compromissadas encerradas por outros instrumentos. Entre os instrumentos de captação que mais cresceram destacam-se os depósitos a prazo (basicamente CDBs, cujo estoque avançou R\$158,2 bilhões, ou 22,1%), com a continuidade da migração de parcela substancial de recursos anteriormente aplicados em operações compromissadas. Embora tenha havido a migração de recursos anteriormente aplicados em operações compromissadas encerradas para fora do sistema bancário (aplicações em fundos de investimento ou no mercado de capitais), a maior parte do valor permaneceu dentro do sistema financeiro.

Gráfico 19 - Instrumentos de captação - variações nos estoques



Fonte: BCB,B3

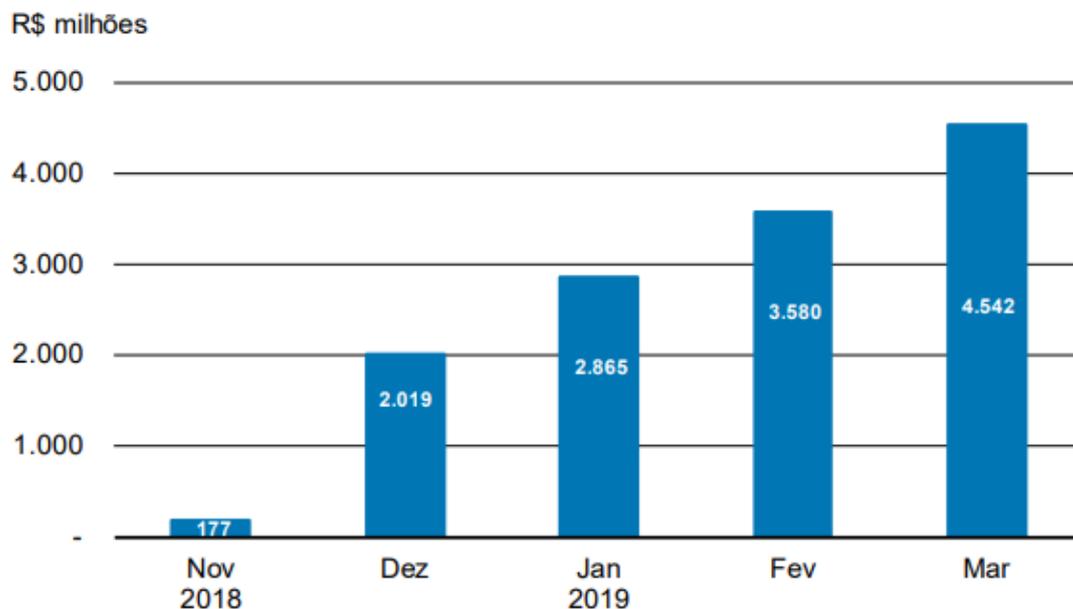
As captações externas apresentaram a segunda maior variação positiva de estoque (19,7%), fortemente influenciada pela variação cambial acumulada no ano de

2018 (14,4% para o dólar dos EUA), razão pela qual o crescimento dessa carteira ao longo do ano representa, majoritariamente, o crescimento de passivos anteriormente existentes e não captações de recursos novos. As cadernetas de poupança são o instrumento que teve o terceiro maior crescimento de estoque em 2018. Decompondo-se a variação dos saldos entre rendimentos creditados e captações líquidas, constata-se uma maior participação das captações líquidas (R\$38,3 bilhões em 2018) na variação do estoque comparativamente a 2017, movimento que parece consolidar a recuperação iniciada em 2017, após captações líquidas negativas em 2015 e 2016. A redução nos rendimentos creditados entre 2016 e 2018 refletiu a queda da Taxa Selic.

Simultaneamente, a queda da Taxa Selic implicou também a diminuição da diferença entre o rendimento das cadernetas e as aplicações alternativas em outros instrumentos, principalmente quando consideradas as aplicações com valores mínimos mais baixos, dadas a isenção de imposto de renda e a inexistência de taxas de administração ou de custódia para as cadernetas de poupança. Assim, se em relação à própria rentabilidade no último triênio (2015-2017) a poupança mostrou-se menos atrativa para o investidor em 2018, o ciclo de queda da Taxa Selic, entretanto, contribuiu para melhorar a posição das cadernetas ante outras alternativas de investimento.

Em novembro de 2018, iniciaram-se as emissões de Letras Imobiliárias Garantidas (LIG). As LIGs são títulos de crédito garantidos por uma carteira de ativos-lastro submetida ao regime fiduciário e podem ser emitidas por bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, caixas econômicas, companhias hipotecárias e associações de poupança e empréstimo.

Gráfico 20 - Evolução do estoque de LIG

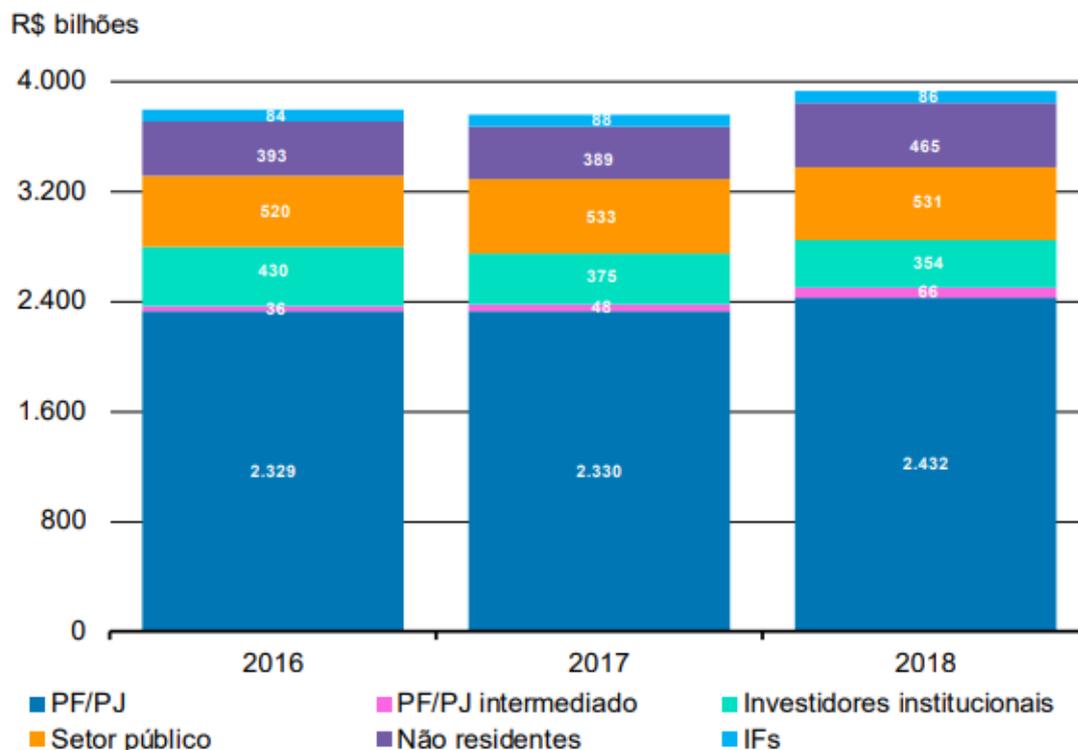


Fonte: B3

O instrumento, similar aos covered bonds emitidos no exterior, foi criado com o objetivo de fomentar o mercado imobiliário e representa mais uma alternativa de captação para o financiamento das carteiras de crédito imobiliário. Uma particularidade da LIG é que a descontinuidade da instituição financeira emissora não implica o vencimento antecipado dos títulos, que continuarão sendo suportados pela carteira de ativos, segregada do patrimônio da instituição financeira emissora.

As pessoas físicas e jurídicas não classificáveis em categorias específicas de investidores permanecem como a principal fonte de captações para o sistema bancário, com participação de 63% no estoque total em dezembro de 2018.

Gráfico 21 - Perfil de captação por tipo de investidor



Fonte: BCB,B3

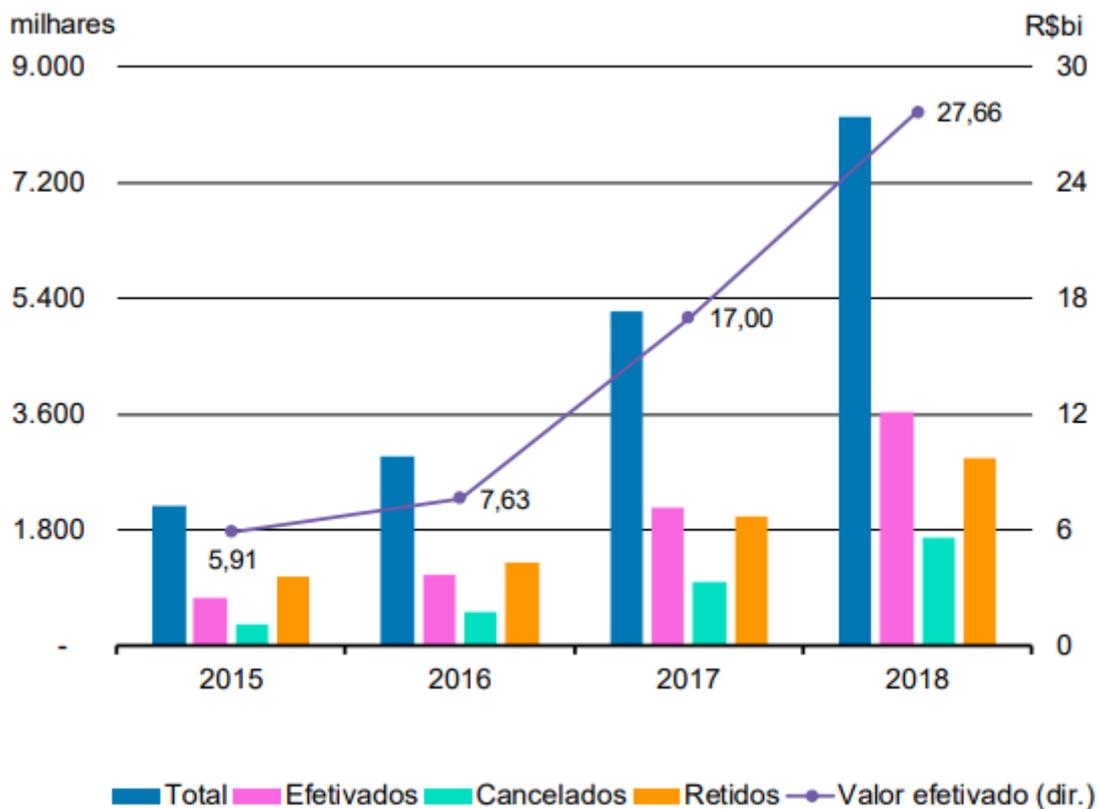
A parcela atribuída ao setor público (14% do total em dezembro/2018) corresponde, na sua grande maioria, à intermediação de financiamentos oriundos de programas ou linhas de crédito governamentais. Investidores não residentes e investidores institucionais completam as fontes relevantes de captação para o sistema bancário com 12% e 9% de participação, respectivamente. Destaca-se a retração da carteira de investidores institucionais em 6%. Essa redução resulta do menor volume ofertado pelo sistema bancário de instrumentos com atratividade comparável a outras alternativas de investimentos disponíveis para tal classe de investidores. Finalmente, embora pouco representativas no total agregado (1,7%), as captações intermediadas incrementaram substancialmente em 2018.

6.2.5 Poder de negociação dos clientes

Além da concorrência e seus efeitos no mercado financeiro, assunto já debatido no subitem 6.2.1., a portabilidade de crédito também serve de indicador do poder de

negociação dos clientes. Em 2018, a portabilidade de crédito manteve a tendência de crescimento. Foram efetivados 3,62 milhões de pedidos (alta de 68,6% em relação a 2017), movimentando R\$27,7 bilhões (aumento de 62,7%). O valor médio do contrato portado foi de R\$7.621 (queda de 3,6%).

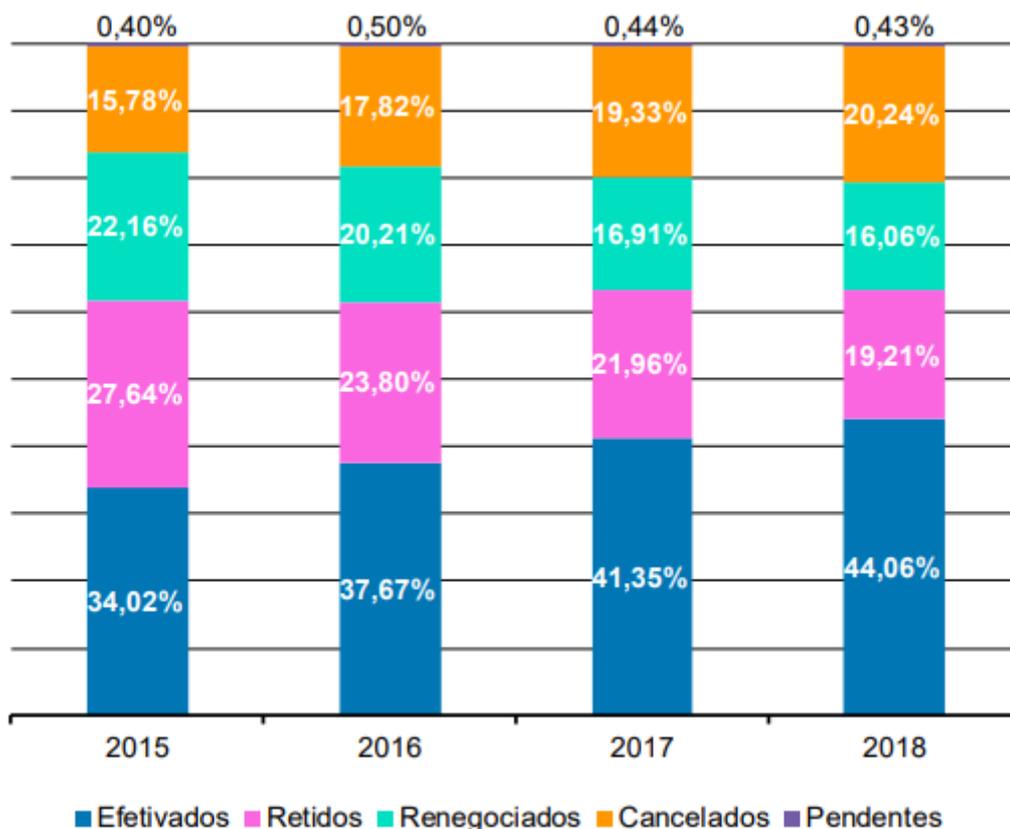
Gráfico 22 - Pedidos de portabilidade



Fonte: BCB

A queda e manutenção da Taxa Selic em patamar historicamente baixo contribuiu para esse aumento, ao permitir que as instituições melhorassem as condições originais dos contratos. A distribuição dos pedidos de portabilidade por situação continuou a exibir aumento das efetivações e diminuição das retenções, conforme Gráfico 22. A efetividade do instrumento, representada pelo total das efetivações e renegociações das condições originais com o credor original, foi de 60,2% (considerando todos os pedidos) ou 75,8% (quando desconsiderados os pedidos cancelados e pendentos).

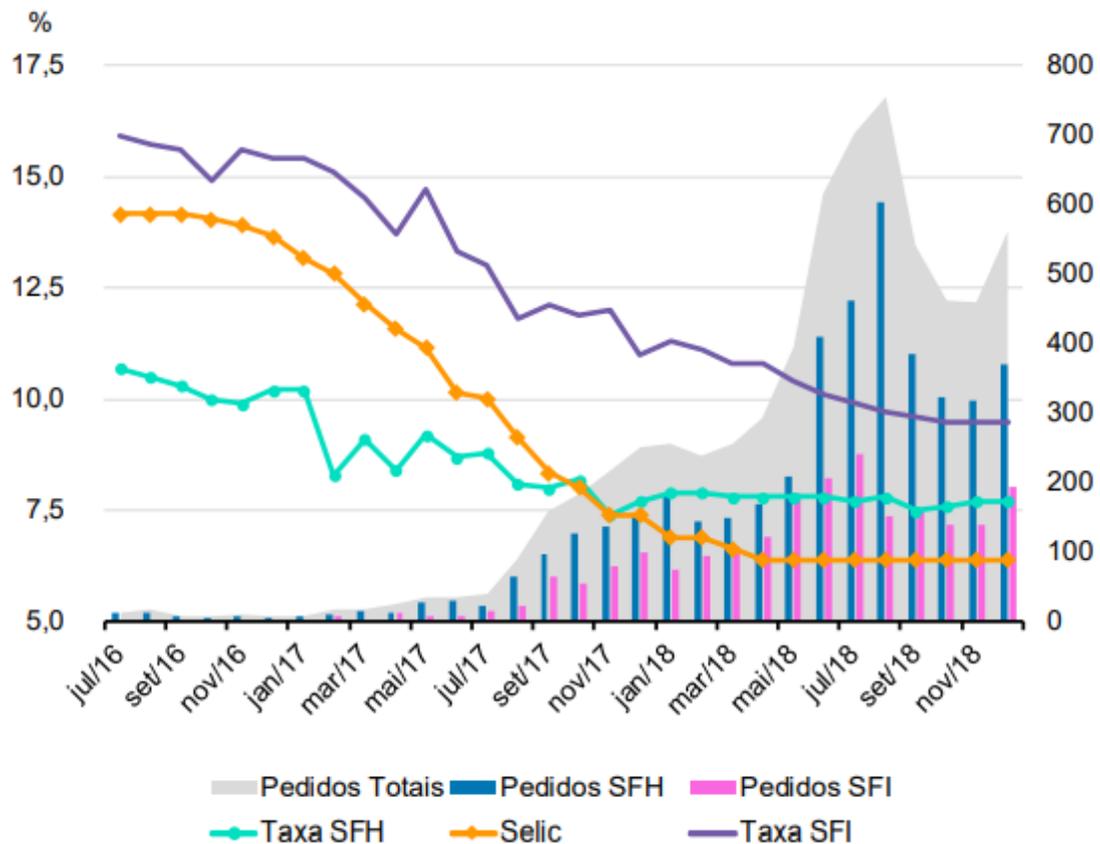
Gráfico 23 - Situação da portabilidade



Fonte: BCB

A principal modalidade portada permaneceu sendo a do crédito consignado, em razão de suas características e da atuação de intermediários financeiros. O consignado respondeu por 99,9% dos pedidos, 99,9% das efetivações e 97,8% do valor portado. Movimento significativo foi observado na modalidade do crédito imobiliário, onde a portabilidade tem pouca influência de intermediários financeiros, tendo o tomador do crédito como solicitante. Em virtude do perfil da dívida (de longo prazo e alto valor), a portabilidade pode resultar em maior economia, seja com a transferência do crédito seja com a renegociação com o credor original.

Gráfico 24 - Portabilidade Imobiliário



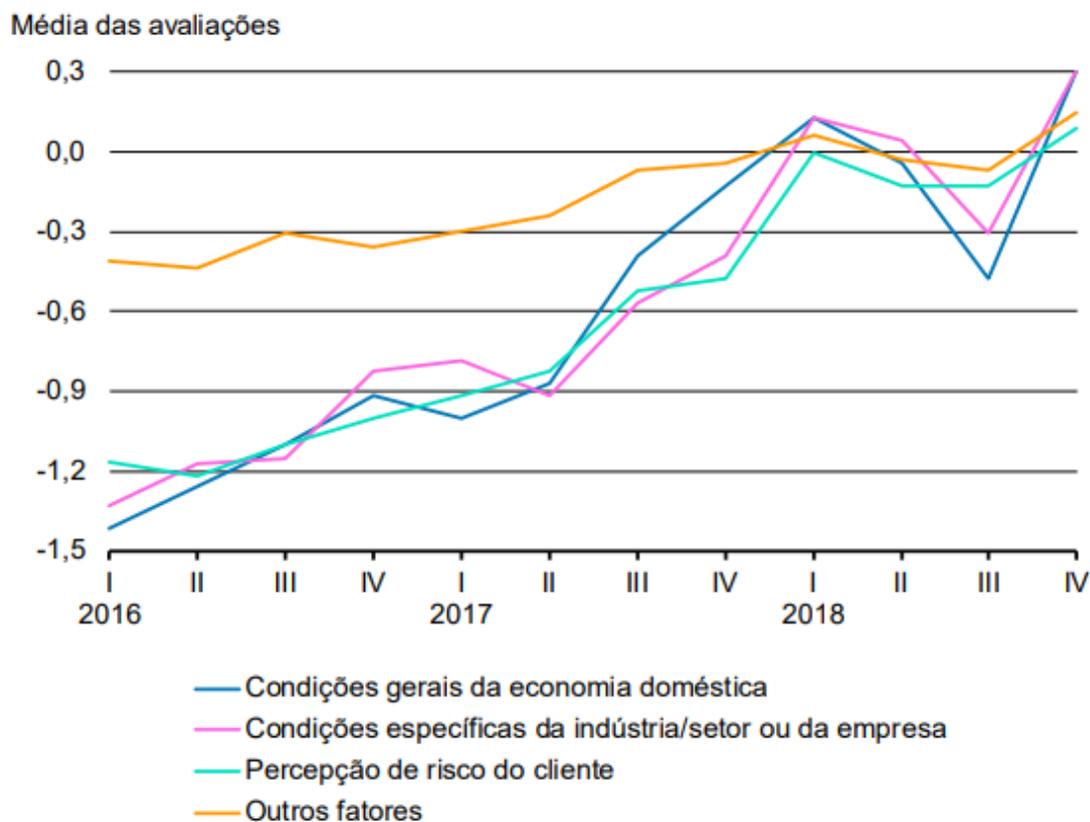
Fonte: BCB

Foram 5.535 pedidos em 2018 (aumento de 453,8% em relação a 2017), 1.475 efetivações (aumento de 1.155,6%) e R\$586 milhões de valor portado (aumento de 1.230,5%). Ainda assim, são números tímidos em relação ao potencial e aos números do consignado, representando apenas 0,1% do total de pedidos e 2,1% do valor total portado. Em relação às novas concessões de crédito imobiliário em 2018, a portabilidade desse tipo de financiamento representou menos de 1,0% do total. Comparativamente, no mesmo período, a portabilidade do crédito consignado totalizou mais de 14,0% do valor das novas concessões dessa modalidade. Os financiamentos via Sistema Financeiro da Habitação (SFH) representaram 67,3% dos pedidos de portabilidade no crédito imobiliário, 67,7% das efetivações e 46,1% do valor portado. Os pedidos de portabilidade provavelmente resultaram do aumento da disponibilidade e barateamento do principal funding do SFH, consequência da Selic mais baixa. De fato, em 2018 houve aumento dos depósitos na poupança e consequente crescimento do saldo

no Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). Por outro lado, com a Selic abaixo de 8,5% desde setembro de 2017, a regra de remuneração da poupança a 70,0% da meta da Selic ficou ativada, possibilitando a melhoria da taxa média ofertada nos financiamentos via SFH, que chegou a 7,5% em setembro de 2018 e fechou o ano em 7,7%. Os financiamentos com taxas de mercado pelo Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI) representaram 32,7% dos pedidos do imobiliário, 32,3% das efetivações e 53,9% do valor portado. Assim como no SFH, a queda da Selic e das taxas de longo prazo possibilitam barateamento do funding e espaço para melhoria das taxas, que caiu de 11,0% em dezembro de 2017 para 9,5% no mesmo mês de 2018, no mês de junho de 2019 foi possível observar 7,59%. Para apurar o resultado líquido da portabilidade para as instituições financeiras, subtrai-se do valor dos contratos recebidos como proponente o valor dos contratos cedidos como credor original. As instituições que compõem o Segmento S1 têm recebido ligeiramente mais operações do que perdido. Atuando como proponente, o S1 responde por 59,5% do valor total portado. Já no papel de credor original, a participação do S1 é de 58,0%.

As condições da oferta de crédito para as pessoas jurídicas melhoraram em 2018. Os diferentes fatores, que eram considerados restritivos pelas instituições financeiras em 2017, passaram a ser vistos de forma mais favorável.

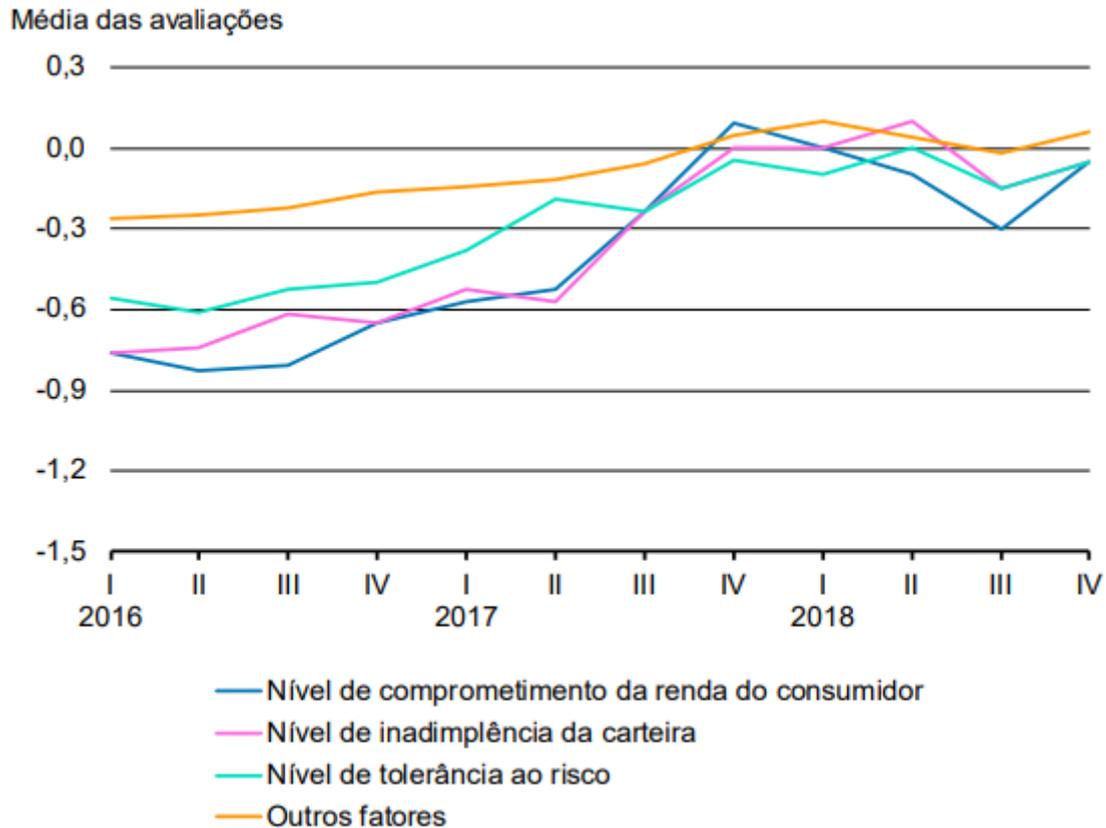
Gráfico 25 - Contribuição dos fatores de oferta de credito - PJ



Fonte: BCB

No segmento de grandes empresas, depois de oscilação no terceiro trimestre de 2018, todos os fatores de oferta de crédito passaram a ser considerados favoráveis à flexibilização, fenômeno observado pela primeira vez na Pesquisa Trimestral de Crédito realizada pelo Banco Central. No segmento de MPME, a melhora em 2018 foi de menor intensidade, com os fatores próximos à neutralidade ao final do ano. As condições de oferta de crédito para pessoas físicas apresentaram pouca variação em relação ao final de 2017, quando já se encontravam em níveis superiores aos do crédito para pessoas jurídicas.

Gráfico 26 - Contribuição dos fatores para oferta de crédito - PF

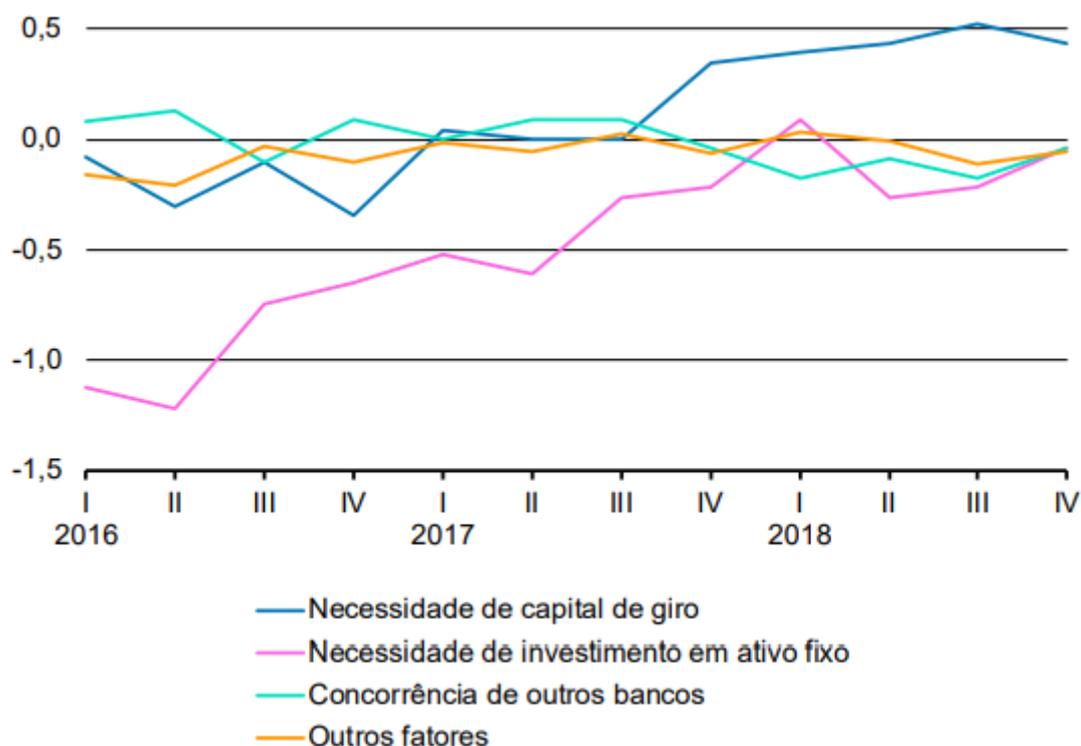


Fonte: BCB

As condições da demanda de crédito para as pessoas jurídicas não sofreram grandes alterações no último biênio. A necessidade de capital de giro permanece como o principal fator responsável pelo aumento de demanda por crédito, independentemente do porte da empresa. Os demais fatores encerraram o ano de 2018 sem contribuição notável para variação da demanda.

Gráfico 27 - Contribuição dos fatores para demanda de crédito - PJ

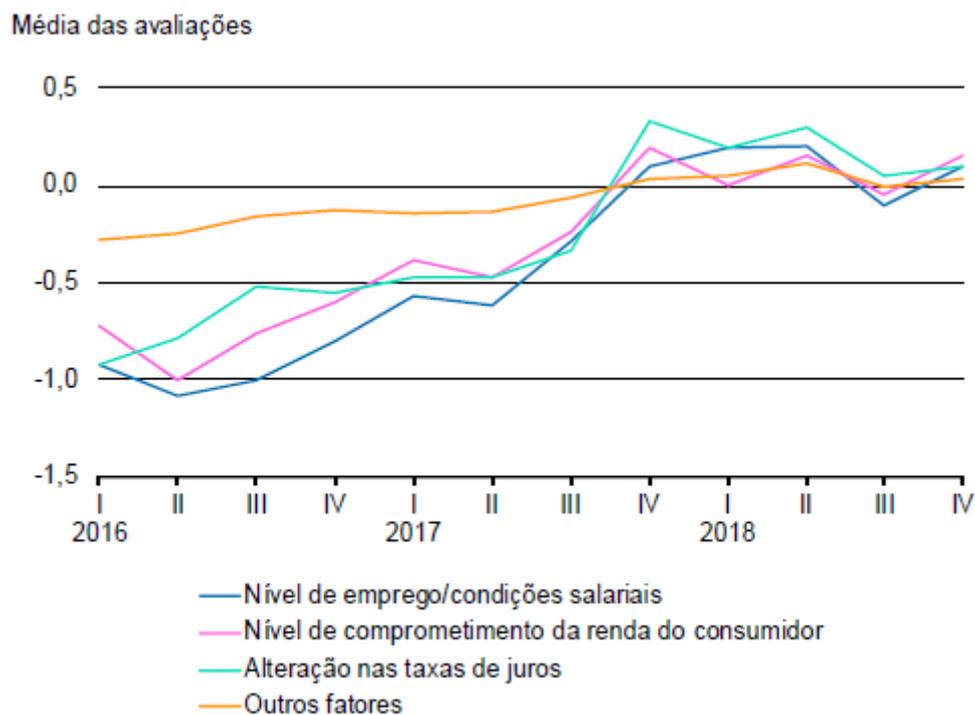
Média das avaliações



Fonte: BCB

Para o crédito para consumo de pessoas físicas, depois de uma significativa melhora ao longo de 2017, os fatores de demanda mantiveram, em 2018 e início de 2019, níveis semelhantes aos do final do ano anterior, levemente positivos ou próximos da neutralidade. Destaca-se a redução da contribuição do fator “alteração nas taxas de juros” ao longo de 2018.

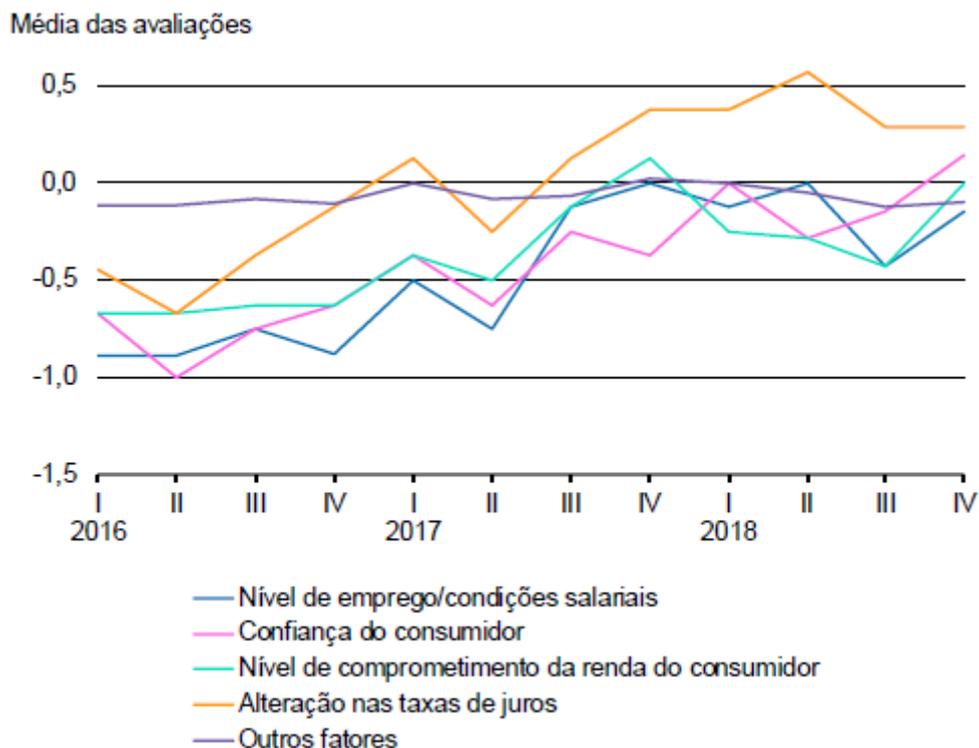
Gráfico 28 - Contribuição dos fatores de demanda de credito - PF



Fonte: BCB

No crédito habitacional para pessoas físicas, o fator “alteração das taxas de juros” manteve-se como o principal fator de aumento de demanda. A confiança do consumidor tornou-se um fator favorável ao aumento da demanda, ao passo que os demais fatores caíram ao longo do ano, com melhora no último trimestre, quando ficaram próximos à neutralidade.

Gráfico 29 - Contribuição dos fatores de demanda de credito - Credito Habitacional



Fonte: BCB

6.3 AVALIACAO DE EMPRESAS

6.3.1. Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado

Os bancos possuem em sua Demonstração de Resultado do Exercício, grandes linhas: as receitas de intermediação financeira, Despesas de Intermediação Financeira, Receitas e Despesas Operacionais, Provisão para Imposto de Renda, Reversão para Juros Sobre o Capital Próprio e Participações Minoritárias. As Receitas de Intermediação Financeira são aquelas que derivam das operações de crédito dos bancos, ou seja, aquelas que provêm dos recursos emprestados pelos bancos. As Despesas de Intermediação Financeira são aquelas que derivam dos depósitos dos bancos, ou seja, aquelas que provêm dos recursos tomados pelos bancos. As Receitas e Despesas Operacionais são aquelas que provêm de outras atividades dos bancos como prestação de serviços, tarifas, despesas de pessoal, tributárias, dentre outros. A provisão para Imposto de Renda é calculada com base nos rendimentos do banco e na alíquota de

imposto paga pelo banco. A Reversão para Juros Sobre o Capital Próprio é aquela em que foram revertidos lucros para remuneração aos acionistas por meio de Juros sobre Capital Próprio. Por fim, a linha de Participações Minoritárias que remuneram participações minoritárias do banco.

Os drivers, ou vetores de valor dos bancos, foram propostos com base na literatura observada e na observação dos demonstrativos financeiros dos bancos. A principal fonte de geração de riqueza dos bancos é com relação à diferença entre as receitas geradas por empréstimos e os custos pagos pela captação de recursos por meio de depósitos. Dessa forma foram utilizados como vetores de valor os componentes da margem financeira, que são as Receitas de Intermediação Financeira e as Despesas de Intermediação Financeira, que são gerados, respectivamente, pela Carteira de Crédito e pela Carteira de Depósitos dos bancos. A cobertura de despesas administrativas por receitas com serviços e/ou comissões tornou-se relevante nos últimos exercícios contábeis e foi considerada vetor de valor em conjunto a outro fator muito importante para os bancos, o nível das taxas de Juros correntes no mercado. Uma vez que os juros são a representação da remuneração pelo uso do dinheiro.

A primeira etapa da projeção ocorre pela receita, que neste caso é representada pela margem financeira bruta. Compreender seus componentes e como foram estimados é fundamental.

$$\textit{Margem Fin. Bruta} = \textit{Receitas da Inter. Fin.} - \textit{Despesas da Inter. Fin.}$$

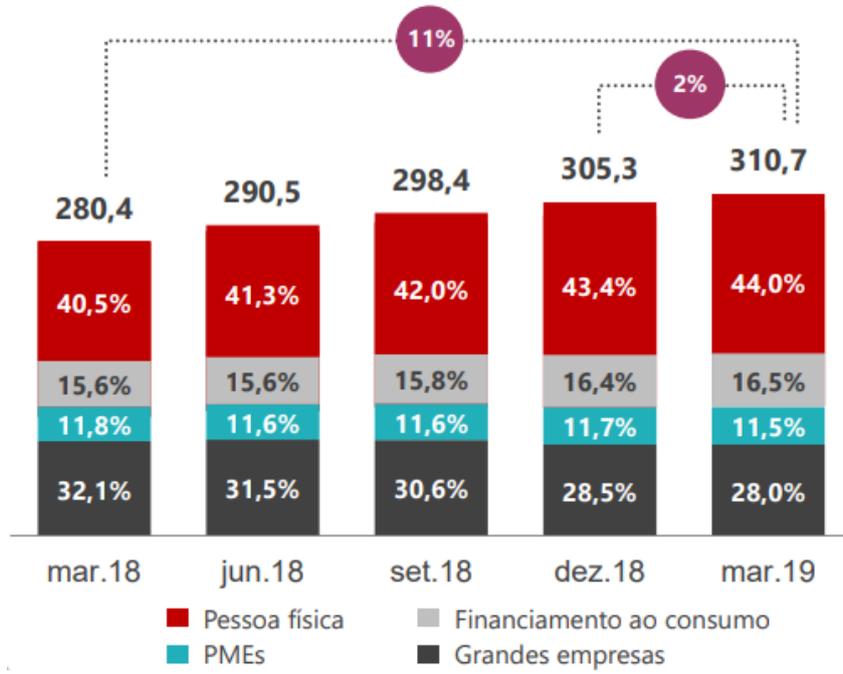
As receitas da intermediação financeira, por sua vez, desdobram-se em duas principais fontes de geração de valor ao Banco, as operações de crédito e as operações com títulos e Valores Mobiliários.

$$\textit{Operacoes de Credito} = \textit{Volume} * \textit{Spread}$$

$$\textit{Volume de Credito} = \textit{Carteira de Varejo} + \textit{Carteira de Atacado}$$

As instituições financeiras dividem suas carteiras de crédito entre suas origens de segmentação: Varejo ou Atacado, que no caso do Banco Santander correspondem a 72% e 28% respectivamente, posteriormente pela classificação do contratante, PF ou PJ, e então pelos grandes grupos de produtos.

Gráfico 30 - Carteira de crédito – em bilhões



Fonte: Banco Santander

Tabela 1- Carteira de crédito por produto - em milhões

	mar.19	mar.18	12M	dez.18	3M
Pessoa física	136.556	113.700	20,1%	132.565	3,0%
Leasing / veículos (*)	2.306	1.893	21,8%	2.229	3,4%
Cartão de crédito	30.631	24.422	25,4%	30.892	-0,8%
Consignado	35.630	28.449	25,2%	33.782	5,5%
Crédito imobiliário	33.283	29.117	14,3%	32.438	2,6%
Crédito rural	6.258	5.329	17,4%	6.101	2,6%
Crédito pessoal / outros	28.448	24.490	16,2%	27.122	4,9%
Financiamento ao consumo	51.421	43.611	17,9%	50.066	2,7%
Pessoa jurídica	122.737	123.086	-0,3%	122.628	0,1%
Leasing / veículos	3.253	2.852	14,1%	3.149	3,3%
Crédito imobiliário	3.797	5.802	-34,6%	4.099	-7,4%
Comércio exterior	26.457	24.256	9,1%	25.806	2,5%
Repasses	8.974	11.119	-19,3%	9.531	-5,8%
Crédito rural	5.426	6.271	-13,5%	5.733	-5,3%
Capital de giro / outros	74.830	72.787	2,8%	74.310	0,7%
Total	310.714	280.398	10,8%	305.260	1,8%

Fonte: Banco Santander

Conforme exposto na tabela acima, o Banco Santander possui concentrações relevantes na constituição do saldo da sua carteira de crédito, logo faz-se necessária a projeção das linhas que seguem abaixo.

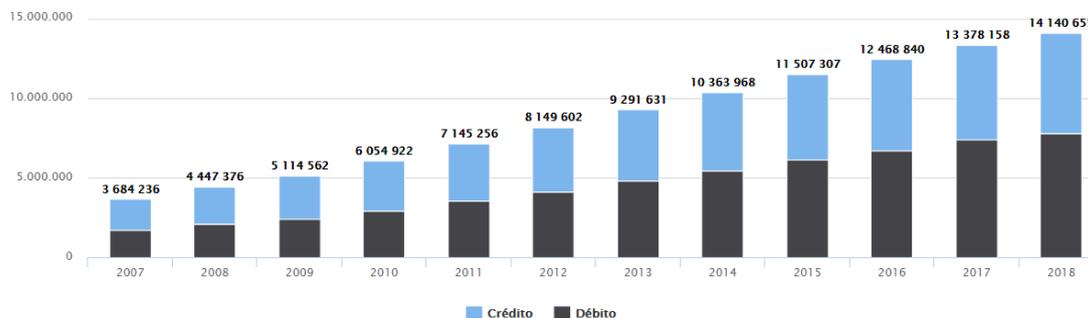
Cartão de Crédito

O saldo da carteira de cartões PF somou R\$ 30.631 milhões no 1T2019, crescimento de 25,4% em doze meses (ou R\$ 6.209 milhões) em função da expansão da base de clientes e da ampliação de serviços atrelados aos cartões e parcerias. Em três meses, o saldo da carteira reduziu 0,8%, impactada pelo efeito sazonal das vendas de final de ano. Com este crescimento a representatividade dos cartões de crédito cresceu de 24,4% em março de 2018 para 30,6% em março de 2019, tornando-se o maior resultado da carteira de PF, com R\$ 1 bilhão de receita no 1T2019. Ao considerarmos que a margem financeira bruta de crédito no primeiro trimestre foi de R\$ 7.314 milhões, apenas o produto Cartão de Crédito foi responsável por 13,67% do resultado.

Parte do aumento da representatividade deste produto no resultado do banco deve-se a condições macroeconômicas. O mercado de cartões cresceu em seus três

principais parâmetros: faturamento total, transações e participação no consumo das famílias.

Gráfico 31- Volume de transação - em milhares



Fonte: ABECS

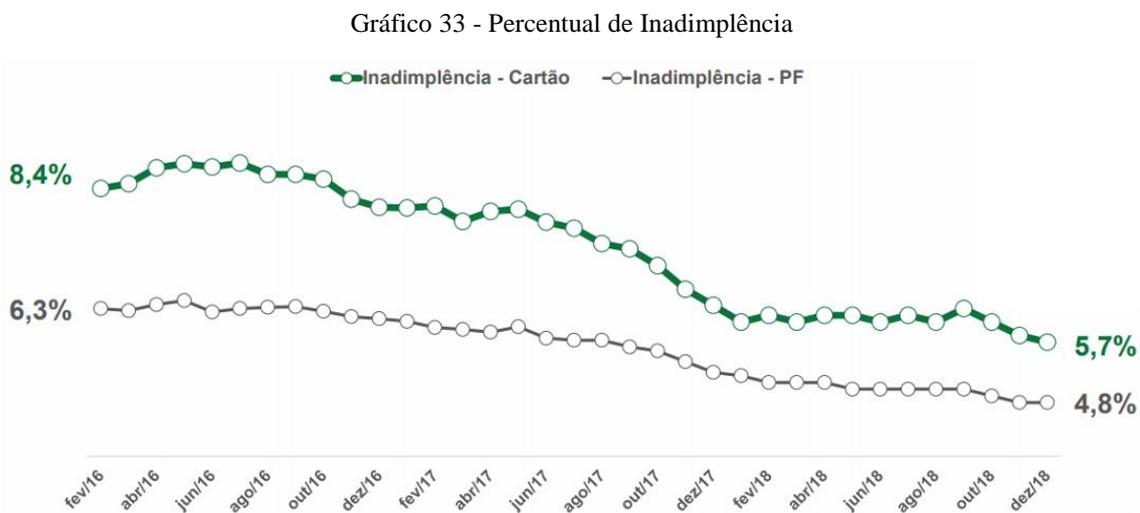
Gráfico 32 - Valor transacionado - em milhões



Fonte: ABECS

Como podemos observar de forma intuitiva, as series de faturamento e transação apresentam crescimento linear estável nos últimos 12 anos, tornando sua projeção de crescimento menos imprecisa. A principal contribuição para o crescimento acima da média histórica entre 2017 e 2018 trata-se da participação no consumo das famílias, que saiu de 34,6% no 4T2017 para 38% no 4T2018. Este nível de participação familiar resultou em um crescimento de faturamento total de 15,7% e 7,7% de transações totais no QoQ. Com base nestes indicadores de mercado pode-se concluir que o Banco Santander aumentou sua participação de mercado consideravelmente, uma vez que seu crescimento de faturamento total foi de 20,4% e 21,0% de transações totais quando analisado o mesmo período.

Este crescimento possui dois vetores: novos serviços com maior valor adicionado e maior apetite de risco. O Crediário Santander, aplicativo Santander Way e Santander Pass são exemplos dos principais serviços atrelados aos cartões de crédito que foram lançados ao longo de 2018. Apesar de aumentarem a vinculação dos clientes e conseqüentemente sua rentabilidade, para fins desta projeção estes serviços não serão capazes de proporcionar ganho de participação de mercado, entretanto são pilares para recorrência nos resultados já alcançados pelo Banco. O aumento no apetite de risco seguiu a tendência geral do mercado, conforme gráfico 33, os níveis de inadimplência tanto de PF quanto de Cartões de Crédito estão no menor patamar desde o início da série histórica, em 2011.



Fonte: ABECS

Para o ano de 2019 a Abecs projeta um crescimento no valor transacionado via cartão de crédito de 15,9%, acompanhado de um aumento na participação familiar, que deve chegar a 40% do total de pagamentos. Considerando que a 46 meses seguidos a base de clientes ativos do Banco Santander cresce de forma estável e a capacidade operacional já instalada e em crescimento, uma vez que o Banco está realizando um movimento contrário ao de seus principais concorrentes ao abrir novas agências em uma taxa muito superior a de fechamento de pontos físicos, projeta-se um ganho de participação de mercado no primeiro estágio do modelo de fluxo de caixa, enquanto no segundo estágio projetado o produto cartão de crédito seguirá o crescimento do mercado. O ganho de participação seguirá a tendência apresentada pelo Santander nos

últimos 4 trimestres, crescimento 35% superior ao crescimento do mercado. Logo projeta-se que no fim do primeiro estágio o Banco tenha 15% de participação de mercado, contra os atuais 13,3%.

Leasing / Veículos – PF

O Saldo do Crédito Bancário Brasileiro alcançou em março de 2019 o valor de R\$ 3.267,1 bilhões, representando 47,1% do PIB (estimado em R\$ 6.930,6 bilhões), registrando um acréscimo de 0,4% quando comparado a março de 2018. O saldo do crédito para aquisição de veículos pelas Pessoas Físicas e Jurídicas correspondeu a 3,1% do PIB, contra 2,7% no mesmo período do ano anterior, um aumento de 0,4%, representando 6,5% do total do crédito do SFN e 11,9% do total das operações de crédito de recursos livres. O Santander possui a maior participação de mercado, com 23,5%. A carteira de R\$ 51,4 bilhões esta dividida entre 88% veículos e 12% Outros bens, sendo o principal canal de distribuição a Financeira do grupo. Com mais de 55 anos de atuação no mercado brasileiros e 27,7 mil clientes intermediários ativos a financeira ganha participação de mercado de forma consistente porem a taxas decrescentes. Em 2018 foram realizadas novas Joint Ventures e White Label que demonstram a capacidade de manter a participação e resultados. O grupo atua como banco de montadora para as seguintes marcas: Hyundai, Nissan, Peugeot, Renault e Citroen, além de ser a principal financiadora das marcas Subaru, Volvo, CAO A Chery e KIA através dos contratos de White Label.

Segundo a Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (ANFAVEA) a retomada do crescimento de produção, licenciamento e exportação de veículos iniciou em 2018 e deve perdurar até 2020. Para 2019 a Associação projeta um crescimento de 9,0% na Produção de veículos e 11,4% no licenciamento. A Associação Nacional das Empresas Financeiras das Montadoras (ANEF), por sua vez, projeta um crescimento no saldo de financiamentos de autoveículos e motocicletas de 11,8% para 2019. Foi utilizado, para o primeiro exercício projetado, a taxa de crescimento da ANEF para o saldo da carteira de financiamentos de veículos/leasing de marco de 2019. Tendo como pressuposto para os demais exercícios que a financeira do grupo Santander irá manter sua participação de mercado e spread estável, a carteira de financiamento de veículos seguirá como vetor de valor do Banco Santander.

A taxa final, porém, possui tendência de queda para os próximos exercícios. Esta projeção é fundamentada na correlação positiva entre as series históricas da taxa Selic e a taxa média de juros das operações de aquisição de veículos do mercado, conforme gráfico 34.

Gráfico 34 - Series histórica Selic vs Financiamento Veículos



Fonte: BCB

Consignados – PF

A participação de mercado em carteira de crédito atingiu 10,2% (+1,4% YoY). Os canais digitais são um dos principais veículos de originação de crédito que, nesse trimestre, expandiu 27% QoQ o número de contratos realizados. A carteira de crédito de consignado atingiu R\$ 35.630 milhões em março de 2019, aumento de 25,2% em doze meses (ou R\$ 7.182 milhões) e 5,5% em três meses.

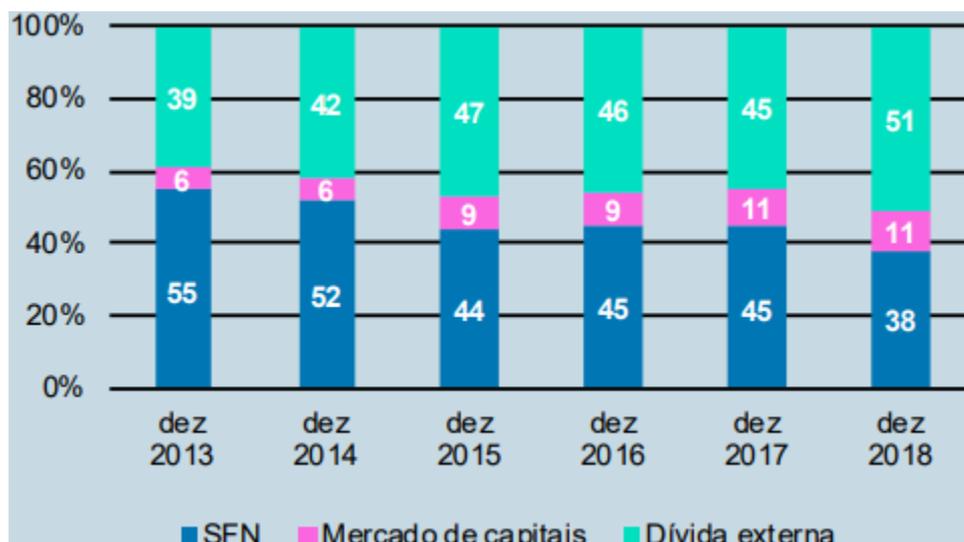
Com a tendência de queda no desemprego e forte atuação de conquista de folhas de pagamento projeta-se um aumento de participação de mercado para o próximo

biênio. Para os demais exercícios projetados o crescimento do saldo de consignado seguirá o de mercado.

Credito PJ

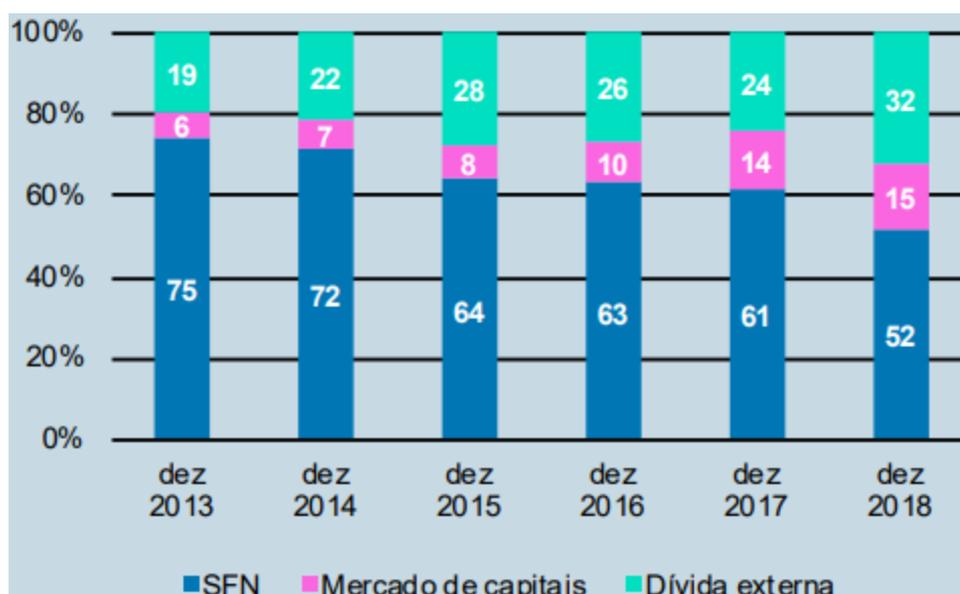
Analisando a composição do crédito ampliado às empresas, nota-se que a participação do SFN no crédito para as MPMEs tem se reduzido gradativamente, embora ainda seja sua principal fonte de financiamento (65% em média). Nas grandes empresas, a participação do crédito do SFN também apresenta tendência de queda, passando de 55% em 2013 para 38% em 2018. As fontes de financiamento no mercado externo e no mercado de capitais cresceram em importância tanto para as grandes empresas quanto para as MPMEs. No que concerne às captações externas, a participação nas grandes empresas aumentou de 39% em 2013 para 51% em 2018. Nas MPMEs, verifica-se uma variação similar em pontos percentuais, com a participação passando de 19% para 32%. Em grande parte, esse aumento decorre da depreciação cambial. Para o mercado de capitais brasileiro, a participação nas grandes empresas aumentou de 9% para 17% no mesmo período, enquanto que nas MPMEs o aumento foi de 6% para 15%.

Gráfico 35 - Composição do crédito ampliado - Grandes Empresas



Fonte: BCB

Gráfico 36 - Composição do crédito ampliado - MPMEs



Fonte: BCB

Para 2019, as medianas das expectativas das instituições financeiras, coletadas em março pelo Banco Central, indicam aumento de 5,5% no saldo de crédito para grandes empresas; elevação de 5,0% para MPMEs. Portanto, as expectativas das instituições financeiras são de que o crescimento do crédito para pessoas jurídicas seja superior ao verificado em 2018, nos dois segmentos considerados. Em relação às expectativas de inadimplência, as medianas apontam para 1,8% de inadimplência no

segmento de crédito para grandes empresas; 3,0% para micro, pequenas e médias empresas. As projeções do BCB para 2019 são de crescimento de 7,2% do saldo total de crédito, com aumento de 12,5% do saldo de crédito com recursos livres e de 0,8% do saldo de crédito com recursos direcionados.

No exercício de 2018 o Santander apresentou crescimento de 11% na sua carteira de crédito, aumentando assim sua participação de mercado. Para os próximos dois exercícios projeta-se que este movimento continue, impulsionado tanto pela eficiência operacional quanto pelo enfraquecimento de participação no mercado de crédito dos bancos públicos. O modelo deste estudo, após este período, considera um crescimento paralelo ao de mercado, uma vez que há evidências que suportam a capacidade do grupo Santander em manter sua participação no segmento PJ de Grandes Empresas e MPMEs.

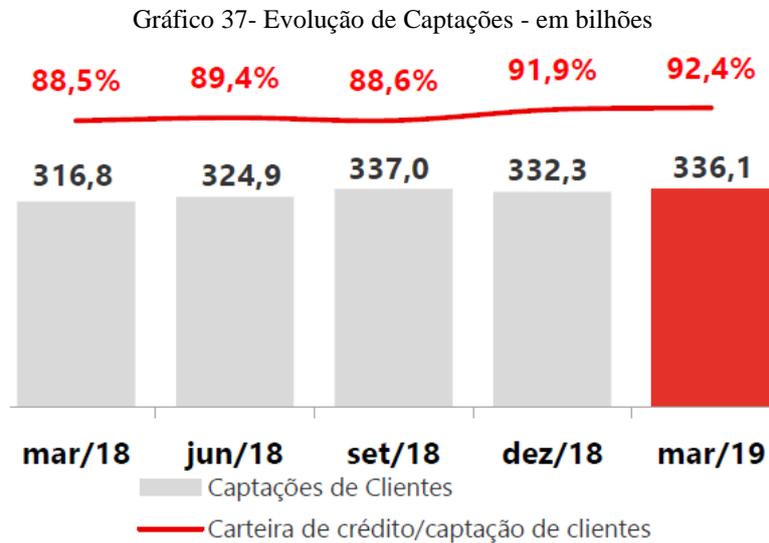
Saldo Passivos – PF ePJ

As captações atingiram R\$336.119 milhões no final de março de 2019, expansão de 6,1% em doze meses, grande parte explicada pelo aumento de depósitos a prazo e poupança, que cresceram 16,1% e 11,6% no mesmo período, respectivamente. Em três meses, as captações aumentaram 1,2% em função, principalmente, de debêntures, LCI e LCA.

CAPTAÇÃO (R\$ milhões)	mar/19	mar/18	Var. 12M	dez/18	Var. 3M
Depósitos à vista	17.940	16.799	6,8%	18.832	-4,7%
Depósitos de poupança	46.211	41.409	11,6%	46.068	0,3%
Depósitos a Prazo	185.096	159.378	16,1%	184.098	0,5%
Debêntures/LCI/LCA/LIG ¹	48.791	59.651	-18,2%	46.366	5,2%
Letras Financeiras ²	38.081	39.581	-3,8%	36.889	3,2%
Captação de Clientes	336.119	316.818	6,1%	332.254	1,2%

A relação entre a carteira de empréstimos e a captação de clientes alcançou 92,4% em março de 2019, crescimento de 3,9% em doze meses e 0,6%, em três meses. A métrica de liquidez ajustada ao impacto dos compulsórios e ao funding de médio /

longo prazo atingiu 92,4% em março de 2019, crescimento de 3,7% em doze meses e 0,6% em três meses. O banco encontra-se em confortável situação de liquidez, com fontes de captação estáveis e adequada estrutura de funding.

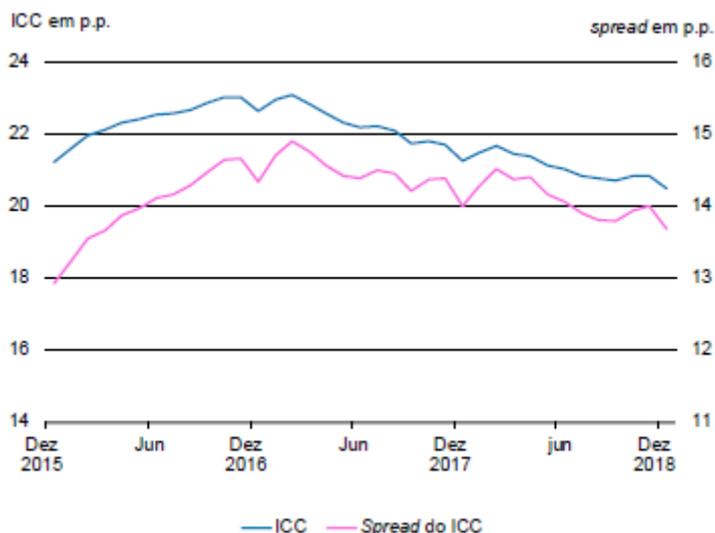


Considerando o comprometimento da renda das famílias e a lenta retomada no índice de desemprego projeta-se um pequeno crescimento na carteira de captação do mercado. Para o Santander, porém, foi estimado um crescimento de mercado, sem ganho de participação, uma vez que as instituições intermediadoras seguem ganhando participação de mercado em captações, principalmente as de médio/longo prazo.

Spread Ativos

O Indicador de Custo do Crédito (ICC), que passou a ser divulgado pelo Banco Central do Brasil em abril de 2017, estima o custo médio, sob a ótica do tomador, de todas as operações de crédito ainda em aberto no sistema, independentemente da data de contratação do crédito. Portanto, o ICC incorpora informações tanto de contratos recém-firmados quanto de contratos mais antigos ainda vigentes. O Gráfico 38 mostra a evolução do ICC e do seu *spread* em relação ao custo de captação, calculado entre dezembro de 2015 e dezembro de 2018. Em geral, o ICC e seu *spread* aumentaram até o final de 2016, entrando em trajetória declinante a partir do início de 2017, em linha com o processo de flexibilização monetária iniciado em outubro de 2016.

Gráfico 38 - ICC vs Custo de Captação

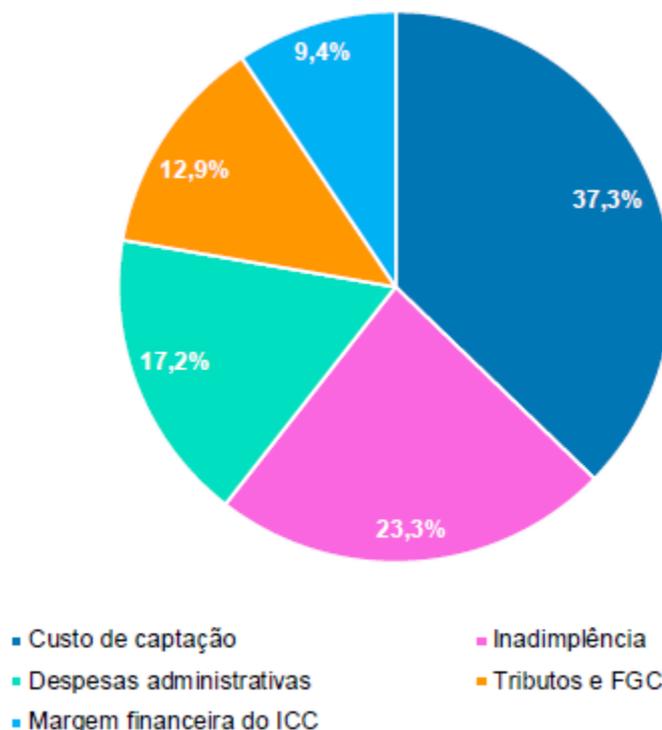


Fonte:BCB

A decomposição do ICC objetiva identificar e mensurar os principais fatores que determinam o custo do crédito para os tomadores. Ao dividirmos em 5 grandes componentes: custo de captação, inadimplência, despesas administrativas, tributos e FGC e margem financeira do ICC, conseguimos mensurar seu fator mais determinante e projetar estimativas de spread menos imprecisas.

A contribuição do custo de captação, em pontos percentuais para o ICC, diminuiu em 2018, refletindo, conforme mencionado acima, a flexibilização monetária. A da inadimplência teve queda significativa, principalmente quando comparada com 2017. Já a contribuição de tributos teve leve aumento em 2018 decorrente de uma maior rentabilidade das operações de crédito. Por sua vez, a margem financeira do ICC teve crescimento relevante em 2018. Em síntese, a queda no ICC em 2018 em relação ao ano anterior (de 0,99%) foi explicada pela redução do custo de captação (variação de -0,73% na contribuição) e da inadimplência (variação de -0,74%), contraposta parcialmente pelo aumento de tributos (variação de 0,18%) e da margem financeira (variação de 0,28%). A contribuição das despesas administrativas ficou relativamente constante (variação de 0,02%).

Gráfico 39 - Decomposição do ICC – média de 2016 a 2018



Fonte: BCB

A partir do ICC, é possível calcular o seu *spread*. Para isso, exclui-se do ICC a parcela correspondente ao *Custo de captação*. A decomposição do *spread* permite identificar os fatores que determinam o custo do crédito para os tomadores, deixando de fora os efeitos das condições de mercado relacionadas ao custo de captação de recursos, como o nível da taxa de juros do SELIC.

Considerando valores médios entre 2016 e 2018, o componente de inadimplência respondeu por 37,2% do *spread* do ICC, seguido por *Despesas administrativas* (27,4%), *Tributos e FGC* (20,6%) e, por último, *Margem financeira do ICC* (14,9%). A comparação de 2018 com 2017 é similar à realizada para o ICC. No caso do *spread*, o principal fator para a queda, de 0,26%, foi a substancial redução da contribuição da inadimplência, -0,74%, contrabalançada em parte por *Tributos e FGC* (aumento de 0,18%) e *Margem financeira do ICC* (acréscimo de 0,28%).

Conforme já mencionado, a inadimplência, tanto da PF quanto da PJ, está em queda desde abril de 2016 e irá manter esta tendência ainda nos próximos trimestres.

Devido sua alta contribuição no spread dos ativos projeta-se que para os próximos 2 exercícios ela seguirá pressionando a queda do valor de ICC, possibilitando um aumento na margem financeira, após isto devido à incerteza das estimativas socioeconômicas projeta-se estabilidade no nível de inadimplência. Graças ao investimento em tecnologia a eficiência operacional cresceu nos últimos trimestres e deve seguir contribuindo para que o custo da unidade de crédito seja cada vez menor, sob ótica operacional. Apesar de estarmos em um momento de extrema liquidez no mercado financeiro, onde a oferta de crédito ainda é superior a demanda, projeta-se para os próximos dois exercícios um aumento no spread devida característica dos ativos de PF serem prefixados e os passivos serem pós fixados. Este aumento de spread considera uma taxa Selic para 2020 de 5,5%, conforme relatório Focus previamente mencionado, porém após 2020 projeta-se estabilidade no nível de spread dos ativos.

Spread Passivos

De todos os vetores de geração de valor o spread dos passivos pode ser considerado o mais estável e conseqüentemente apresenta menor probabilidade de erro de projeção. Nos últimos 12 trimestres o spread de mercado ficou entre 1,1% e 1,5% sobre a taxa DI, para efeitos de projeção utilizou-se a média móvel do spread observado dos três últimos trimestres: 1,3%.

O depósito compulsório, porém, exerce papel fundamental nas estimativas de receita dos passivos bancários e adiciona volatilidade as projeções. Por ser uma das ferramentas de política monetária do Banco Central para corrigir eventuais disfunções apresentadas pelo mercado e alinhar com os interesses gerais do governo sua projeção também se torna importante. Para este estudo foi considerado que as atuais taxas permanecerão estáveis em todos os exercícios projetados, na tabela abaixo seguem os valores considerados.

Gráfico 40 - Regras do Compulsório - BCB

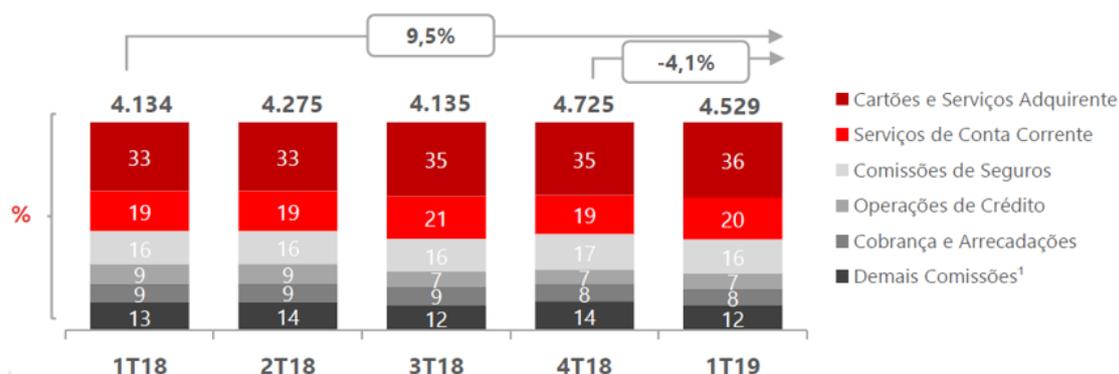
Tipo de Depósito Direcionamento	Taxa		
	Antes da Crise de 2008	Durante a Crise	Atual
Depósito à vista			
Depósito Compulsório	45%	42%	21%
Depósito Compulsório - adicional	8%	5%	0%
Crédito Rural	25%	30%	30%
Microcrédito	2%	2%	2%
"Funding" livre	20%	21%	47%
Poupança			
Financiamento Imobiliário	65%	65%	65%
Depósito Compulsório	20%	20%	20%
Depósito Compulsório - adicional	10%	10%	-
"Funding" livre	5%	5%	15%
Depósitos a Prazo			
Depósito Compulsório	15%	14%	33%
Depósito Compulsório - adicional	8%	4%	-
"Funding" livre	77%	82%	67%

Fonte: Banco Santander

Serviços Principais

As receitas de prestação de serviços e tarifas bancárias totalizaram R\$ 4.529 milhões no primeiro trimestre de 2019 o que representa um incremento de 9,5% em doze meses (ou R\$ 395 milhões), resultado do aumento da base de clientes e vinculação. Em três meses, essas receitas caíram 4,1% em razão da sazonalidade principalmente em seguros e cartões, menor atividade com o mercado de capitais, dentre outras.

Gráfico 41- Contribuição dos Serviços



Fonte: BCB

As receitas com serviços de conta corrente somaram R\$ 910 milhões no primeiro trimestre de 2019 aumento de 14,0% em doze meses e 2,7% em três meses, esse desempenho em ambos os períodos é resultado do crescimento contínuo da base de clientes. As comissões com cartões e serviços adquirente alcançaram R\$ 1.639 milhões no trimestre, alta de 20,5% em doze meses. Em três meses, essas receitas reduziram 0,6% devido ao efeito sazonal das vendas de final de ano.

As comissões com seguros atingiram R\$ 739 milhões no trimestre, alta de 11,6% em doze meses, beneficiada, em parte, pela evolução da carteira de crédito. Em três meses, essas receitas caíram 8,6% decorrente da maior concentração de renovações de apólices no quarto trimestre do ano. As comissões de cobrança e arrecadações somaram R\$ 375 milhões no primeiro trimestre de 2019 incremento de 0,5% em doze meses e queda de 5,9% em três meses

As comissões com operações de créditos e garantias prestadas totalizaram R\$ 324 milhões no trimestre, queda de 15,9% em doze meses, em razão de revisão de tarifas de acordo com diretrizes de mercado. As comissões de serviços de colocação de títulos, custódia e corretagem alcançaram R\$ 192 milhões no primeiro trimestre de 2019 incremento de 18,7% em doze meses, influenciado pelas receitas de intermediação e assessoria financeira. Em três meses, as comissões reduziram 21,6% influenciadas pelas comissões de colocação de títulos devido à menor atividade com o mercado de capitais.

Tabela 2 - Receitas de Prestação de Serviços

	1T19	1T18	Var. 12M	1T19	4T18	Var. 3M
Cartões e Serviços Adquirente	1.639	1.360	20,5%	1.639	1.650	-0,6%
Comissões de Seguros	739	662	11,6%	739	808	-8,6%
Serviços de Conta Corrente	910	798	14,0%	910	885	2,7%
Receitas de Administração de Fundos, Consórcios e Bens	251	252	-0,3%	251	246	2,1%
Operações de Crédito e Garantias Prestadas	324	386	-15,9%	324	327	-0,8%
Cobrança e Arrecadações	375	373	0,5%	375	399	-5,9%
Serviços de Colocação de Títulos, Custódia e Corretagem	192	162	18,7%	192	245	-21,6%
Outras	99	143	-30,9%	99	165	-40,1%
Total	4.529	4.134	9,5%	4.529	4.725	-4,1%

Fonte: Banco Santander

Projeta-se um incremento regular na receita de comissões impulsionado no curto prazo pelo serviço de cartões e adquirencia e no longo prazo pelos serviços de conta corrente e comissões de seguro, assim o incremento total não sofrera variações ao longo dos exercícios projetados.

A crescente concorrência de players já estabelecidos no mercado de adquirencia e a criação exponencial de startups voltadas a facilitação dos meios de pagamento são evidencias de que o ganho de participação de mercado da Getnet não será perene por razoes de mercado. A transacionalidade do serviço de adquirencia atrelada ao foco em ganho de participação no mercado de folha de pagamento embasam a projeção de aumento de receita nos serviços de conta corrente no longo prazo. O custo das conquistas e renovações de FOPAs foi reduzido graças a política do grupo Santander de não oferecer “bid” pelo serviço, pratica de mercado comum, porem foi compensado com isenções no seu pacote de tarifas por períodos mais extensos que chagam a 18 meses, diminuindo o potencial de receita dos serviços de conta corrente. Uma vez que os contratos de folha de pagamento possuem vigência mínima de 5 anos é seguro projetar incremento em comissões relacionadas aos novos correntistas conquistados por este serviço.

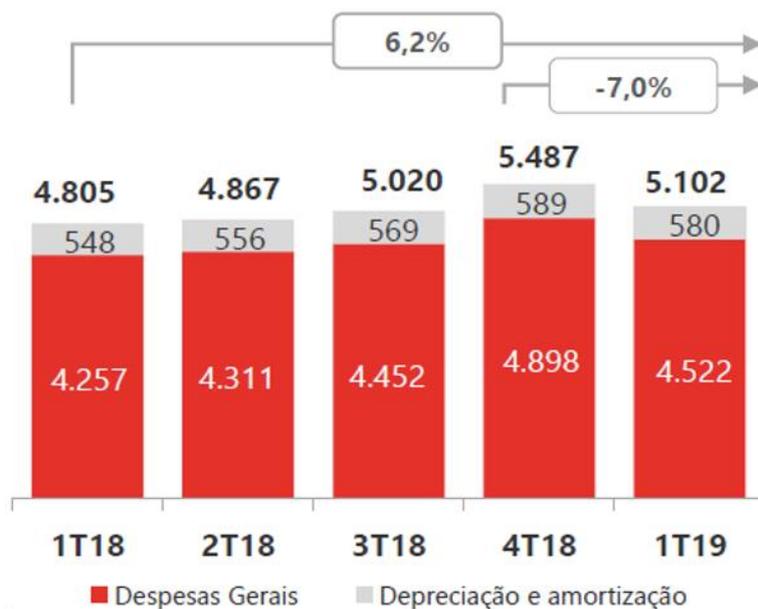
Em 2018 o Grupo Santander anunciou uma nova joint-venture com a Lockton, corretora de seguros com presença global e já consolidada no mercado. Inicialmente atendendo penas as PJ do segmento Varejo e Atacado o impacto no resultado de comissões de seguros ainda não ocorreu, porem devido ao tamanho do mercado de seguros brasileiro e a baixíssima participação do Banco Santander a conta de comissões

de seguros apresenta o maior potencial de crescimento dentre todos serviços ofertados pelo banco. Para fins de projeção foi adotado uma postura conservadora ao considerar 3 anos de consolidação da oferta e ajustes internos de sistema e processos para que então os resultados desta parceria sejam representativos. Assim, como exposto anteriormente, a dinâmica dos diferentes serviços geradores de comissão ao Grupo Santander deve estabilizar seu crescimento de resultado, este projetado em 9,5% para cada exercício.

Despesas

As despesas gerais, incluindo depreciação e amortização, totalizaram R\$ 5.102 milhões no trimestre, crescimento de 6,2% em doze meses (ou R\$ 297 milhões), influenciadas pelas maiores despesas com serviços técnicos especializados e de terceiros e com processamento de dados. Em três meses, as despesas gerais reduziram 7,0%.

Gráfico 42- Evolução das Despesas



Fonte: Banco Santander

As despesas administrativas e de pessoal, excluindo depreciação e amortização, atingiram R\$ 4.522 milhões no trimestre, expansão de 6,2% em doze meses e queda de 7,7% em três meses. As despesas com pessoal, incluindo PLR, somaram R\$ 2.319 milhões no primeiro trimestre de 2019, aumento de 0,4% em doze meses, em função do

aumento da despesa com remuneração, alinhada à meritocracia e ao desempenho de nossos negócios. Em três meses, essas despesas reduziram 2,9% explicadas, em grande parte, pelas maiores despesas com remuneração variável que se concentram no quarto trimestre do ano. As despesas administrativas, excluindo depreciação e amortização, alcançaram R\$ 2.203 milhões no trimestre, alta de 13,1% em doze meses devido às (despesas com serviços técnicos especializados e de terceiros associadas principalmente a contratação de serviços de tecnologia para projetos corporativos e despesas com processamento de dados para suportar o elevado patamar de transacionalidade dos clientes. Em três meses, essas despesas administrativas reduziram 12,2% atribuídas aos gastos com processamento de dados e menores gastos com propaganda, promoções e publicidade, devido a concentração de ações comerciais promovidas no trimestre anterior. As despesas de depreciação e amortização somaram R\$ 580 milhões no trimestre, crescimento de 5,8% em doze meses e queda de 1,6% em três meses.

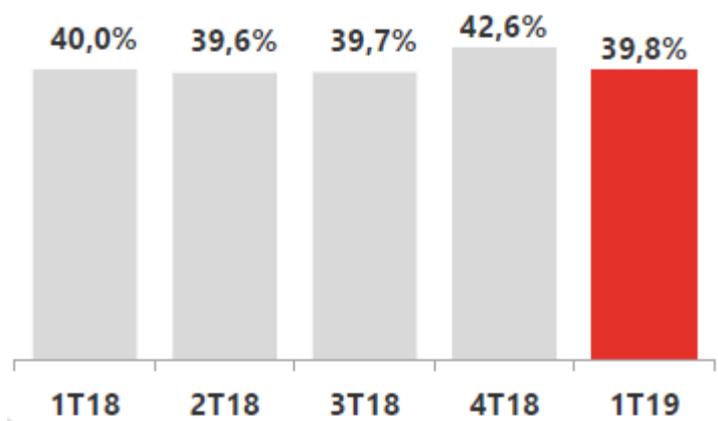
Tabela 3 - Abertura das Despesas

	1T19	1T18	Var. 12M	1T19	4T18	Var. 3M
Serviços técnicos especializados e de terceiros	589	515	14,3%	589	668	-11,8%
Propaganda, promoções e publicidade	133	99	33,3%	133	243	-45,4%
Processamento de dados	582	518	12,3%	582	703	-17,2%
Comunicações	101	104	-2,8%	101	111	-9,1%
Aluguéis	194	181	7,6%	194	184	5,8%
Transporte e viagens	43	40	5,8%	43	45	-4,9%
Segurança e vigilância	159	154	3,4%	159	144	11,0%
Manutenção e conservação de bens	55	59	-6,8%	55	54	3,1%
Serviços do Sistema Financeiro	76	78	-2,3%	76	99	-22,8%
Água, Energia e Gás	58	49	17,0%	58	51	14,2%
Material	12	13	-9,8%	12	25	-52,6%
Outras	201	137	47,3%	201	185	8,6%
Subtotal	2.203	1.948	13,1%	2.203	2.511	-12,2%
Depreciação e amortização ¹	580	548	5,8%	580	589	-1,6%
Total Despesas Administrativas	2.783	2.496	11,5%	2.783	3.100	-10,2%
Remuneração ²	1.519	1.489	2,0%	1.519	1.591	-4,6%
Encargos	414	445	-6,9%	414	416	-0,5%
Benefícios	371	362	2,7%	371	355	4,6%
Treinamento	12	11	7,6%	12	22	-45,8%
Outras	3	2	21,1%	3	2	23,9%
Total Despesas com Pessoal	2.319	2.309	0,4%	2.319	2.387	-2,9%
Despesas Administrativas + Despesas de Pessoal (exclui depreciação e amortização)	4.522	4.257	6,2%	4.522	4.898	-7,7%
Total Despesas Gerais	5.102	4.805	6,2%	5.102	5.487	-7,0%

Fonte: Banco Santander

O índice de eficiência atingiu 39,8% no primeiro trimestre de 2019 redução de 0,2% em doze meses e 2,8% em três meses. Esse desempenho pode ser atribuído ao crescimento das receitas que segue com ritmo superior ao das despesas. Esse resultado evidencia o objetivo interno de aumentar a produtividade e o controle de custos. Projeta-se que o Banco Santander siga ganhando eficiência por mais 2 anos, para os demais exercícios a relação Comissões/Despesas será estável.

Gráfico 43- Índice de Eficiência



Fonte: Banco Santander

Os drivers seriam, portanto, a carteira de crédito do banco, a carteira de depósitos do banco, a margem de rentabilidade da carteira de crédito do banco, a margem de custo dos depósitos do banco e por fim as taxas de juros do mercado.

A projeção dos Balanços Patrimoniais foi feita de acordo os Balanços Patrimoniais de quatro anos anteriores ao ano de análise e foram projetados cinco anos posteriores ao ano de análise. Os passos para as projeções dos cinco anos posteriores ao ano de análise foram o agrupamento de contas do balanço e projeção das linhas com base nas projeções individuais dos vetores, e com base na média móvel dos últimos 3 períodos para as demais contas sem projeção específica.

O Valuation foi feito a partir do fluxo de dividendos projetado e do CAPM, sendo o fluxo de dividendos a projeção de fluxos futuros e o CAPM a taxa de desconto do fluxo. Foram obtidos, para cada ano de análise, os dividendos por ação, dividindo a estimativa do valor dos dividendos pela quantidade de ações em circulação do banco.

Os dividendos por ação foram convertidos de reais para dólares americanos e descontados pelo CAPM calculado, chegando ao valor presente dos fluxos projetados em dólares. Os valores presentes foram convertidos para reais de acordo com a cotação de R\$/US\$ da data do cálculo. Foi calculada uma perpetuidade para o fluxo de acordo com a fórmula com crescimento apresentada no Referencial teórico. O crescimento utilizado foi extraído das premissas macroeconômicas, sendo adotado como crescimento na perpetuidade as estimativas medias do PIB. O valor do dividendo utilizado foi calculado com base no Lucro Líquido do último ano projetado no fluxo, porém com payout de 50%, pois conforme divulgado pelo Grupo Santander no seu site de RI e no F20, o objetivo do grupo é distribuir próximo a 50% do Lucro Líquido em forma de Dividendo+JCP todos os anos.

A taxa de desconto foi do CAPM. A perpetuidade também foi calculada em dólar e convertida para reais após ter sido trazida a valor presente. O CAPM foi calculado com base nos seguintes dados:

- Taxa Livre de Risco: Treasury de 10 anos americano.
- Prêmio de Risco de Carteira: 6% (Boletim de Riscos, CVM).
- Beta: Calculado com base nas cotações de dois anos das ações do banco = 1,12.
- Risco Brasil: Somado ao final do cálculo do CAPM.

O CAPM utilizou os treasuries de 10 anos como taxa livre de risco, pois se assumiu que esse seria o custo de oportunidade de um banco e porque os fluxos seriam descontados em dólares norte americanos. O prêmio de risco de mercado é estimado em 6% pelo somatório dos seguintes riscos: Risco de Mercado, Risco de Liquidez, Apetite pelo Risco, Risco de Credito. Estes calculados pela CVM e disponibilizados no Boletim de Riscos de maio de 2019. O risco Brasil foi adicionado para representar um prêmio de risco adicional pelo banco estar sediado no Brasil e dessa forma representar um adicional de prêmio sistêmico ao custo de oportunidade, no primeiro estágio do DDM foi considerado o EMBI + Risco Brasil com prazo de 2,5 anos conforme cotação de mercado no dia 26/06/2019. Para o segundo estágio foi considerado o spread do título de 10 anos do tesouro brasileiro colocado a mercado exterior no início de 2019, com

spread de 215,8 pontos base sobre as Treasuries do tesouro americano. Abaixo seguem os quadros com os valores estimados de CAPM:

Tabela 4 - Calculo CAPM - estagio 1

Risco Brasil	2.36%
Rf	1.99%
Prêmio de Risco	6.00%
Beta	1.12
CAPM	8.71%
CAPM + Risco Brasil	11.07%

Tabela 5 - Calculo CAPM - estagio 2

Risco Brasil	2.16%
Rf	1.99%
Prêmio de Risco	6.00%
Beta	1.12
CAPM	8.71%
CAPM + Risco Brasil	10.87%

Por último, calcula-se o preço por ação dividindo o valor de mercado implícito pela quantidade de ações:

Tabela 6 - DRE Projetado

	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E
MARGEM DA INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA						
Operações de Crédito	35,409,532	40,761,385	43,490,070	46,385,300	49,402,980	53,167,059
Operações de Captação	3,940,437	4,616,348	5,171,122	6,067,237	7,367,875	8,318,114
Outros	11,050,967	12,500,705	14,391,125	16,093,190	17,980,451	19,913,376
DESPESAS DA INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA						
Provisão para Créditos de Liquidação Duvidosa	(12,039,241)	(12,510,920)	(13,481,922)	(14,993,228)	(16,131,585)	(17,360,672)
MARGEM BRUTA DA INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA	38,361,695	45,367,517	49,570,395	53,552,498	58,619,721	64,037,877
OUTRAS RECEITAS/(DESPESAS) OPERACIONAIS	(10,210,960)	(10,891,124)	(11,449,346)	(12,365,293)	(13,354,517)	(14,422,878)
Receitas de Comissões	18,909,186	20,705,559	22,362,003	24,150,964	26,083,041	28,169,684
Despesas Gerais	(20,800,105)	(22,569,059)	(24,150,964)	(26,083,041)	(28,169,684)	(30,423,259)
Outros	(8,320,042)	(9,027,624)	(9,660,385)	(10,433,216)	(11,267,874)	(12,169,303)
RESULTADO ANTES DE TRIBUTOS	28,150,735	34,476,393	38,121,050	41,187,205	45,265,204	49,614,999
IMPOSTO DE RENDA E CONTRIBUIÇÃO SOCIAL	(9,571,250)	(11,721,974)	(12,961,157)	(14,003,650)	(15,390,169)	(16,869,100)
PARTICIPAÇÕES DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS	(563,015)	(689,528)	(762,421)	(823,744)	(905,304)	(992,300)
LUCRO LÍQUIDO DO PERÍODO	18,016,470	22,064,892	24,397,472	26,359,811	28,969,730	31,753,599

Fonte: elaborado pelo Autor

Tabela 7 - Fluxo de Caixa Projetado

	Premissas	2019	2020	2021	2022	2023	2024	perpetuidade
LUCRO LÍQUIDO DO PERÍODO		R\$ 18,016,470	R\$ 22,064,892	R\$ 24,397,472	R\$ 26,359,811	R\$ 28,969,730	R\$ 31,753,599	
Payout Dividendos	50%	R\$ 9,008,235	R\$ 11,032,446	R\$ 12,198,736	R\$ 13,179,905	R\$ 14,484,865	R\$ 15,876,800	
Total de Units SAN 11	3,749,266							
DPS - BRL		R\$ 2.40	R\$ 2.94	R\$ 3.25	R\$ 3.52	R\$ 3.86	R\$ 4.23	
DPS - USD		\$ 0.63	\$ 0.77	\$ 0.85	\$ 0.92	\$ 1.01	\$ 1.11	\$ 21.65
VPL - Estagio 1	11.07%	\$ 0.57	\$ 0.62	-	-	-	-	
VPL - Estagio 2	10.87%	-	-	\$ 0.62	\$ 0.61	\$ 0.60	\$ 11.66	
PIB 2024	5.75%							
Cambio USD/BRL	R\$ 3.82							
VPL Total USD		\$ 14.69						
VPL Total BRL		R\$ 56.10						

Fonte: elaborado pelo Autor

7. CONSIDERACOES FINAIS

O estudo responde, enfim, a sua pergunta: é possível, hoje, comprar ações do Banco Santander S.A. a um preço descontado em relação ao valor da companhia? A resposta é sim, uma vez que análise pelo método de fluxo de caixa descontado aponta para um preço por ação de R\$ 56,10 contra R\$ 45,46 no dia 28 de junho de 2019.

Além disso, o presente estudo atinge seus objetivos na análise do macroambiente e identificação de vetores de valor para instituições financeiras, é possível identificar um cenário desafiador do ponto de vista tecnológico e suas consequências sobre os meios de pagamentos atuais. O nível de concorrência no setor bancário brasileiros está no seu nível mais elevado desde o início da série histórica, o que aliado a perspectivas positivas para economia e qualidade dos seus tomadores de crédito auxiliam na projeção de crescimento do mercado de crédito e serviços bancários aliado ao acirramento da concorrência entre os concorrentes já estabelecidos e possíveis novos entrantes.

As peculiaridades do setor bancário estão basicamente na composição de seus lucros, que provém da sua capacidade de captar recursos a um determinado custo e

emprestá-los a uma taxa maior que a taxa de captação. Os spreads, que são as diferenças entre as taxas de captação e de investimento dos bancos, são, portanto, o principal driver ou direcionador de valor dos bancos comerciais.

Outro driver importante para a avaliação de bancos é taxa de juros de mercado, pois essa é a referência que os bancos utilizam para captar e investir recursos. No Brasil, a taxa referência é a SELIC, que é utilizada pelo governo para remunerar os compradores de títulos de dívida pública.

O método dos Dividendos Descontados, utilizado no modelo proposto, mostra-se adequável a bancos, pois seria de extrema complexidade estimar o custo de capital de um banco, dado que parte do capital captado é feito por meio de depósitos livres de custo. Além disso, a estimativa dos dividendos a serem pagos pelos bancos é mais simples de ser feita do que a estimativa dos FCFE, pois é necessário estimar os investimentos que o banco faz para estimar o FCFE e a relação de investimento / resultados de um banco não é simples como a de uma empresa de bens e serviços. A divisão em dois estágios ocorreu, pois, o movimento de expansão e ganho em participação de mercado que o Banco Santander realizou nos últimos três não deve ser projetada de forma contínua, uma vez ser insustentável. Porém a partir do segundo exercício projetado os principais drivers foram estimados por meio de média móvel dos últimos três exercícios, com alguns ajustes manuais para corrigir distorções. A assunção de determinadas premissas é importante para estruturar uma lógica que possibilite uma maior previsibilidade dos fluxos de caixa futuros.

A identificação dos drivers e da montagem de fluxo propostos não podem ser tomados como verdade absoluta e podem se alterar caso o ambiente das instituições financeiras brasileiras passe por transformações motivadas por regulamentação, concorrência, pelo surgimento de novas formas de negócio ou qualquer outro motivo. Outra ressalva é que, assim como propõe a literatura especializada, modelos de avaliação de empresas fundamentado em realidades passadas não garantem sua aplicabilidade no presente para prever realidades futuras.

REFERENCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2012

COPELAND, Tom, KOLLER, Tim e MURRIN, Jack. 2002. Avaliação de Empresas - Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas. 3a ed. São Paulo : Pearson Education do Brasil, 2002.

COPIELLO, S. A Discounted Cash Flow variant to detect the optimal amount of additional burdens in Public-Private Partnership transactions. *MethodsX*, Oxford, v. 3, p. 195-204, 2016.

DAMODARAN, A. Avaliação de empresas. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2012.

DAMODARAN, A. Valuing Financial Service Firms Financial Service firms – The Big Picture, 2009.

DERMINE, Jean. 2010. Avaliação de Bancos & Gestão Baseada no Valor. São Paulo : ATLAS, 2010.

- DONADIO, Rosana. O Papel da Alfabetização Financeira e do Cartão de Crédito no Endividamento dos Consumidores Brasileiros, 2012.
- FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. Novo Aurélio Século XXI: o dicionário da língua portuguesa. 3ª Ed., Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1999.
- FERNANDEZ, P. Valuation Methods and Shareholder Value Creation. 1. ed. Orlando: Academic Press. 2002.
- GIL, Antonio Carlos. 2010. Como Elaborar Projetos de Pesquisa. São Paulo : Atlas, 2010.
- LUSARDI, Annamaria, MITCHELL, Olivia S. “Baby Boomer Retirement Security: The Role of Planning, Financial Literacy, and Housing Wealth,” Journal of Monetary Economics, 54, pp. 205-224, 2007.
- MATARAZZO, Dante Carmine. Análise financeira de balanços: abordagem gerencial. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- DINIZ, Natalia. Análise das Demonstrações Financeiras, 1 ed, 2015.
- KOTLER, Philip, KELLER, Kelvin Marketing Management, 15 ed., Pearson. 2015
- PÓVOA, Alexandre. Valuation: Como Precificar Ações. 2ª Ed., São Paulo: Globo, 2007.
- PORTER, Michael. Estratégia Competitiva: técnicas para análise de indústrias e da concorrência. 2 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004
- OTTOMAN, Jacquelyn. Avoiding Green Marketing Myopia, Environment p. 22-36, 2006.
- ROSS S.A.; WESTERFIELD R. W.; JORDAN B. D.; LAMB R.. Fundamentos da administração financeira. 9 ed. Porto Alegre: AMGH, 2013
- RIBEIRO, Osni Moura. Estrutura e análise de balanços fácil. 8.ed. São Paulo: Saraiva, 2009
- STEIGER, F. The validity of company valuation using discounted cash flow methods. 2010.25 f. Dissertação (Mestrado em finanças), Cornell University, Ithaca, 2010.

STICKNEY, Clyde P.; WEIL, Roman L. Contabilidade Financeira, introdução aos conceitos métodos e aplicações. Cengage Learning. 2012.

ANEXOS