



# Banco do Brasil

Os Prós e Contras de ser um Banco Público;  
Elevando o Preço-Alvo de R\$ 62,00 para R\$ 75,00 (2023E)

## Banco do Brasil (BBAS3)

Os Prós e Contras de ser um Banco Público;  
Elevando o Preço-Alvo de R\$ 62,00 para R\$ 75,00 (2023E)

Henrique Navarro; Arnon Shirazi; Anahy Rios

Nos últimos anos, o Banco do Brasil (BB) apresentou sólidos resultados após anos de profundo *turnaround*. O *guidance* do BB para 2022 apontava para um lucro líquido ajustado de R\$ 24,5 bilhões no ponto médio, mas o banco entregou perto de R\$ 32 bilhões. Dadas as tendências recentes e a nossa visão positiva sobre o nome, acreditamos que os resultados do BB no final do ano podem alcançar o topo do *guidance* para 2023. Assim, estamos elevando as projeções de lucro líquido ajustado de 2023E para R\$ 36,8 bilhões vs. R\$ 35,6 bilhões. Neste relatório, também estamos explorando os prós e os contras de ser um banco público. Por fim, estamos elevando nosso preço-alvo (2023E) para R\$ 75,00 (vs. R\$ 62,00), sugerindo um potencial de alta de 74% em relação ao preço atual, e mantendo a recomendação de "Compra". Nosso novo preço-alvo está diretamente ligado a um ROE sustentável mais alto (de 18%) e, portanto, estamos substituindo o antigo P/VPA alvo (2023E) de 1,0x por 1,2x.

**Prós e contras.** Existem prós e contras de ser um banco público. No caso do BB, acreditamos que o mercado está há tanto tempo focado nos contras que esqueceu os prós. Mas e se os contras não existirem mais? Neste relatório, não apenas descrevemos e ressaltamos as vantagens de ser o maior e o principal banco público em um país de dimensões continentais, mas também defendemos que, se desviarmos o olhar da equação da rentabilidade, poderíamos ver o BB alcançando um desempenho acima do nível de rentabilidade dos bancos privados. Se o mercado começar a acreditar que o BB fechou a lacuna de rentabilidade para os pares privados, o próximo passo seria fechar a lacuna de *valuation*.

**Destacamos as vantagens do BB de:** (i) ampla presença física; (ii) carteira de crédito lastreada em operações de agronegócio; (iii) estrutura de captação mais barata; (iv) gestão de fundos do setor público com taxas atrativas; e (v) ser o principal banco do governo para *deals*.

**Aumentamos o ROAE 2023E sustentável para 18% vs. 16%.** Em 2022, o BB entregou o maior ROE, o índice de cobertura mais forte e o nível de capital CET1 mais sólido em relação aos pares. O banco está bem posicionado para os próximos anos e, considerando nossa visão positiva de lucros no futuro previsível, acreditamos que nosso ROAE sustentável anterior de 16% era muito conservador.

Santander Equity Research

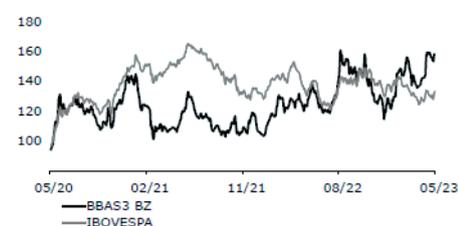
Bancos

11 de maio de 2023

**Compra**

Preço-Alvo: R\$ 75,00

### Desempenho de Preços (R\$)



### Índice

1. Resumo/Introdução
2. Prós
3. Contras
4. Estimativas de Lucros
5. *Guidance* 2023
5. *Valuation*
6. Riscos

## Banco do Brasil

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2022-24E

	R\$		
	2022A	2023E	2024E
<b>P&amp;L Account</b>			
Net Interest Income	73,397	88,120	93,052
Fees and Commissions	32,333	34,939	36,957
Revenues	105,730	123,059	130,009
Provisions	(16,747)	(20,224)	(22,641)
Non-Interest Expenses	(33,828)	(36,432)	(38,253)
Profit Before Taxes	48,700	57,952	60,249
Net Profit	31,011	36,767	38,145
Adj Net Profit	31,815	36,767	38,145
<b>Balance Sheet</b>			
Securities	430,085	430,085	430,085
Loans (Gross)	891,283	969,743	1,065,088
Loans (Net)	840,586	908,165	1,004,879
Total Assets	2,028,958	2,177,197	2,357,242
Deposits	777,184	834,997	904,372
Shareholders' Equity	157,360	182,339	199,612
Tangible Equity	157,360	182,339	199,612
Common Equity Tier 1	128,803	154,215	177,102
Risk Weighted Assets	1,072,894	1,155,541	1,235,422
<b>Key Ratios (%)</b>			
NIM	4.35	4.93	4.83
Risk Adj NIM	3.36	3.80	3.65
C/I Ratio	32.0	29.6	29.4
Tax rate	20.9	23.0	23.0
ROE (%)	21.9	21.6	20.0
NPL Ratio	2.5	2.6	2.6
Loans / Deposits	114.7	116.1	117.8
Coverage Ratio	227.1	241.5	220.0
Core Tier 1 Ratio	12.0	13.3	14.3

Fontes: Estimativas Santander e Dados da Companhia.

## Prós

### A infraestrutura

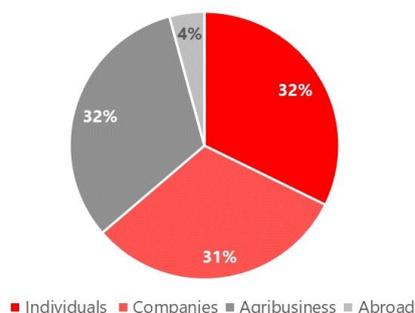
**Capilaridade — Um banco público precisa estar próximo da população.** Ao final de 2022, o BB atendia cerca de 96,8% dos municípios brasileiros, com 3.983 agências – tornando-se o banco com maior presença geográfica no país. Somado aos postos de atendimento, o BB possui ~5,6 mil pontos físicos, em localidades próximas aos produtores do agronegócio e onde seus principais concorrentes não estão presentes.

### Ativos

#### Agronegócio — Recursos do governo para impulsionar as operações do agronegócio.

O BB é o principal operador de crédito ao agronegócio do país, com participação de mercado de 52,1%, em dezembro de 2022. Diferencia-se de seus pares pela presença histórica nesta linha de negócios, exposição geográfica, corpo técnico qualificado, oferta completa de produtos e fonte de financiamento mista (incluindo financiamento do governo). Em geral, os empréstimos do agronegócio têm garantias de boa qualidade e baixas taxas de inadimplência (NPL de curto prazo é de 1,0% e NPL de mais de 90 dias é de 0,5%). Além disso, o banco possui uma estratégia de mitigação de risco para as lavouras financiadas, onde utiliza seguro-safra, Proagro (Programa de Garantia da Atividade Agrícola garantido pelo governo) e proteção de preços. Dado o bom perfil geral de qualidade do crédito do agronegócio, que representa 32% de sua carteira de crédito, o BB pode buscar rentabilidade em linhas mais arriscadas (como cartões de crédito) devido à diluição da inadimplência, o que seria positivo para a receita.

Figura 1 – Banco do Brasil – Composição da Carteira de Crédito



Fontes: Relatórios da Companhia e Estimativas do Santander.

Figura 2 – Empréstimos e NPLs do Agronegócio



Fontes: Relatórios da Companhia e Estimativas do Santander.

### Folha de Pagamento – A maioria dos servidores públicos recebe seu salário pelo BB.

Servidores públicos costumam vincular sua folha de pagamento a um banco público (BB, na maioria dos casos). Em dezembro de 2022, o BB contava com uma carteira de consignados de R\$ 115 bilhões, representando uma participação de mercado de aprox. 20%. O BB não divulga a divisão entre crédito consignado privado, público e INSS, mas a nosso ver, e de acordo com dados públicos divulgados por pares privados, a maior parte de sua carteira de consignado parece ser composta por consignado público — o que é positivo dado a baixa inadimplência do sistema de ~2,0% e taxa cobrada atrativa de ~25% ao ano.

### Passivo

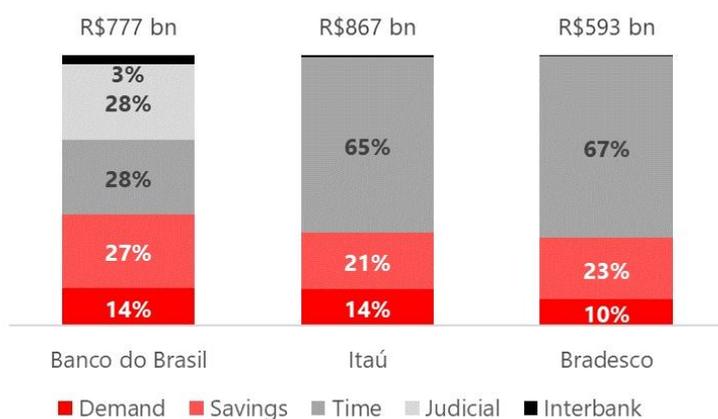
**Captação — depósitos judiciais, maior exposição a depósitos de poupança e repasses diferenciam o banco.** O BB possui uma estrutura de captação diversificada, com alguns benefícios em relação aos pares privados. Entre os benefícios, destacamos:

(i) depósitos judiciais — o BB é a principal operadora de depósitos judiciais no Brasil, que possui estrutura de custos semelhante à dos depósitos a prazo (quando a Selic está acima de 8,5%, a remuneração é de 0,5% a.m. + TR), embora para 2022 as despesas de captação para esta linha estivessem um pouco mais baratas do que os depósitos a prazo);

(ii) depósitos de poupança — o BB tem depósitos de poupança relativos e absolutos maiores que os principais pares privados, diminuindo o custo total da estrutura de captação (e 15% da destinação dos recursos fica a critério dos bancos, no caso de destino do financiamento imobiliário, ou 21% no caso de destino do agronegócio); e

(iii) repasses — em dezembro de 2022, o BB possuía uma carteira de repasses de R\$ 44 bilhões, que inclui recursos do governo e é administrada exclusivamente por bancos públicos, e possui baixo custo de remuneração.

Figura 3 – Fontes de Financiamento



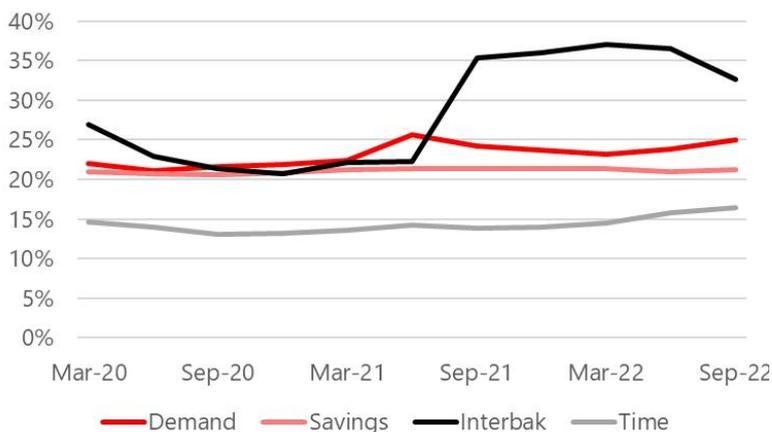
Fontes: Relatórios da Companhia e Estimativas do Santander.

Figura 4 – Banco do Brasil – Custo Médio de Captação 2022



Fontes: Relatórios da Companhia e Estimativas do Santander.

Figura 5 – Banco do Brasil – Participação no Mercado de Depósitos



Fontes: Relatórios da Companhia e Estimativas do Santander.

Figura 6 – Banco do Brasil – Carteira de Repasses

	Financial Charges	R\$ bn
<b>BNDES</b>	Fixed 0.00 % p.a. to 8.12 % p.a.	13.3
	TJLP + 0.55 % p.a. to 4.00 % p.a.	
	IPCA + 4.20 % p.a. to 7.70 % p.a.	
	Selic + 2.08 % p.a.	
	FX Variation + 1.70 % p.a. to 2.30 % p.a.	
<b>CEF</b>	TLP + 1.30 % p.a. to 2.10 % p.a.	27.3
	Fixed 4.85% p.a. (average)	
<b>Finame</b>	Fixed 0.00 % p.a. to 8.12 % p.a.	2.9
	TJLP + 0.90 % p.a. to 1.60 % p.a.	
	Selic + 2.08 % p.a. to 2.45 % p.a.	
	FX Variation + 1.40 % p.a. to 3.00 % p.a.	
<b>Others</b>	TLP + 1.42 % p.a. to 2.25 % p.a.	0.4
	-	
<b>Total</b>		<b>44.0</b>

Fontes: Relatórios da Companhia e Estimativas do Santander.

## Tarifas

**Operações de Crédito — A exposição do BB ao agronegócio e ao crédito consignado público também impulsiona as taxas de originação de crédito.** Como mencionamos acima, o BB é o principal operador de agronegócio do Brasil, além de um notável concorrente do consignado público. Dada a sua alta exposição e participação de mercado nessas linhas, o BB também deve se beneficiar em tarifas, a partir da originação desses empréstimos, em nossa opinião.

**Asset Management — O BB é gestor de fundos públicos com taxas de administração atrativas.** Segundo a ANBIMA, o BB detém 20% do mercado, com R\$ 1,4 trilhão em recursos administrados. Dentre os fundos, destacamos os fundos públicos administrados pelo BB, que representam ~R\$ 180 bilhões em ativos, e possuem taxa de administração média de 1,36% ao ano, para administrar um fundo de renda fixa simples e padrão. Segundo nossos cálculos, esses recursos geraram uma receita estimada de R\$ 2,4 bilhões para o BB em 2022.

Figura 7 – Fundos do Setor Público Administrados pelo Banco do Brasil

Public Sector Funds	Management Fee (p.y.)	12M AuM (R\$ billion)	Estimated Revenue (R\$ billion)
BB Renda Fixa Curto Prazo Automático	1.75%	79.2	1.39
BB Renda Fixa Curto Prazo Diferenciado	0.50%	29.4	0.15
BB RF Simples Solidez Diferenciado	0.50%	21.4	0.11
BB RF Simples Solidez Automático	1.75%	18.7	0.33
BB Renda Fixa Curto Prazo Automático Setor Público	1.75%	16.9	0.29
BB RF Simples Solidez Absoluto	1.00%	6.6	0.07
BB Renda Fixa Curto Prazo Absoluto	1.00%	1.9	0.02
BB RF Simples Solidez Clássico	1.75%	1.8	0.03
BB RF Simples Solidez Pleno	1.50%	1.8	0.03
BB Renda Fixa Curto Prazo Clássico	1.75%	1.6	0.03
BB Renda Fixa Curto Prazo Pleno	1.50%	0.7	0.01
<b>Total</b>	<b>1.36%</b>	<b>179.9</b>	<b>2.4</b>

Fontes: Relatórios da Companhia e Estimativas do Santander.

**Mercado de Capitais — O BB é o principal banco do governo para deals.** A receita de mercado de capitais do BB não é uma linha de receita representativa para a receita do banco, mas toda contribuição vale a pena. No caso do BB, a vantagem de pertencer ao governo é que, a cada negócio que inclua ativos do governo, o BB adere ao mandato.

## Contras

**Risco de Interferência Política — Não acreditamos que seja o caso devido à Lei de Empresas Estatais (EES).** Os investidores temem que o banco possa ser usado como um instrumento de política monetária. Nesse sentido, a equipe de RI do BB destacou os elevados padrões de governança corporativa trazidos pela lei das EEs, resultando na alteração de cerca de 150 itens do Estatuto Social do BB para incorporar tal lei. Embora, eventualmente, alguma mudança neste *status quo* possa ocorrer dependendo da decisão do governo, esperamos que os conselheiros independentes pelo menos denunciem qualquer mudança que possa impactar negativamente o banco.

Aprovada em 2016, a Lei das Estatais foi fundamental para melhorar a governança corporativa nas empresas estatais. Para nós, seu pilar mais sólido reside em seu artigo 15, assim enunciado:

**Art. 15 — O acionista controlador da companhia aberta... responderá pelos atos praticados com abuso de poder.**

§ 1. A ação indenizatória poderá ser proposta pela sociedade... pelo terceiro lesado ou pelos demais sócios, independentemente de autorização da assembleia geral de acionistas.

§ A ação de que trata o § 1. prescreverá em 6 (seis) anos, contados da data do ato abusivo.

O BB possui o mais alto nível de colegiado em seu processo decisório entre os bancos que cobrimos (ao contrário de uma liderança mais "one-man-show" que eventualmente vemos entre os pares privados), e cerca de um terço da remuneração é paga em ações do BB, com carência de 4 anos.

Incorporamos o risco de interferência política em nosso custo de capital, que está acima do custo de capital próprio para os bancos privados em nossa cobertura, em 17%. Nossa estimativa de lucro do BB nos próximos anos não reflete mudanças operacionais sobre o risco de ingerência política.

## Estimativas de Lucros

Figura 8 – Perspectivas de Lucros do Banco do Brasil

	2022	2023E			2024E			YoY	
		Prev	Current	Δ%	Prev	Current	Δ%	'23	'24
<b>Profit &amp; Loss (R\$m)</b>									
<b>Net Interest Income</b>	73,397	87,352	88,120	+1%	94,089	93,052	-1%	+20%	+6%
<b>Provision Expenses</b>	(16,747)	(21,016)	(20,224)	-4%	(23,793)	(22,641)	-5%	+21%	+12%
<b>Banking Fees</b>	32,333	35,210	34,939	-1%	37,279	36,957	-1%	+8%	+6%
Tax expenses on revenues	(6,072)	(7,038)	(7,067)	+0%	(7,544)	(7,466)	-1%	+16%	+6%
<b>Operational Expenses</b>	(34,750)	(37,881)	(37,469)	-1%	(39,862)	(39,409)	-1%	+8%	+5%
Personnel	(21,570)	(23,727)	(23,622)	-0%	(24,913)	(24,803)	-0%	+10%	+5%
Administrative	(12,258)	(13,116)	(12,810)	-2%	(13,772)	(13,450)	-2%	+4%	+5%
Tax	(922)	(1,037)	(1,037)	+0%	(1,176)	(1,156)	-2%	+13%	+11%
<b>Other components results</b>	398	(491)	(495)	+1%	(473)	(398)	-16%	-225%	-20%
Non-Operating Revenues / Expenses	141	148	148	+0%	154	154	+0%	+5%	+4%
<b>Income Before Taxes</b>	48,700	56,283	57,952	+3%	59,851	60,249	+1%	+19%	+4%
Income taxes	(10,195)	(12,945)	(13,329)	+3%	(13,766)	(13,857)	+1%	+31%	+4%
Provision for Profit Sharing	(4,059)	(4,705)	(4,724)	+0%	(5,043)	(4,991)	-1%	+16%	+6%
Minority Interest	(2,632)	(3,042)	(3,132)	+3%	(3,234)	(3,256)	+1%	+19%	+4%
<b>Recurring Net Income</b>	31,815	35,592	36,767	+3%	37,808	38,145	+1%	+16%	+4%
<b>Credit Portfolio (R\$ bn)</b>	891,283	982,010	969,743	-1%	1,087,206	1,065,088	-2%	+9%	+10%
<b>Recurring ROAE</b>	21.9%	21.0%	21.6%	+0.6 p.p.	19.8%	20.0%	+0.2 p.p.	-0.3 p.p.	-1.6 p.p.

Fontes: Relatórios da Companhia e Estimativas do Santander.

Estamos revisando nossas estimativas para o BB, bem como incorporando as novas projeções da equipe Macro do Santander (crescimento do PIB em 2023 de 1,0%, inflação de 6,0% e taxa de juros de 13,0%).

## Guidance 2023

Figura 9 – Guidance 2023 do Banco do Brasil

Banco do Brasil	2023 Guidance			Santander Estimates	Santander Estimates vs. Guidance's Mid-Point
	Low	Middle	High		
Adjusted Net Income	R\$33.0 bn	R\$35.0 bn	R\$37.0 bn	R\$36.8 bn	+R\$1.8 bn
Net Interest Income	+17.0%	+19.0%	+21.0%	+20.1%	+110 bps
Loan Portfolio <sup>(1)</sup>	+8.0%	+10.0%	+12.0%	+10.4%	+0.4 p.p.
Retail	+7.0%	+9.0%	+11.0%	+7.7%	-1.3 p.p.
Wholesale <sup>(2)</sup>	+7.0%	+9.0%	+11.0%	+7.0%	-2.0 p.p.
Rural	+11.0%	+13.0%	+15.0%	+15.6%	+2.6 p.p.
Fee income	+7.0%	+9.0%	+11.0%	+8.1%	-90 bps
Expenses	+7.0%	+9.0%	+11.0%	+7.7%	-130 bps
Provisions (expanded)	R\$19.0 bn	R\$21.0 bn	R\$23.0 bn	R\$20.2 bn	-R\$0.8 bn

Fontes: Relatórios da Companhia e Estimativas do Santander.

(1) Considera carteira de crédito doméstica orgânica com títulos privados e garantias. (2) Não inclui operações do governo.

## Valuation

Estamos elevando nosso preço-alvo (2023E) para R\$ 75,00 vs. R\$ 62,00. Nosso novo preço-alvo sugere um potencial de alta de 74% em relação ao preço atual da ação. Assim, reiteramos nossa recomendação de “Compra” para BB.

Avaliamos o BB através de um modelo de *valuation* em três estágios baseado em uma abordagem de renda residual, com um custo terminal de capital próprio de 17% (inalterado). Para a primeira etapa, consideramos a modelagem explícita até 2025 e, para a segunda etapa, avaliamos até 2029 usando um ROAE de 19% com um *payout* de dividendos de 40%. Por fim, a fase final é baseada em uma taxa de crescimento terminal de 5,5% e um ROE perpétuo de 18% (vs. 16% anteriormente).

Para 2023E, o BB negocia a um P/L de 3,4x e P/VPA de 0,7x; em nosso preço-alvo, a ação seria negociada a um P/L 2023E de 5,8x e P/VPA de 1,2x, implicando um valor justo de patrimônio líquido de R\$ 217,5 bilhões.

## Riscos

Os riscos negativos são:

- (i) potencial enfraquecimento da economia brasileira devido aos elevados índices de alavancagem das famílias no país, afetando o crescimento do crédito do sistema e, conseqüentemente, o potencial de volume do BB;
- (ii) cenário econômico se deteriorando significativamente, fazendo com que os índices de inadimplência superem nossa expectativa de retorno aos níveis pré-COVID; e
- (iii) ameaça competitiva acima do esperado pelo impacto das *fintechs*, ou seja, indo além das taxas e afetando as concessões de crédito.

## Comunicado Importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários).

Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão, veracidade das informações aqui contidas.

Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos.

As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equívocas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem nosso ver na data de sua emissão e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório.

O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 20").

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

A fim de atender à exigência regulatória prevista na Resolução CVM 20, segue declaração do analista:

Nós, **Henrique Navarro**, **Arnon Shirazi** e **Anahy Rios**, analistas de valores mobiliários credenciados nos termos da Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritores e responsáveis por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaramos que as recomendações refletem única e exclusivamente a nossa opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estamos vinculados, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaramos o que segue:

- (i) O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
- (ii) As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança do analista, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;
- (iii) O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório;

O Banco Santander (Brasil) S.A, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declaram, nos termos da Resolução CVM 20, que:

- Têm interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.
- Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.
- Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) objeto do presente relatório de análise.
- Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.
- Prestaram, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander.

Este relatório foi preparado pelo analista responsável do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso.

Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro.

Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.

© 2023 Copyright Banco Santander (Brasil) S/A. Direitos Reservados

Este relatório é uma versão em português do original publicado por Santander US Capital Markets LLC. em 09/05/2023. Responsável pela tradução: Alice Corrêa.

 **Santander**  
Corporate & Investment Banking