

## Lucro abaixo do esperado

O Santander apresentou um resultado neutro, com lucro líquido de R\$ 1,4 bilhões e que se manteve estável em relação ao trimestre anterior (0,5% T/T) e 7% abaixo de nossas estimativas. A NIM continua em queda, -50 bps T/T, impactada pelo baixo crescimento da carteira e da mudança do *mix*. A queda da inadimplência continua como ponto positivo do resultado, uma vez que o NPL90 recuou 80 bps T/T e encerrou o trimestre em 3,7%.

**Carteira de crédito e inadimplência.** O crescimento em 12 meses da carteira de crédito classificada continua menor de que seus pares privados, com a carteira crescendo 7,3%, contra 11% de crescimento apresentado pelo Bradesco. O crescimento da carteira está ancorado no bom desempenho da carteira de grandes empresas, que cresceu 19,3% em 12 meses, porém ajuda a explicar a queda da NIM, uma vez as linhas deste segmento possuem spreads menores. Mais uma vez, a melhora na qualidade da carteira foi o destaque positivo do resultado. O índice de inadimplência de atrasos acima de 90 dias (NPL90) apresentou queda de 80 bps com a inadimplência na carteira de pessoas físicas recuando 90 bps, enquanto na carteira de pessoas jurídicas, a queda foi de 70 bps.

**Receitas de Serviços.** As receitas de serviços somaram R\$ 2.847 milhões no trimestre e vieram 6,4% acima de nossas expectativas, com avanço de 8,9% ante o trimestre anterior. O motivador deste crescimento foi o efeito não recorrente alteração na regulamentação da Susep, que impactou positivamente a receita de comissão de seguros de dezoito em aproximadamente R\$ 130 milhões. A receita de cartões de crédito continua mostrando bom desempenho, com alta de 10,8% T/T.

**Despesas e Eficiência Operacional.** As despesas de pessoal foram impactadas pelo acordo coletivo da categoria e apresentaram aumento de 7,7% T/T. Já as despesas administrativas, incluindo depreciação e amortização, avançaram 3,2% T/T, impactada pelo efeito sazonal de final de ano nas despesas de marketing, que avançaram 55,4% T/T. O índice de eficiência avançou 220 bps T/T, chegando a 51,1% no 4T13.

Demonstrações de Resultados	4T13	R/E	T/T	A/A
<b>Resultado Financeiro</b>	<b>7.211</b>	<b>-8,9%</b>	<b>-4,1%</b>	<b>-7,7%</b>
<i>NIM - Margem Financeira Líquida</i>	7,7%	-0,8 p.p.	-0,5 p.p.	-1,3 p.p.
Despesas de PDD	(2.449)	-23,6%	-9,2%	-20,9%
<i>PDD / média da carteira de crédito</i>	4,4%	-1,3 p.p.	-0,5 p.p.	-1,6 p.p.
<b>Resultado Bruto de Intermediação Financeira</b>	<b>4.762</b>	<b>1,1%</b>	<b>-1,3%</b>	<b>1,0%</b>
<i>NIM pós PDD</i>	5,1%	0,0 p.p.	-0,2 p.p.	-0,4 p.p.
Receita de Serviços	2.847	6,4%	8,9%	12,9%
Despesas Não-Juros	(5.099)	0,2%	3,8%	3,7%
<b>Lucro tributável</b>	<b>1.707</b>	<b>8,8%</b>	<b>6,3%</b>	<b>3,2%</b>
IR / CS	(236)	150,3%	55,9%	3670,1%
<i>Taxa efetiva de Imposto</i>	14%	7,8 p.p.	4,4 p.p.	13,4 p.p.
<b>Lucro Líquido Gerencial</b>	<b>1.409</b>	<b>-2,6%</b>	<b>0,2%</b>	<b>-12,3%</b>
Lucro Líquido Contábil	499,9	-7,0%	0,5%	-28,3%
LPA	0,37	-2,6%	0,2%	-12,1%
ROAA	1,2%	0,0 p.p.	0,0 p.p.	-0,3 p.p.
ROAE	8,9%	-0,2 p.p.	0,1 p.p.	-1,2 p.p.

Fonte: Santander Brasil e BB Investimentos

## Bancos e Serviços Financeiros

30 de janeiro de 2014

Nataniel Cezimbra, CNPI  
nataniel.cezimbra@bb.com.br

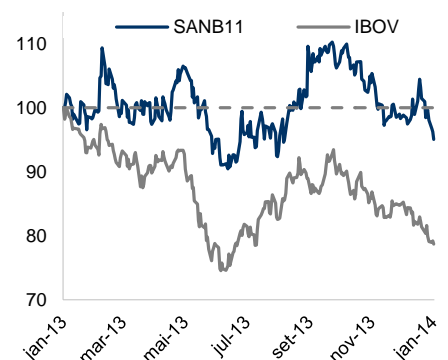
Carlos Daltozo  
daltozo@bb.com.br

SANB11	Market Perform
Preço em 23/10/2013 (R\$)	11,72
Preço para 12/2014 (R\$)	14,60
Upside	24,6%
Market Cap (R\$ milhões)	44.346
Varição 1 mês	-3,3%
Varição 12 meses	-4,9%
Varição 2013	-4,1%
Mín. 52 sem.	10,93
Máx. 52 sem.	13,96

Valuation (R\$ milhões)	
Valor para os Acionistas 2014E	55.432,7
Quantidade de units (bilhões)	3.783,8
Ke	14,5%
g	6,0%

## Múltiplos

	2014 E	2015 E	2016 E
P/E	9,2x	8,2x	8,3x
P/BV	1,0x	1,0x	1,0x
LPA	1,60	1,75	1,67



Fonte: Bloomberg e BB Investimentos

## Carteira de Crédito

Carteira de Crédito	4T13	R/E	T/T	A/A
<b>Carteira de crédito</b>	<b>227.482</b>	<b>-0,2%</b>	<b>2,4%</b>	<b>7,3%</b>
Pessoas Físicas	75.522	-1,1%	2,4%	5,9%
Financiamento ao consumo	37.849	0,0%	3,0%	2,8%
Pessoa Jurídica	114.111	0,3%	2,3%	9,9%
<b>Mix de Crédito</b>				
Pessoas Físicas	33,2%	-0,3 p.p.	0,0 p.p.	-0,4 p.p.
Financiamento ao consumo	16,6%	0,0 p.p.	0,1 p.p.	-0,7 p.p.
Pessoa Jurídica	50,2%	0,3 p.p.	-0,1 p.p.	1,2 p.p.

Qualidade da Carteira	4T13	R/E	T/T	A/A
<b>Carteira de crédito</b>	<b>227.482</b>	<b>-0,2%</b>	<b>2,4%</b>	<b>7,3%</b>
Provisões para devedores duvidosos - PDD	14.999	-4,7%	0,1%	2,8%
PDD / Carteira de crédito	6,6%	-0,3 p.p.	-0,2 p.p.	-0,3 p.p.
Crédito em curso anormal (NPL)	8.417	-26,2%	-15,8%	-27,8%
NPL / Carteira de crédito	3,7%	-1,3 p.p.	-0,8 p.p.	-1,8 p.p.

**Perspectivas.** O Santander apresentou mais uma vez um resultado neutro. O crescimento da carteira está ancorado no bom desempenho do segmento de grandes empresas, que reduz o spread global da carteira de crédito. O banco continua perdendo terreno para seus principais concorrentes, com baixo crescimento da carteira de crédito e a tendência é que continue reduzindo seu market share em 2014.

**Valuation.** Reduzimos nosso preço alvo em 14,6% de R\$ 17,00 para R\$ 14,60 para o final de 2014 e mantemos o *rating* em *market perform*. Nosso preço alvo está baseado em uma avaliação por desconto de dividendos (DDM) de três estágios, onde assumimos um custo de equity (Ke) de 14,5% e um crescimento na perpetuidade (g) de 6%. A unit do banco (SANB11) está sendo negociada a um múltiplo de 0,7x P/BV14 e de 7,3x P/E14. Nossa *top pick* para os bancos privados é o Itaú (ITUB4), que passou por ajustes substanciais nos últimos trimestres e deverá apresentar uma retomada mais forte de crescimento.

## Sensibilidade

	Target Price						Equity Value				
	13,5%	14,0%	14,5%	15,0%	15,5%		13,5%	14,0%	14,5%	15,0%	15,5%
<b>5,0%</b>	15,30	14,70	14,10	13,70	13,20	<b>5,0%</b>	57.721	55.503	53.516	51.725	50.101
<b>5,5%</b>	15,60	14,90	14,40	13,90	13,40	<b>5,5%</b>	58.953	56.556	54.421	52.508	50.783
<b>6,0%</b>	15,90	15,30	<b>14,60</b>	14,10	13,60	<b>6,0%</b>	60.348	57.739	<b>55.433</b>	53.378	51.536
<b>6,5%</b>	16,40	15,60	15,00	14,40	13,80	<b>6,5%</b>	61.943	59.081	56.571	54.351	52.373
<b>7,0%</b>	16,90	16,00	15,30	14,70	14,10	<b>7,0%</b>	63.784	60.614	57.860	55.445	53.308

	P / E						P / BV				
	13,5%	14,0%	14,5%	15,0%	15,5%		13,5%	14,0%	14,5%	15,0%	15,5%
<b>5,0%</b>	9,5x	9,2x	8,9x	8,6x	8,3x	<b>5,0%</b>	1,0x	1,0x	0,9x	0,9x	0,9x
<b>5,5%</b>	9,8x	9,4x	9,0x	8,7x	8,4x	<b>5,5%</b>	1,0x	1,0x	1,0x	0,9x	0,9x
<b>6,0%</b>	10,0x	9,6x	<b>9,2x</b>	8,8x	8,5x	<b>6,0%</b>	1,1x	1,0x	<b>1,0x</b>	0,9x	0,9x
<b>6,5%</b>	10,2x	9,8x	9,4x	9,0x	8,7x	<b>6,5%</b>	1,1x	1,0x	1,0x	1,0x	0,9x
<b>7,0%</b>	10,6x	10,0x	9,6x	9,2x	8,8x	<b>7,0%</b>	1,1x	1,1x	1,0x	1,0x	0,9x

## Projeções

Demonstrações de Resultados	2011	2012	2013	2014 E	2015 E
<b>NII - Resultado Financeiro</b>	<b>28.078</b>	<b>32.380</b>	<b>29.827</b>	<b>31.753</b>	<b>32.837</b>
<i>NIM - Margem Financeira Líquida</i>	8,7%	9,5%	8,2%	8,1%	8,0%
Despesas de PDD	(9.458)	(13.223)	(11.720)	(13.194)	(13.482)
<i>PDD / média da carteira de crédito</i>	5,2%	6,5%	5,3%	5,5%	5,0%
<b>Resultado Bruto de Intermediação Financeira</b>	<b>18.619</b>	<b>19.158</b>	<b>18.107</b>	<b>18.559</b>	<b>19.355</b>
<i>NIM pós PDD</i>	5,7%	5,6%	5,0%	4,8%	4,7%
Receita de Tarifas e Serviços	8.805	9.680	10.674	11.996	13.376
Despesas Não-Juros	(17.389)	(18.981)	(19.421)	(20.509)	(21.701)
<i>Índice de Eficiência</i>	39,1%	37,7%	40,2%	39,6%	39,7%
Lucro tributável	7.272	6.785	6.509	6.681	7.498
IR / CS	(531)	(296)	(518)	(525)	(600)
<i>Taxa efetiva de Imposto</i>	7%	4%	8%	8%	8%
<b>Lucro Líquido Gerencial</b>	<b>6.660</b>	<b>6.363</b>	<b>5.744</b>	<b>6.044</b>	<b>6.778</b>
Lucro Líquido Contábil	3.557	2.726	2.107	2.408	3.142
LPA	1,76	1,68	1,52	1,60	1,75
Dividendos por ação	0,84	0,70	1,42	3,23	1,66
VPA por ação	17,30	16,74	16,60	14,97	14,68
ROAA	1,6%	1,5%	1,2%	1,2%	1,3%
ROAE	10,2%	9,9%	9,1%	10,1%	11,9%

Balanco Patrimonial	2011	2012	2013	2014 E	2015 E
<b>Ativos</b>					
TVM e derivativos	74.616	76.832	78.146	84.379	88.598
Carteira de crédito	197.062	211.959	227.482	252.764	286.502
Total ativos rentáveis	334.894	350.234	379.604	399.968	440.226
<b>Ativos totais</b>	<b>423.726</b>	<b>448.876</b>	<b>485.866</b>	<b>521.818</b>	<b>568.202</b>
<b>Passivo</b>					
Depósitos	121.798	126.545	134.213	150.555	169.114
Passivos onerosos	254.588	271.369	299.712	336.825	377.737
Patimônio Líquido	65.579	63.452	62.819	56.650	56.989
<b>Passivos Totais</b>	<b>423.726</b>	<b>448.876</b>	<b>485.866</b>	<b>521.818</b>	<b>568.202</b>

Carteira de Crédito	2011	2012	2013	2014 E	2015 E
<b>Carteira de crédito</b>	<b>197.062</b>	<b>211.959</b>	<b>227.482</b>	<b>252.764</b>	<b>286.502</b>
<i>% crescimento</i>	19,2%	7,6%	7,3%	11,1%	13,3%
Pessoas Físicas	65.620	71.287	75.522	82.539	93.269
<i>% crescimento</i>	18,9%	8,6%	5,9%	9,3%	13,0%
Financiamento ao consumo	35.593	36.806	37.849	41.168	46.108
<i>% crescimento</i>	19,3%	3,4%	2,8%	8,8%	12,0%
Pessoa Jurídica	95.848	103.865	114.111	129.057	147.125
<i>% crescimento</i>	19,3%	8,4%	9,9%	13,1%	14,0%

Qualidade da Carteira	2011	2012	2013	2014 E	2015 E
<b>Carteira de crédito</b>	<b>197.062</b>	<b>211.959</b>	<b>227.482</b>	<b>252.764</b>	<b>286.502</b>
<i>% crescimento</i>	19,2%	7,6%	7,3%	11,1%	13,3%
Provisões para devedores duvidosos - PDD	11.998	14.589	14.999	16.935	18.623
<i>PDD / Carteira de crédito</i>	6,1%	6,9%	6,6%	6,7%	6,5%
Crédito em curso anormal (NPL)	8.868	11.658	8.417	11.374	12.893
<i>NPL / Carteira de crédito</i>	4,5%	5,5%	3,7%	4,5%	4,5%

### Informações Relevantes

Este relatório foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Entretanto, o BB-BI não declara nem garante, expressa ou tacitamente, que essas informações sejam imparciais, precisas, completas ou corretas. Todas as recomendações e estimativas apresentadas derivam do julgamento de nossos analistas e podem ser alternadas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa. Este material tem por finalidade apenas informar e servir com instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 18 da ICVM 483, o BB - Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), mas poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

### Informações Relevantes – Analistas

O(s) analista(s) de investimento, ou de valores mobiliários, envolvido(s) na elaboração deste relatório (“Analistas de investimento”), declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 – Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para o emissor objeto do relatório de análise ou pessoas a ele ligadas.

Analista	Itens		
	3	4	5
Nataniel Cezimbra	-	-	-
Carlos Daltozo	-	-	-

3 – O(s) analista(s) de investimentos, seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão das companhias objeto de sua análise.

4 – Os analistas de investimento, seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à companhia emissora dos valores mobiliários analisados neste relatório.

5 – O(s) analista(s) de investimento tem vínculo com pessoa natural que trabalha para o emissor objeto do relatório de análise.

## Administração

### Diretor

Sandro Kohler Marcondes pesquisa@bb.com.br

### Gerente-Executivo

Eduardo César do Nascimento pesquisa@bb.com.br

## Equipe de Pesquisa

**Gerente** - Nataniel Cezimbra nataniel.cezimbra@bb.com.br

### Renda Variável

### Bancos e Serviços Financeiros

Nataniel Cezimbra nataniel.cezimbra@bb.com.br  
Carlos Daltozo daltozo@bb.com.br

### Commodities

Carolina Flesch carolinaflesch@bb.com.br  
Victor Penna victor.penna@bb.com.br  
Luciana de Carvalho luciana\_cvl@bb.com.br  
Márcio de Carvalho Montes mcmontes@bb.com.br

### Consumo

Maria Paula Cantusio paulacantusio@bb.com.br

### Imobiliário

Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br

### Indústrias, Transportes e Small Caps

Mário Bernardes Junior mariobj@bb.com.br  
Gabriela Cortez gabrielaecortez@bb.com.br

### Infraestrutura e Concessões

Renato Hallgren renatoh@bb.com.br

### Renda Fixa e Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br  
André Ferreira andre.ferreira@bb.com.br  
Renato Odo renato.odo@bb.com.br

## Equipe de Vendas

**Atacado** bb.distribuicao@bb.com.br

**Gerente** - Cleber Aguiar

Bruno Finotello  
João Carlos Floriano  
Luciana de Carvalho  
Paulo Arruda  
Thiago Cogo Pires  
Viviane Ferro Candelária  
Wagner Silveira Neustaedter

**Varejo** acoes@bb.com.br

**Gerente** - Marconi Maciel

**Distribuição e varejo**  
Mário Francisco D'Amico  
Márcio Carvalho José

## BB Securities

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.  
London EC2N 1ER - UK  
+44 207 7960836 (facsimile)

### Managing Director

Vinicius Balbino Bouhid +44 (207) 3675801

### Deputy Managing Director

Renato Bezerra +44 (207) 3675802

### Director of Sales Trading

Boris Skulczuk +44 (207) 3675831

### Head of Sales

Nick Demopoulos +44 (207) 3675832

### Institutional Sales

Annabela Garcia +44 (207) 3675853  
Melton Plumber +44 (207) 3675843  
Renata Kreuzig +44 (207) 3675833

### Trading

Bruno Fantasia +44 (207) 3675852  
Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842

### Head of Research

Paul Hollingworth +44 (207) 3675851

### Structured Products

Hernan Lobert +44 (207) 3675807

## Banco do Brasil Securities LLC

535 Madison Avenue 34th Floor  
New York City, NY 10022 - USA  
(Member: FINRA/SIPC/NFA)

### Managing Director

Rubens Cardoso +1 (646) 845-3710

### Institutional Sales - Equity

Charles Langalis +1 (646) 845-3714

### Institutional Sales - Fixed Income

Cassandra Voss +1 (646) 845-3713

### DCM

Richard Dubbs +1 (646) 845-3719

### Syndicate

Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717

### Sales

Matuya Brand +1 (646) 845-3716  
Michelle Malvezzi +1 (646) 845-3715  
Myung Jin Baldini +1 (646) 845-3718

## BB Securities Asia Pte Ltd

6 Battery Road #11-02  
Singapore, 049909

### Managing Director

Rodrigo Afonso +65 6420-6570

### Institutional Sales

José Carlos Reis +65 6420-6570  
Paco Zayco +65 6420-6572

## BB-Banco de Investimento S.A. • BB-BI

Rua Senador Dantas, 105 - 36º andar  
Rio de Janeiro RJ - Brasil  
Tel. (21) 38083625 Fax (21) 38083355