

Oferta voluntária de aquisição ofusca resultado

O Grupo Santander anunciou hoje uma oferta de aquisição dos 25% de *free float* do Santander Brasil. A adesão à oferta será voluntária e o acionista poderá trocar 1 (uma) unit do Santander Brasil por 0,7 ADR ou BDR do Grupo Santander Espanha, com um prêmio de 20% em relação ao preço de fechamento de ontem, ou R\$ 15,31 por cada SANB11. Este valor é 5% superior ao nosso preço alvo para o final de 2014 e as ações já estão subindo cerca de 15% no pregão de hoje. Vemos com bons olhos a oferta e acreditamos na adesão maciça, pois, dos 25% do *free float*, cerca de 22,5% correspondem a investidores estrangeiros, que poderiam adquirir ações do Grupo Santander com desconto. Aos investidores locais, cabe avaliar se vale a pena permanecer em uma ação com baixa liquidez ou assumir o risco de adquirir a ação de um banco com exposição global, além do risco de variação cambial.

Resultado 1T14. O Santander Brasil apresentou um resultado ligeiramente acima de nossas estimativas, com lucro líquido de R\$ 1,4 bilhões (+5,3% BB-Ble). Ao contrário do que esperávamos, o lucro apresentou avanço de 1,3% T/T beneficiado por: a) queda de 4,2% nas despesas de PDD; e b) retração de 7% nas despesas de não juros. Por outro lado, a carteira de crédito recuou 1,5%, enquanto a inadimplência avançou 10 bps, interrompendo a queda verificada nos últimos três trimestres.

Perspectivas. O Santander apresentou mais uma vez um resultado neutro, com retração da carteira de crédito e avanço da inadimplência. O *management* do banco deixou claro no *call* de resultados que não está satisfeito com a evolução da carteira de pequenas e médias empresas, que retraiu 5,5% T/T, mas esta queda ainda é motivada pelo menor apetite ao risco e também pela queda na atividade econômica.

Valuation. Mantemos nosso preço alvo em R\$ 14,60 para o final de 2014 e o *rating* em *market perform*, apesar da ação parar de responder aos fundamentos, motivados pela oferta de aquisição. 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 1,0x P/BV14 e de 9,4x P/E14.

Demonstrações de Resultados	1T14 R	1T14 E	R/E	T/T	A/A
Resultado Financeiro (NII)	7.000	6.979	0,3%	-2,9%	-8,6%
<i>NIM - Margem Financeira Líquida</i>	7,3%	7,3%	0,0 p.p.	-0,4 p.p.	-1,4 p.p.
Despesas de PDD	(2.346)	(2.586)	-9,3%	-4,2%	-30,4%
<i>PDD / média da carteira de crédito</i>	4,2%	4,5%	-0,3 p.p.	-0,2 p.p.	-2,2 p.p.
Resultado Intermediação Financeira	4.654	4.393	5,9%	-2,3%	8,6%
<i>NIM pós PDD</i>	4,2%	4,5%	-0,3 p.p.	-0,2 p.p.	-2,2 p.p.
Receita de Tarifas e Serviços	2.633	2.761	-4,6%	-7,5%	1,8%
Despesas Não-Juros	(4.741)	(4.985)	-4,9%	-7,0%	2,1%
<i>Índice de Eficiência</i>	41,3%	43,2%	-1,9 p.p.	-1,6 p.p.	3,3 p.p.
Lucro tributável	1.750	1.458	20,0%	2,5%	9,3%
IR / CS	(269)	(66)	309,5%	14,1%	603,3%
<i>Taxa efetiva de Imposto</i>	15%	5%	10,9 p.p.	1,6 p.p.	13,0 p.p.
Lucro Líquido Gerencial	1.428	1.356	5,3%	1,3%	-6,0%
Lucro Líquido Contábil	519	447	15,9%	3,7%	-14,9%
LPA	0,38	0,36	5,1%	1,1%	-6,0%
ROAA	1,2%	1,1%	0,1 p.p.	0,0 p.p.	-0,2 p.p.
ROAE	9,5%	9,1%	0,4 p.p.	0,6 p.p.	-0,1 p.p.

Fonte: Santander Brasil e BB Investimentos

Bancos e Serviços Financeiros

29 de abril de 2014

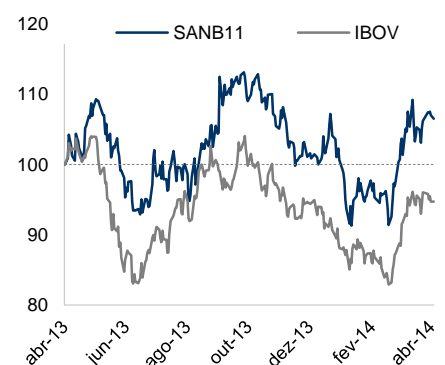
Nataniel Cezimbra, CNPI
nataniel.cezimbra@bb.com.br

Carlos Daltozo
daltozo@bb.com.br

SANB11	Market Perform
Preço em 28/04/2014 (R\$)	12,74
Preço para 12/2014 (R\$)	14,60
Upside	14,6%
Market Cap (R\$ milhões)	47.301
Varição 1 mês	5,1%
Varição 12 meses	6,5%
Varição 2014	5,0%
Mín. 52 sem.	10,78
Máx. 52 sem.	13,89

Valuation (R\$ milhões)	
Valor para os Acionistas 2014E	55.147,3
Ke	14,5%
g	6,0%

Múltiplos	2014 E	2015 E	2016 E
P/E	9,4x	8,2x	7,7x
P/BV	1,0x	1,0x	1,0x
LPA	1,56	1,73	1,79



Fonte: Bloomberg e BB Investimentos

Carteira de Crédito

R\$ milhões	1T14 R	1T14 E	R/E	T/T	A/A
Carteira de Crédito	224.012	232.229	-3,5%	-1,5%	5,8%
Pessoas Físicas	75.588	76.277	-0,9%	0,1%	5,9%
Financiamento ao consumo	37.421	38.417	-2,6%	-1,1%	3,3%
Pessoa Jurídica	111.003	117.535	-5,6%	-2,7%	6,6%
Mix de Crédito					
<i>Pessoas Físicas</i>	33,7%	32,8%	0,9 p.p.	0,5 p.p.	0,0 p.p.
<i>Financiamento ao consumo</i>	16,7%	16,5%	0,2 p.p.	0,1 p.p.	-0,4 p.p.
<i>Pessoa Jurídica</i>	49,6%	50,6%	-1,1 p.p.	-0,6 p.p.	0,4 p.p.

Qualidade da Carteira	1T14 R	1T14 E	R/E	T/T	A/A
Carteira de Crédito	224.012	232.229	-3,5%	-1,5%	5,8%
Provisões para Devedores Duvidosos (PDD)	15.050	15.792	-4,7%	0,3%	-1,7%
<i>PDD / Carteira de crédito</i>	6,7%	6,8%	-0,1 p.p.	0,1 p.p.	-0,5 p.p.
Crédito em curso anormal (NPL)	8.512	8.592	-0,9%	1,1%	-30,7%
<i>NPL / Carteira de crédito</i>	3,8%	3,7%	0,1 p.p.	0,1 p.p.	-2,0 p.p.

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.

Analistas	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

Gerente-Executivo

Eduardo César do Nascimento

Equipe de Pesquisa

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

Renda Variável

Bancos e Serviços Financeiros

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

Commodities

Nataniel Cezimbra nataniel.cezembra@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
Andre Ferreira andre.ferreira@bb.com.br
Renato Odo renato.odo@bb.com.br
Fabio Cardoso fcardoso@bb.com.br

Equipe de Vendas

Atacado: bb.distribuicao@bb.com.br

Varejo: acoes@bb.com.br

Gerente – Antonio Emilio Ruiz

Gerente - Marconi Maciel

Antonio Lima
Bruno Finotello
João Carlos Floriano
Marcela Andressa Pereira
Paulo Arruda
Thiago Cogo Pires
Viviane Ferro Candelária
Wagner Silveira Neustaedter

Distribuição e varejo
Ana Lucia Caruso da Silva
Henrique Reis
Márcio Carvalho José

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

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

Selma da Silva +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

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 6420-6577

Director, Head of Sales

José Carlos Reis +65 6420-6570

Institutional Sales

Paco Zayco +65 6420-6571

Amelia Khoo +65 6420-6582