

9 de noviembre de 2023

Resumen financiero

Activo (M de USD)	379.819,9
Pasivo (M de USD)	349.969,1
Patrimonio neto (M de USD)	30.850,8
Ratio patrimonio neto/activo	8,12%
Duración promedio ponderada deuda USD	2,07 años
Cupón promedio ponderado deuda USD	4,4%

Indicadores financieros (en M de USD)

	2021	2022	2023e	2024e
Ingresos	29.604,1	54.217,6	61.808,1	66.134,7
<i>Crec. YoY</i>		83,1%	14,0%	7,0%
EBIT	6.824,7	10.915,8	12.447,6	13.086,6
<i>Crec. YoY</i>		59,9%	14,0%	5,1%
Res. neto	3.652,4	5.783,2	6.537,2	6.981,7
<i>Crec. YoY</i>		58,3%	13,0%	6,8%

Márgenes y ratios de rentabilidad

	2021	2022	2023e	2024e
Margen bruto	58,5%	42,0%	41,3%	40,7%
Margen operativo	23,1%	20,1%	20,1%	19,8%
Margen neto	12,3%	10,7%	10,6%	10,6%
ROE	14,4%	20,3%	19,2%	17,1%
ROA	1,1%	1,6%	1,7%	1,8%

Ratios de deuda

	2021	2022	2023e	2024e
Deuda neta/PN	188,0%	190,3%	172,0%	151,7%

Flujos de caja (en M de USD)

	2021	2022	2023e	2024e
CF de operación	-8.293	12.798	14.506	15.412
CF de inversión	-9.905	-3.489	-5.423	-6.272
CF financiero	-4.626	-5.466	-6.123	-5.405
Dif de cambio	288	-1.066	407	-124
CF neto	-22.536	2.777	3.367	3.611

RESUMEN EJECUTIVO

Recomendamos COMPRAR bonos internacionales de Banco do Brasil.

Banco do Brasil reportó en el 2ºT23 una ganancia neta de USD 1,7 Bn (21,3% de ROE), con un incremento de 11,7% YoY. En comparación con los primeros tres meses de este año, el resultado creció 2,8% QoQ.

La cartera de crédito ampliada cerró marzo en los BRL 921,5 Bn (USD 192,5 Bn), equivalente a un crecimiento anual de 24,4% y del 6,5% ante el 1ºT23. En ambos períodos de comparación se observaron crecimientos significativos en todos los segmentos. Los ingresos netos por intereses (NII) aumentaron 8,2% QoQ, debido a un mayor volumen y un repricing de la cartera.

Para 2023, la entidad espera incrementar la cartera de crédito en un rango del 9% al 13% (anteriormente del 8% al 12%).

El banco cerró el 2ºT23 con una tasa de morosidad de 2,73%, en comparación con el 2,62% de marzo y el 2% de junio del año anterior.

El rápido y sólido ciclo de endurecimiento monetario en Brasil, que aumentó la tasa SELIC en 1.175 puntos básicos a un máximo de 13,75% entre febrero de 2021 y agosto de 2022, ciertamente ayudó a Banco do Brasil a aumentar sus beneficios en los últimos trimestres.

Sin embargo, la política monetaria se está moviendo ahora en la dirección opuesta y, aunque esto aún no sea un obstáculo, ciertamente no será un viento a favor tan fuerte como lo ha sido en los últimos años.

El entorno actual que está emergiendo combina tasas de interés más bajas y competidores que regresan, aunque gradualmente, para ser más agresivos en el otorgamiento de crédito. Todo esto debería poner presión en el ROE de Banco do Brasil. Pero es posible que el banco pueda superar estos desafíos y mantener su nivel de rentabilidad.

Obligaciones Negociables de Banco do Brasil

Banco do Brasil posee en total 6 bonos denominados en dólares emitidos bajo ley Nueva York, que fueron lanzados directamente por la empresa matriz. Del total, solo dos tienen la condición de perpetuidad.

La deuda financiera de la empresa en moneda extranjera tiene una *duration* promedio ponderada de 2,07 años, por lo que los pagos de capital se concentran entre 2024 y 2026. Además, posee un cupón fijo promedio ponderado de 4,4%, por lo que totaliza obligaciones de capital por USD 6.151,34 M.

En la actualidad, los rendimientos de las emisiones más importantes se ubican entre 6,4% y 6,6%. Además, sus montos mínimos para operar son de USD 200.000 nominales, por lo que están destinados a inversores institucionales.

Estas cotizaciones parecen descontar que cumpliría sus compromisos, gracias a la capacidad de refinanciar sus deudas a largo plazo al contar con calificación de grado de inversión "BB-".

Desempeño operativo durante el 2ºT23

El Banco do Brasil, la entidad financiera más grande del país y de control estatal, informó que obtuvo en el segundo trimestre del año un beneficio neto de BRL 8,8 Bn M (unos USD 1,7 Bn), un 11,7% más frente al mismo período de 2022. En comparación con los primeros tres meses de este año, el resultado creció 2,8% QoQ. La ganancia superó las previsiones de mercado de BRL 8,66 Bn.

El beneficio contable alcanzó BRL 8,35 Bn, un aumento del 1,8% en el trimestre y del 8,7% en un año. El margen financiero bruto totalizó BRL 22,89 Bn, resultando en un crecimiento del 8,2% QoQ y del 34,2% YoY, respectivamente. La cartera de crédito ampliada alcanzó BRL 1,045 Bn, es decir una expansión del 1,2% y del 13,6%, en la misma base de comparación.

Los ingresos por servicios totalizaron BRL 8,29 Bn, lo que representa un aumento del 1,9% con respecto al trimestre anterior y un incremento del 5,6% en los últimos 12 meses. Los gastos administrativos alcanzaron los BRL 9,04 Bn, con un aumento del 3,9% en el trimestre y del 8,8% en el último año.

El retorno sobre el patrimonio neto (ROE) fue del 21,3% en junio, en comparación con el 21% registrado en marzo y el 20,8% en junio de 2022. El índice de Basilea fue del 12,21%, en contraste con el 16,19% y el 17,54% en la misma base de comparación.

El Banco do Brasil informó que sus gastos netos en provisiones para deudores ascendieron a BRL 7,18 BRL en el 2ºT23, lo que representa un aumento del 22,6% con respecto al trimestre anterior y un incremento del 144,3% en comparación con el mismo período del año pasado.

El resultado neto en el trimestre, según la entidad financiera, se explica por el gasto de BRL 8,50 Bn en riesgo crediticio, BRL 340 M en pérdidas por deterioro y BRL 491 M en descuentos otorgados, con una ganancia de BRL 2,15 BRL en créditos recuperados.

Banco do Brasil señaló que se realizó un ajuste adicional para una empresa del segmento *large corporate* que solicitó la recuperación judicial en enero, lo que implicó el cambio de riesgo de F (provisión del 50%) a riesgo G (70%), con un impacto de BRL 338,8 M. El índice de cobertura disminuyó al 180,6% en junio, en comparación con el 193,9% de marzo y el 214,8% de junio de 2022.

El banco cerró el 2ºT23 con una tasa de morosidad de 2,73%, en comparación con el 2,62% de marzo y el 2% de junio del año anterior. Según la entidad, este comportamiento fue nuevamente influenciado por el caso de la empresa Americanas (gigante del comercio minorista en Brasil). Sin eso, la tasa de morosidad habría sido del 2,65%.

El Banco de Brasil ha actualizado sus proyecciones para la cartera de crédito, el margen financiero bruto, las provisiones para deudores incobrables (PDD) y los ingresos por comisiones. La previsión para la expansión de la cartera de crédito se ha ajustado al rango del 9% al 13% (anteriormente del 8% al 12%). La expectativa para personas físicas se ha mantenido igual, mientras que para empresas ha aumentado al rango del 8,0% al 12,0% (anteriormente del 7,0% al 11,0%). Para el sector del agronegocio, se ha ajustado al rango del 14,0% al 18,0% (anteriormente del 11,0% al 15,0%).

El *guidance* para la expansión del margen financiero bruto se ha ampliado al rango del 22% al 26% (anteriormente del 17% al 21%). El Banco de Brasil ahora espera un PDD en el rango de BRL 23 Bn a BRL 27 Bn (anteriormente de BRL 19 Bn a BRL 23 Bn). La proyección para la expansión de los ingresos por comisiones se ha ajustado al rango del 4% al 8% (anteriormente del 7% al 11%).

RESULTADOS FINANCIEROS 2ºT23 en M de USD

	2ºT23	1ºT23	2ºT22	Variación %	
				QoQ	YoY
Ingresos totales	13.126	11.618	13.388	13,0	-2,0
Resultado Operativo	2.468	2.359	2.330	4,6	5,9
Ganancia Neta	1.689	1.581	1.563	6,8	8,1
Provisiones	-10.245	-9.889	-8.964	3,6	14,3
Cartera de Crédito total	192.553	180.864	154.769	6,5	24,4
Depositos total	165.767	153.134	141.745	8,2	16,9
Índice de Morosidad	2,7%	2,6%	2,0%	-	-

Fuente: Banco do Brasil

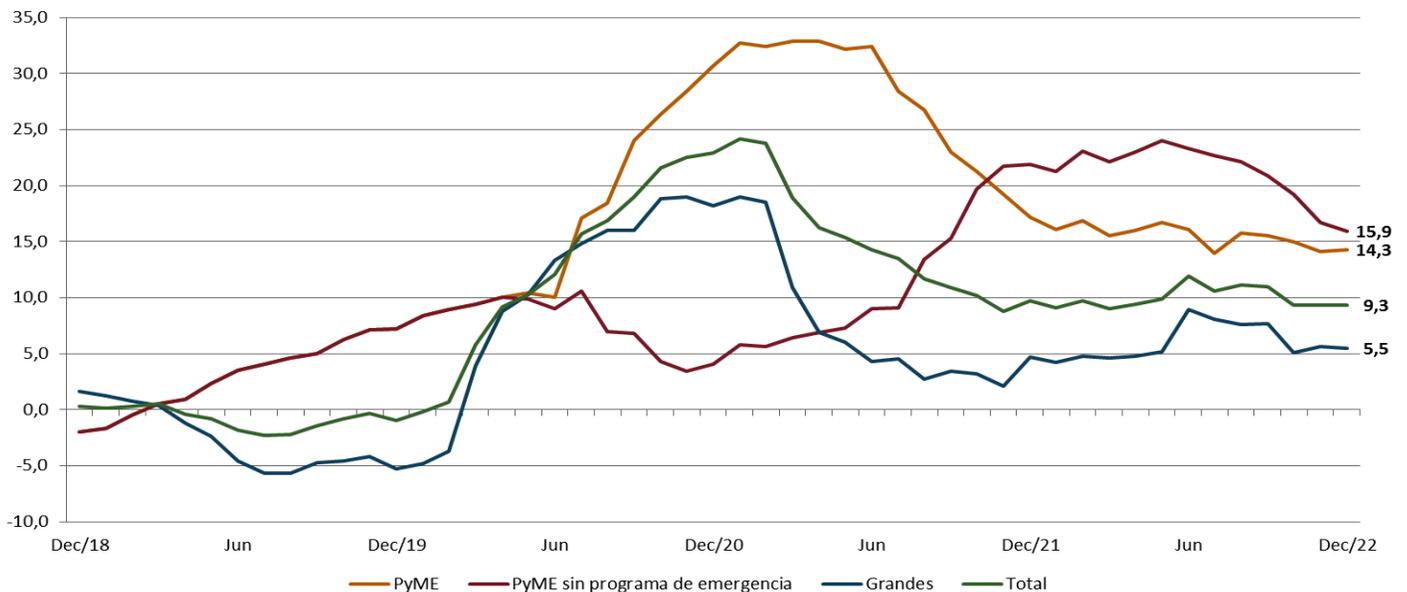
Situación del sector bancario brasileño

En los últimos años, el sector bancario de Brasil se ha caracterizado por mostrar una base de depósitos grande y estable de clientes, altos márgenes de interés neto y una regulación bancaria sólida, en línea con los estándares internacionales. Pero también se ha caracterizado por una alta presencia de los bancos de propiedad del gobierno, lo que provoca distorsiones del mercado, y una cultura de pagos más débil que en las economías desarrolladas.

El sistema bancario ralentizó el crecimiento del crédito. Si bien continúan creciendo a un ritmo elevado, la desaceleración fue más pronunciada en las operaciones de mayor riesgo con personas naturales, como las vinculadas a tarjetas de crédito. En general, el crédito a personas se desaceleró, excepto el rural y el de vivienda, cuyas tasas de crecimiento se mantuvieron estables.

El crédito a empresas se desaceleró a un ritmo más suave. Esto se debe a que el crédito se mantuvo alto debido a: (i) los programas de emergencia para microempresas; (ii) capital de trabajo y financiamiento de inversiones para pequeñas empresas; y (iii) financiamiento de bienes y transacciones con cuentas por cobrar adquiridas para medianas empresas. Los mercados de capitales siguieron siendo una fuente de financiación relevante, especialmente para las grandes empresas.

CRÉDITO BANCARIO: crecimiento anual (en %). últimos 4 años



Fuente: Banco Central de Brasil

En línea con la mayor materialización de riesgos, las provisiones aumentaron y se mantienen por encima de las pérdidas esperadas. A pesar de ello, el crédito asumido por personas con criterios menos restrictivos aún no ha madurado por completo.

Las mayores provisiones mantuvieron un nivel cómodo de provisiones para respaldar las pérdidas crediticias esperadas, según estimaciones del Banco Central de Brasil (BCB) basadas en modelos de probabilidad de incumplimiento (PD) y pérdida en caso de incumplimiento (LGD), aplicados a datos del Sistema de Información Crediticia (SCR) del BCB.

El sistema financiero presenta un índice de cobertura de pérdida esperada de 1,29 en diciembre de 2022.

PÉRDIDA ESPERADA Y PROVISIÓN: en %

Segmento	Pérdida esperada	Provisión	Cobertura
Bancos públicos	3,7%	5,2%	1,4%
Bancos privados	6,0%	8,0%	1,3%
Cooperativas de crédito	3,8%	4,3%	1,1%
Entidades digitales	7,8%	8,0%	1,0%
Otros bancos privados	4,1%	4,5%	1,1%
Total	4,7%	6,0%	1,3%

Fuente: Banco Central de Brasil

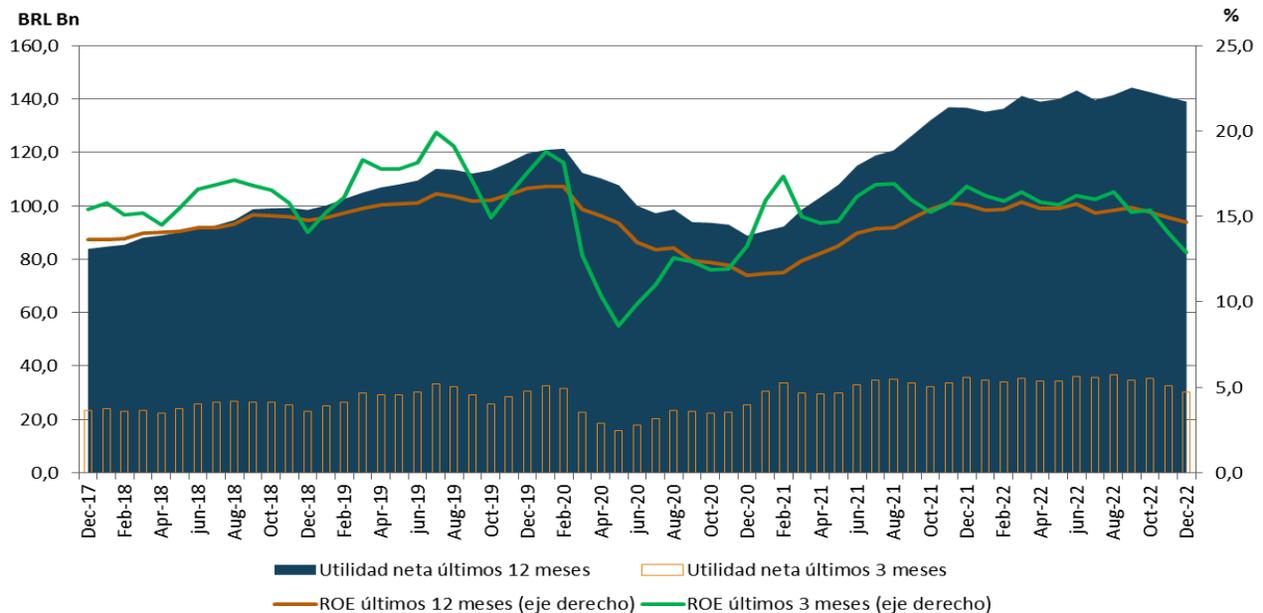
La rentabilidad del sistema bancario disminuyó en la segunda mitad de 2022. Luego de recuperarse a los niveles previos a la pandemia, la rentabilidad bancaria se redujo, reflejando, por un lado, el crecimiento del Margen de Interés Neto (NII por sus siglas en inglés) y, por otro, un aumento de las Provisiones para Riesgos Crediticios, así como un ligero empeoramiento en la eficiencia operativa.

El crecimiento del NII se vio impulsado por el aumento de las ganancias de tesorería. En este contexto, las provisiones para riesgos crediticios crecen por la mayor materialización del riesgo de crédito y, en particular, por el caso de la empresa Americanas. La eficiencia operativa se vio afectada negativamente ya que los gastos administrativos aumentaron a un ritmo mayor que los ingresos operativos. Sin los efectos de Americanas, la rentabilidad se habría mantenido prácticamente estable con respecto a 2021.

Los resultados del sistema bancario deberían permanecer bajo presión en el mediano plazo. La utilidad neta de los bancos fue de BRL 139.000 M (USD 26.938 M) en 2022, 2% más que el año anterior. El Retorno sobre Patrimonio Neto (ROE) fue de 14,7%, contra 15,7% al cierre de 2021. En el período, los bancos con pérdidas representaron sólo el 3% del total de activos del sistema³⁵.

El escenario esperado para 2023 es de menor actividad económica, menor crecimiento del crédito y elevados niveles de morosidad e inflación. Por lo tanto, es probable que la rentabilidad del sistema bancario permanezca bajo presión en el mediano plazo.

UTILIDAD NETA (en Bn de BRL) y ROE (en %). últimos 5 años



Fuente: Banco Central de Brasil

Las ganancias podrían crecer más lentamente hacia adelante, debido a las proyecciones de una actividad económica más débil para 2023 y 2024, un menor crecimiento del crédito, la normalización de la morosidad y los mayores costos de financiación y operativos, que representan obstáculos para la evolución de la rentabilidad en el futuro.

Respecto al agresivo endurecimiento monetario de Brasil para luchar contra la inflación, que ha elevado las tasas de interés hasta el 13,75% desde un mínimo histórico del 2% en marzo de 2021, destacamos que el efecto sobre la rentabilidad de los bancos no está claro, dado que aumenta los costos de financiación para los bancos, pero también implica tasas más altas para los nuevos préstamos.

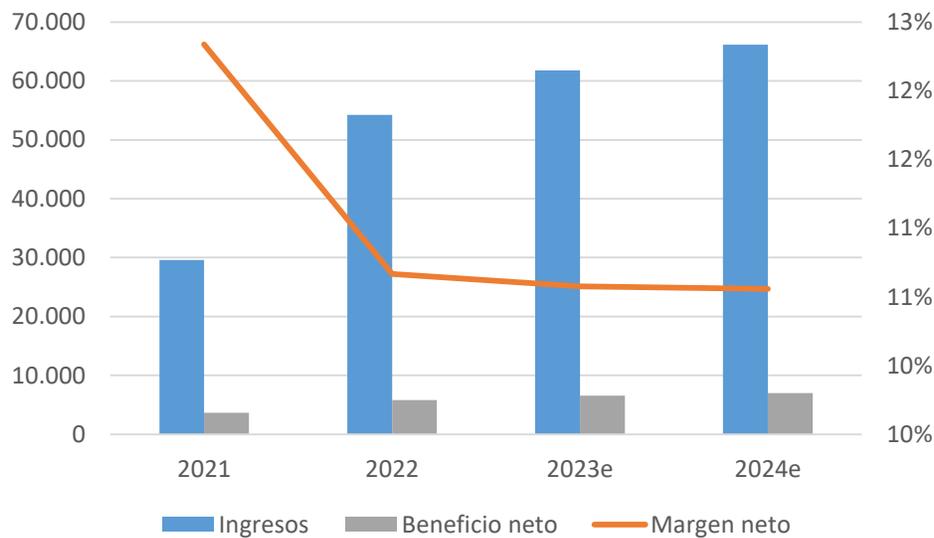
Perspectivas operativas 2023 y 2024

Proyectamos que Banco do Brasil finalizaría el año 2023 con una suba de sus ingresos de +14,0% en dólares, extendiendo el incremento registrado en 2022, impulsado por la recuperación del consumo interno en Brasil y por el incremento en las tasas de interés de referencia con las que el banco determina el costo de sus préstamos.

Para este año, estimamos que el margen bruto disminuya ligeramente a 41,3% desde el 42,0% del año previo. A su vez, calculamos una mejora del resultado operativo a USD 12.448 M, con su margen operativo manteniéndose en 20%.

Se espera que el resultado financiero permanezca en valores negativos pero no afectarían significativamente al resultado antes de impuestos. El margen neto mostraría una ligera disminución a 10,6% en 2023 desde el 10,7% de 2022. Por otro lado, su ROE y ROA finalizarían este año en 19,2% y 1,7%, para luego ubicarse el año próximo en 17,1% y 1,8% respectivamente.

BANCO DO BRASIL: Evolución del ingreso (en M de USD), beneficio y margen neto



Fuente: Elaborado en base a información pública de la empresa y proyecciones propias

La deuda financiera neta como proporción del patrimonio disminuiría a 172% en 2023 respecto a la cifra observada en 2022 (190%). Asimismo, se espera que el apalancamiento se mantenga alto, ya que el capital equivaldría al 9,7% del activo en 2023 y 11,3% en 2024.

Dada la naturaleza de su actividad, su relación patrimonio sobre activo se mantiene por debajo de lo que registran empresas de otros sectores.

Para 2024 estimamos un incremento de los ingresos en dólares de +7,0%, mientras se prevé que persistan las altas tasas de interés en un contexto de moderación de la inflación global.

Proyectamos una leve disminución del margen bruto a 40,7%, al tiempo que su margen operativo se ubicaría en torno a 19,8% y el margen neto se ubicaría en 10,6%.

Ratios comparables del sector bancario

Tomando como muestra algunas de las empresas financieras más importantes de Brasil, Banco do Brasil presenta buenas cifras operativas en relación al resto de la muestra, aunque sus indicadores patrimoniales son muy débiles.

En términos de retornos, el ROE es el séptimo más bajo con relación al resto de las entidades de la muestra, mientras que el ROA se encuentra entre los registros más bajos. Asimismo, Itaúsa Investimentos, Bradespar y B3 Brasil Bolsa Balcao están mejor posicionados entre las principales empresas del país.

En lo que refiere al margen neto *trailing* 12 meses, la mayor entidad financiera del país se encuentra por debajo del promedio de la muestra, mientras que Banco Bradesco se ubica en el último lugar.

La relación del patrimonio sobre el activo de Banco do Brasil es bajo y se encuentra en niveles cercanos a los de Itaú Unibanco, Bradesco y XP Inc.

BDORY tiene un PE *trailing* 12 meses relativamente bajo en la muestra general, siendo la cuarta entidad financiera con menor valor en este múltiplo dando señales que la acción pudiera estar subvaluada bajo esta métrica.

Con relación al PB *trailing* 12 meses y el PS *trailing* 12 meses, BDORY muestra los valores más bajos de la muestra para ambos indicadores, reiterando la subvaluación que presenta con relación a otras entidades financieras.

ANÁLISIS RATIOS COMPARABLES: bancos brasileños

Nombre	Precio	Ticker	Cap. Bursátil USD M	P/B Trail.12m	P/E Trail. 12m	P/S Trail. 12m	Ventas netas (en M de USD)	Marg.Netto (%)	ROE (%)	ROA (%)	PN/A (%)
Banco do Brasil	10,39	BDORY	53.804,82	1,43	8,95	1,58	44.718,00	19,71	18,27	1,34	7,32
Itaú Unibanco	5,45	ITUB	30.004,43	0,89	4,39	1,02	52.145,25	28,53	21,03	1,64	7,79
Banco Bradesco	2,97	BBD	31.121,08	0,95	10,45	1,16	37.215,21	12,01	9,90	0,86	8,65
Banco Santander Brasil	5,40	BSBR	21.931,19	0,94	20,43	1,48	25.111,13	14,35	9,22	0,93	10,06
Banco BTG Pactual	15,55	BPAC3	28.134,23	2,93	44,96	2,07	13.848,01	16,69	19,09	1,88	9,84
XP Inc	20,64	XP	12.100,24	3,20	16,48	4,37	2.816,48	26,60	20,64	1,65	7,99
B3 Brasil Bolsa Balcao	7,60	BOLSY	14.880,70	3,53	16,55	8,06	1.880,50	46,40	20,27	8,83	43,54
Itaúsa Investimentos Itaú	9,35	ITSA3	18.822,65	1,19	6,83	11,75	1.631,22	175,50	18,38	13,81	75,12
Bradespar	20,35	BRAP3	1.903,66	1,22	3,46	3,41	568,83	101,18	35,94	35,68	99,27

Fuente: Refinitiv

Obligaciones negociables de Banco do Brasil

Banco do Brasil posee en total 6 bonos denominados en dólares emitidos bajo ley Nueva York, que fueron lanzados directamente por la empresa matriz. Del total, solo dos tienen la condición de perpetuidad.

La deuda financiera de la empresa en moneda extranjera tiene una *duration* promedio ponderada de 2,07 años, por lo que los pagos de capital se concentran entre 2024 y 2026. Además, posee un cupón fijo promedio ponderado de 4,4%, por lo que totaliza obligaciones de capital por USD 6.151,34 M.

En la actualidad, los rendimientos de las emisiones más importantes se ubican entre 6,4% y 6,6%. Además, sus montos mínimos para operar son de USD 200.000 nominales, por lo que están destinados a inversores institucionales.

Estas cotizaciones parecen descontar que cumpliría sus compromisos, gracias a la capacidad de refinanciar sus deudas a largo plazo al contar con calificación de grado de inversión (BB-).

BONOS DE BANCO DO BRASIL: datos técnicos

Emisor	Moneda	Cupón (%)	Fecha de vencimiento	Precios al 08/11/2023	TIR (%)	Duración modificada	Monto en circulación (en M de USD)	Rating S&P	ISIN	Monto mínimo (en nominales)
BBASC	USD	4,750	20/03/2024	99,32	6,62	0,36	750,00	BB-	USP1R027AA25	200.000
BBASC	USD	4,625	15/01/2025	97,74	6,63	1,11	1.000,00	BB-	USP3772WAH53	200.000
BBASC	USD	3,250	30/09/2026	91,78	6,41	2,68	750,00	BB-	USP2000TAA36	200.000
BBASC	USD	4,875	11/01/2029	92,98	6,49	4,39	500,00	BB-	USP3772WAK82	200.000
BBASC	USD	6,250	Perpetual	96,38	9,30	0,43	1.780,00	BB-	USG07402DP58	200.000
BBASC	USD	9,000	Perpetual	100,75	10,90	0,55	1.371,34	BB-	USP3772WAF97	200.000

Fuente: Refinitiv y Cbonds

Descripción de Banco do Brasil

Banco do Brasil S.A. es una institución financiera brasileña, constituida en la forma de Sociedad de Economía Mixta, con participación del gobierno brasileño con el 70% de las acciones. Dichas acciones se negocian en la Bolsa de Valores de San Pablo.

Según datos del propio Banco, la empresa posee 15.133 puntos de atención distribuidos por el país, entre agencias y puestos, siendo que el 95% de sus agencias poseen cajeros automáticos (son más de 40 mil terminales), que funcionan además de los 109 mil empleados bancarios. Tiene también opciones de acceso vía internet, teléfono, y telefonía celular. Está presente en más de 21 países, además de Brasil, mayormente en América Central y del Sur.

El Banco de Brasil posee 4.043 agencias, estando presente en la mayoría de los municipios del país, con una estructura de 113.000 empleados, además de 10.000 pasantes, 5.000 mil empleados temporales, y 4.800 trabajadores adolescentes en formación.

La filial argentina de Banco do Brasil es el Banco Patagonia.

ESTADO DE RESULTADOS: en M de USD

	2021	2022	2023e	2024e
Ingresos por ventas	29.604,1	54.217,6	61.808,1	66.134,7
Costo de ventas	-12.272,8	-31.426,1	-36.297,1	-39.200,9
Resultado bruto	17.331,3	22.791,6	25.511,0	26.933,8
Gastos operativos	-10.506,6	-11.875,8	-13.063,4	-13.847,2
Resultado operativo	6.824,7	10.915,8	12.447,6	13.086,6
Resultado financiero neto	-2.382,1	-3.495,0	-4.504,5	-4.746,3
Resultado antes de impuesto	4.442,6	7.420,8	7.943,1	8.340,3
Impuesto a las ganancias	-790,2	-1.637,6	-1.405,9	-1.358,6
Ganancia o pérdida neta	3.652,4	5.783,2	6.537,2	6.981,7
Deuda financiera	52.545,4	62.165,7	68.382,3	71.801,4
Efectivo y equivalentes	3.235,7	3.464,0	4.087,5	4.496,2
Deuda financiera neta	49.309,7	58.701,8	64.294,8	67.305,2
Deuda neta/patrimonio	188,0%	190,3%	172,0%	151,7%
Activo total	340.994,7	379.819,9	386.357,1	393.338,8
Pasivo total	314.763,1	348.969,1	348.969,1	348.969,1
Patrimonio neto	26.231,6	30.850,8	37.388,0	44.369,6
Relación Patrimonio/Activo	7,7%	8,1%	9,7%	11,3%

Fuente: elaboración propia

Este informe fue confeccionado sólo con propósitos informativos y su intención no es la de recomendar la compra o venta de algún título o bien. Contiene información disponible en el mercado y dichas fuentes se presumen confiables. Sin embargo, no podemos garantizar la integridad o exactitud de las mismas. Todas las opiniones y estimaciones reflejan el juicio actual del autor a la fecha del informe, y su contenido puede ser objeto de cambios sin previo aviso. El valor de una inversión ha de variar como resultado de los cambios en el mercado. La información contenida en este informe no es una predicción de resultados, ni asegura alguno. En la medida en que la información obtenida del informe pueda considerarse como recomendación, dicha información es impersonal y no está adaptada a las necesidades de inversión de ninguna persona específica. Por lo tanto, no refleja todos los riesgos u otros temas relevantes relacionados a las inversiones en los activos mencionados. Antes de realizar una inversión, los interesados deben asegurarse que comprenden las condiciones y cualquier riesgo asociado. Recomendamos que se asesore con un profesional. Research for Traders no recibe ninguna remuneración a consecuencia de las operaciones realizadas sobre activos mencionados en el informe. Se encuentra prohibido reenviar este mail con sus contenidos y/o adjuntos dado que es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Por lo tanto, no podrá ser reproducido ni total ni parcialmente sin previa autorización de Research for Traders.

Copyright 2011 © Research for Traders. All rights reserved