

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

FELIPE DE OLIVEIRA BORGES

VALUATION: DEFININDO O VALOR JUSTO PARA O BANCO SANTANDER

PORTO ALEGRE

2022

FELIPE DE OLIVEIRA BORGES

VALUATION: DEFININDO O VALOR JUSTO PARA O BANCO SANTANDER

Trabalho de conclusão de curso apresentado à Escola de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Orientador: Guilherme Kirch

PORTO ALEGRE

AGRADECIMENTOS

Primeiramente quero dedicar este trabalho aos meus pais que estiveram comigo em todos os momentos, me dando todo o suporte e condições necessárias durante toda minha vida. Sempre fizeram tudo por mim e se estou aqui hoje é graças a eles, a minha maior base.

Dedico para minhas avós, meu avô e minha bisavó, pois assim como meus pais, eles me ensinaram muitas lições importantes e também estiveram dispostos a todo momento em me ajudar no que eu precisasse.

Uma dedicação especial aos meus amigos que são outra base importantíssima em minha vida, são pessoas que vieram sem pedir nada em troca e se tornaram minha segunda família.

Agradeço a todos os meus colegas de trabalho, atuais e também os que passaram na minha trajetória profissional, e aos meus professores da Universidade Federal do Rio Grande do Sul que me ajudaram a chegar até esse momento, em especial ao meu orientador Guilherme por me auxiliar nesse desafio que foi o TCC.

Por último e não menos importante, quero agradecer aos meus colegas e amigos Francine, Guilherme, Eduardo, Bernardo e Leonardo por estarem comigo em toda essa jornada na faculdade, e principalmente ao meu também colega e amigo Gabriel, que esteve comigo desde o primeiro semestre e se tornou uma referência pessoal e profissional em minha vida.

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo analisar uma empresa de capital aberto com base em um modelo de fluxo de caixa descontado. O estudo de caso teve como metodologia a pesquisa exploratória quali-quantitativa. De acordo com o modelo proposto, após os cálculos realizados, pôde-se compreender e utilizar as premissas na projeção do fluxo de caixa, taxa de crescimento e taxa de desconto para chegar ao valor da empresa pelo processo de *valuation*, comparando-a aos seus concorrentes. O preço da ação na bolsa brasileira (B3 - Brasil, Bolsa, Balcão) no dia 20 de setembro de 2022 foi de R\$31,28, e o modelo proposto chegou a um valor justo por ação do Banco Santander S.A. de R\$ 14,67, sendo assim, com base neste estudo, no momento a ação está com uma cotação maior do que o seu preço justo, logo, a empresa pode estar supervalorizada.

Palavras-chave: *Valuation*; Avaliação de empresas.

ABSTRACT

The aim of this work is to analyze a publicly traded company based on a discounted cash flow model. The case study was based on qualitative-quantitative exploratory research. According to the proposed model, after the calculations performed, it was possible to understand and use the assumptions in the cash flow projection, growth rate and discount rate to arrive at the company's value through the valuation process, comparing it to its competitors. The share price on the Brazilian stock exchange (B3 - Brasil, Bolsa, Balcão) on September 20, 2022 was R\$31.28, and the proposed model at a fair value per share of Banco Santander S.A. of R\$ 42.38, so, based on this study, at the moment the stock is priced higher than its fair price, so the company may be overvalued.

Keywords: Valuation; Valuation of companies.

SUMÁRIO

| | |
|--|-----------|
| 1. DEFINIÇÃO DO TEMA DE ESTUDO..... | 6 |
| 2. JUSTIFICATIVA..... | 8 |
| 3. REVISÃO TEÓRICA..... | 9 |
| 3.1. VALUATION..... | 9 |
| 3.2. MÉTODOS DE VALUATION..... | 10 |
| 3.2.1. Método de fluxo de caixa descontado (FCD)..... | 10 |
| 3.2.2. Método de múltiplos de mercado..... | 10 |
| 3.2.3. Método de valor patrimonial..... | 12 |
| 3.3. FLUXO DE CAIXA DESCONTADO..... | 14 |
| 3.3.1. Projeção de fluxos de caixa..... | 16 |
| 3.3.2. Projeção da Taxa de desconto..... | 18 |
| 3.3.3. Perpetuidade e taxa de crescimento..... | 20 |
| 3.4. TRABALHOS RECENTES UTILIZANDO FCD EM EMPRESAS DO SETOR FINANCEIRO..... | 22 |
| 3.4.1. Utilização do FCD para análise do Banrisul..... | 23 |
| 3.4.2. Utilização do FCD para análise da Cielo..... | 24 |
| 3.4.3. Utilização do FCD para análise do Sicoob..... | 25 |
| 4. OBJETIVOS..... | 27 |
| 4.1. OBJETIVO GERAL..... | 27 |
| 4.2. OBJETIVOS ESPECÍFICOS..... | 27 |
| 5. METODOLOGIA..... | 28 |
| 5.1. PESQUISA QUALI-QUANTITATIVA EXPLORATÓRIA..... | 28 |
| 5.2. COLETA DAS INFORMAÇÕES E DADOS..... | 28 |
| 5.3. ORGANIZAÇÃO DAS INFORMAÇÕES E DADOS COLETADOS..... | 29 |
| 6. ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DAS INFORMAÇÕES E DADOS..... | 30 |
| 6.1. AVALIAÇÃO POR FLUXO DE CAIXA DESCONTADO..... | 30 |
| 7. CONSIDERAÇÕES FINAIS..... | 40 |
| REFERÊNCIAS..... | 42 |

1. DEFINIÇÃO DO TEMA DE ESTUDO

O processo do *valuation* busca definir um valor justo para determinada empresa, e consequentemente, encontrar também o valor adequado para o preço de suas ações. Assim, chega-se à conclusão de que a empresa está descontada (com múltiplos abaixo de seu valor real, em outras palavras, a ação da companhia está barata), ou seja, subvalorizada, se está supervalorizada (cara, no atual valor de negociação de suas ações), ou até mesmo se as ações já estão em seu preço justo. O *valuation*, nada mais é do que análise de empresas, utilizando um dos métodos disponíveis. Conforme trazido por Damodaran (2012, p. 3):

As percepções podem ser tudo o que importa quando o objeto é uma pintura ou uma escultura, mas os ativos financeiros devem ser adquiridos com base na expectativa dos fluxos de caixa a serem recebidos no futuro. O preço de uma ação não se justifica apenas pelo argumento de que haverá outros investidores dispostos a pagar preço mais alto no futuro. Isso seria o equivalente a participar de um jogo de dança das cadeiras valendo dinheiro, o que, em última instância, se resume a: Onde você estará quando a música parar?

Com o aumento da taxa de juros a partir de março de 2021, como pode ser visto no site oficial do banco central do Brasil (2022), tentando conter a inflação, o banco central acaba premiando os superavitários com rendimentos altos em aplicações de menor risco. Se por um lado, quando a taxa Selic está em viés de baixa, a análise de empresas é fundamental, por outro, quando a taxa possui um viés de alta, também é essencial que a análise esteja atualizada, para que os investidores consigam localizar boas oportunidades de investimentos na renda variável, e não caiam nas armadilhas das "previsões sobre o mercado de ações divulgadas pelas casas de corretagem, pois há fortes indícios de que seus prognósticos calculados são menos confiáveis do que um simples cara ou coroa" (GRAHAM, 2016, p. 28).

O *valuation* possui diferentes tipos de análise, e cada uma possui suas peculiaridades para a definição de valor justo. Por esse motivo, não existe um consenso entre os estudiosos e autores, sobre qual seria o melhor método de *valuation* a ser utilizado, pois são avaliados por diferentes perspectivas, porém, cada método dá mais ênfase em quesitos específicos; o fluxo de caixa descontado permite que seja feita uma projeção futura da situação das empresas; os múltiplos de mercado analisam o passado recente da companhia com base em seus números dentro de um determinado período; já o valor patrimonial busca analisar o presente da companhia, pois retrata exatamente como esta se encontra no momento, da mesma maneira em que pode-se verificar no seu balanço patrimonial. O valor patrimonial não traz futuras perspectivas para a empresa, mostrando apenas o presente da mesma. Tendo em vista os

métodos de valuation disponíveis, este trabalho utilizará o método do fluxo de caixa descontado.

A empresa escolhida é o banco Santander, com atuação nacional e internacional, porém, neste estudo, visando definir o preço justo da companhia listada na bolsa brasileira, será avaliada a atuação nacional, o Santander Brasil. Tendo em vista os aumentos de lucros do banco Santander, como traz Rizério (2021), planeja-se entender os motivos por trás do preço de suas ações, que estão longe de suas máximas históricas, e quando avaliadas em comparação com períodos anteriores, estão sendo negociadas abaixo dos valores da maioria deles (6 meses, 1 ano, YTD, 5 anos). Conforme detalhado na cobertura de analistas no site do banco Santander (2021) e reforçado por Manda (2022) e Safra (2022), há discordância entre os profissionais do mercado sobre qual o valor das ações do banco, com cada casa fazendo sua própria análise. Entretanto, não se pôde constatar, por falta de estudos acadêmicos específicos sobre o banco, qual seria, de fato, o valor justo, dando sentido e importância para a realização deste estudo.

Com base em seus lucros crescentes, entre outras premissas, o presente estudo busca responder a questão a seguir: Considerando os níveis de preço atuais, e visando trazer clareza para o investidor, qual o valor justo para as ações do Banco Santander?

2. JUSTIFICATIVA

O aumento dos lucros, somado a grande participação de mercado, atuação internacional, e a robusta quantidade de clientes, tornam o Banco Santander um dos maiores do Brasil. As recentes jogadas de marketing do Santander com famosos destacando seus produtos e campanhas (como a campanha do desendividamento que conta com os ex-campeões do Big Brother Brasil que perderam sua fortuna), buscam aumentar ainda mais a competitividade do banco, trazendo novos clientes e aumentando o seu lucro (ainda mais).

A chegada dos bancos digitais no mercado bancário bota em pauta muitas discussões sobre o quanto isso pode afetar os "bancões" e, com o passar dos anos, já consegue-se ver muitas pessoas migrando para esses bancos, porém, mesmo com essa migração (analisando o mercado em geral), o banco Santander continua aumentando seus lucros a cada trimestre.

Por este motivo, uma análise de valor real desta companhia visa trazer mais clareza ao mercado sobre qual deve ser o valor justo das ações (e conseqüentemente da companhia), e qual a projeção de valor futuro, por meio do *valuation* por fluxo de caixa descontado.

O resultado da análise da companhia auxiliará os investidores de longo prazo (*holders*) na decisão de realizar investimentos no banco, ou se a melhor decisão no momento é aguardar até que estejam em um valor mais atrativo; nesse caso, o resultado, além de trazer um benefício para o investidor desta empresa, também traz dados para auxiliar na comparação com outros *players* do mesmo setor, assim, podendo ser utilizado para medir a atratividade da empresa e do setor, ambos auxiliarão o investidor individual, e até mesmo investidores institucionais. Também será útil para a literatura de *valuation*, trazendo mais um exemplo claro, com os cálculos e fórmulas necessárias para analisar companhias, em especial, as instituições financeiras. Além dos motivos já citados, o trabalho será importante para o autor, pois o tema é relevante tanto para a perspectiva acadêmica, quanto para sua atuação profissional.

O método de FCD (fluxo de caixa descontado) trará os resultados, para que se possa chegar na definição do valor justo, e assim ser utilizado pelos investidores como uma opção (ou não) de investimento.

3. REVISÃO TEÓRICA

3.1. VALUATION

A análise de empresas é um tema que vem ganhando cada vez mais relevância. Com a crescente distribuição de informações disponíveis, o mercado de capitais vai ganhando cada vez mais investidores, segundo a B3, em janeiro de 2022 a bolsa brasileira atingiu a marca de 5 milhões de investidores pessoa física, e com o aumento do número de investidores, o mercado financeiro também cresce, seja no número de profissionais ou também com a quantidade de informações e análises sobre as empresas listadas. E nisso, a precificação de ativos, ou no termo em inglês "*valuation*", se torna cada vez mais necessária e relevante para que a escolha dos investimentos seja mais adequada e com o maior número de informações e dados possível, para que o investidor possa controlar e conhecer os riscos de sua carteira.

"Valuation é, por definição, a técnica de “reduzir a subjetividade” de algo que é subjetivo por natureza." (PÓVOA, 2012, P. 2).

O *Valuation*, ou análise de empresas, é essencial para investidores, pois é isso que dá evidências de que uma companhia está interessante para investimento, principalmente pensando em investidores de longo prazo.

É por meio do *valuation* e seus métodos que muitos investidores conhecidos fizeram sua fortuna, como Warren Buffett, por exemplo, o mais conhecido, e talvez maior investidor que já existiu. Além de ser peça fundamental na decisão de investimento nas ações de uma companhia, o *valuation* também é a melhor ferramenta para determinar o valor de uma empresa no caso de fusões e aquisições.

A ideia de preço ser uma relação entre os níveis atuais de oferta e demanda, e o valor ser uma ideia mais subjetiva, pois leva em conta mais que o ativo que está sob análise, mas também o perfil de quem está analisando, e isso faz com que o valor fique a mercê das interpretações dos analistas (DAMODARAN, 2012), traz a importância de uma análise precisa. A existência da subjetividade na análise também é levada em consideração por Póvoa (2012) ao tomar como exemplo uma empresa bem administrada ou uma em que as ações tenham pouca liquidez, esses dois pontos podem fazer com que os analistas esqueçam ou não valorizem outros itens contábeis, simplificando demais os relatórios. Porém, a simplicidade não deve ser deixada de lado, pois o exagero de informações também é prejudicial à análise, "O maior trabalho deve ser feito pelos analistas “nos bastidores”, para alimentar o modelo de

boas informações. De nada adianta possuímos a planilha mais sofisticada do mundo se a mesma for alimentada com variáveis sem sentido." (PÓVOA, 2012, P. 3):-

3.2. MÉTODOS DE VALUATION

3.2.1. Método de fluxo de caixa descontado (FCD)

O FCD é um dos principais métodos para calcular o valor intrínseco de uma empresa, "O valor intrínseco de uma empresa reflete seus fundamentos. Estimativas de geração de caixa, crescimento e risco, [...] Não há necessidade de adornos na avaliação intrínseca bem feita." (DAMODARAN, 2012, p. 54).

Este método, que é o escolhido para responder aos questionamentos do presente trabalho, traz as perspectivas de crescimento da empresa, e não fica preso ao presente (como o método de valor patrimonial) ou a certo período (como o método de múltiplos de mercado). Porém, como Póvoa (2012) comenta, o FCD possui alguns mitos, e é necessário que os analistas estejam atentos para não caírem neles.

E "O método em si é aparentemente simples: projetar a futura geração de caixa de uma empresa, trazendo esses valores para o tempo presente, utilizando uma taxa de desconto." (PÓVOA, 2012, p. 99), e isso é o que o torna o método mais atrativo e preciso dentro do *valuation*, justamente a projeção futura trazida para o presente.

Os modelos mais utilizados de FCD para análise de instituições financeiras são: modelos de desconto de dividendos; modelos de fluxo de caixa do acionista; e modelos de retornos adicionais. Será falado mais abertamente sobre os três no tópico específico sobre FCD.

3.2.2. Método de múltiplos de mercado

A análise por múltiplos, também chamada de análise relativa, pode ser a mais simples de ser feita, porém, muitos investidores se deixam enganar por essa "facilidade" e acabam tomando más decisões na escolha de suas ações. De acordo com Póvoa (2012, p.292):

"Os múltiplos foram ganhando popularidade ao longo dos anos pela pretensa (mas não verdadeira) "venda" da característica da simplicidade. Em outras palavras, os analistas começaram a disseminar a ideia de que a utilização de múltiplos é um "atalho em valuation", [...] No entanto, o mito da simplicidade não é verdadeiro. A teoria dos múltiplos, se usada da maneira correta, não escapa da análise de nenhum dos fatores que estudamos para construir o fluxo de caixa descontado."

A justificativa se dá pois os múltiplos de mercado, não são tão simples de se analisar, por dois motivos: o primeiro é que trazem dados de um período específico, sem perspectivas do futuro; e o segundo leva em consideração que é complicado que as empresas possuam o mesmo modelo de negócio.

Para entender um pouco mais a diferença da análise relativa (por múltiplos) das demais, tem-se a seguinte definição de Damodaran (2010, p. 19):

"Diferentemente da avaliação por fluxo de caixa, que busca o valor intrínseco, a avaliação relativa confia muito mais no mercado. Em outras palavras: supomos que o mercado faz cotações acertadas, em média, mas erra em casos isolados. Supomos também que a comparação de indicadores nos permitirá identificar esses erros, que serão corrigidos no decorrer do tempo."

Damodaran (2010) ainda usa um exemplo para demonstrar a definição acima, de uma empresa de software que estaria sendo negociada com um P/L (índice preço-lucro) de 10, e as demais empresas do setor estariam negociando a 25, para ele, na análise por múltiplos, o preço desta empresa estaria descontado, logo, o mercado deveria corrigir no decorrer do tempo, e explica que pela avaliação intrínseca, apenas esse indicador não diz praticamente nada, pois há diversos outros fatores que devem ser considerados.

Outra perspectiva, é a de que a comparação pode não servir totalmente para a determinação do valor, pois mesmo concorrentes, as empresas dificilmente possuem o mesmo modelo de negócio, então os múltiplos podem deixar passar detalhes importantes.

Para Damodaran (2010), os múltiplos são úteis, pois servem de uma rápida forma de comparação entre empresas do mesmo setor com negócios parecidos, ainda mais que há várias empresas para se comparar, mas em contraponto, é pouco útil quando não há empresas com modelo parecido, ou em casos de setores onde a comparação não funciona, por conta dos modelos de negócio serem diferentes, ou até mesmo o caso onde há poucas empresas do setor. Um exemplo disso pode ser dado pela PETZ, empresa de produtos e serviços para animais que é a única do setor que figura entre as empresas na bolsa de valores brasileira.

Outro ponto que Damodaran (2010) elenca, é o fato dos múltiplos poderem ser manipulados para que o analista possa utilizá-los de maneira tendenciosa, e fala que o mesmo pode ocorrer também com o fluxo de caixa descontado, porém, neste, o analista precisa ser muito mais explícito aos fatores e suposições que fizeram-no chegar no determinado valor.

Visando auxiliar na utilização dos múltiplos, tem-se quatro passos básicos para o uso de múltiplos, segundo Damodaran (2010, p. 486.)

"Múltiplos são tão fáceis de usar como fáceis de serem mal utilizados. Há quatro passos para usar os múltiplos, sabiamente, e perceber o mau uso nas mãos dos outros. O Primeiro passo é assegurar que o múltiplo seja definido consistentemente e

medido uniformemente entre as empresas sob comparação. O segundo passo é estar atento à distribuição intersetorial do múltiplo, não apenas entre as empresas do setor analisado mas também através do mercado inteiro. O terceiro passo é analisar o múltiplo e entender não apenas quais fundamentos o determinam, mas também como as mudanças nesses fundamentos se traduzem em mudanças no múltiplo. O quarto e último passo é encontrar as empresas adequadas à comparação e controlar as diferenças que possam persistir entre elas."

Além disso, Damodaran (2012, p. 55) traz três passos para realizar uma avaliação relativa, são eles:

- 1. Encontrar ativos comparáveis que são precificados pelo mercado;
- 2. Ampliar os preços de mercado até uma variável comum, para gerar preços padronizados que sejam comparáveis entre os diferentes ativos.;
- 3. Ao comparar os valores padronizados, fazer ajustes para compensar as diferenças entre os ativos.

3.2.3. Método de valor patrimonial

"Calcular o preço de uma empresa pela metodologia Valor Patrimonial tem como base a avaliação do patrimônio líquido." (GARCIA, S.I). O inconveniente neste método é o fato de que ele avalia apenas o presente de uma companhia, não levando em consideração as projeções futuras. Para Damodaran (2010, p. 468.):

"Para obter o patrimônio líquido a partir do valor da empresa, subtraem-se as reivindicações não-patrimoniais sobre a empresa. Reivindicações não-patrimoniais incluiriam dívidas e ações preferenciais, embora as últimas sejam geralmente tratadas como patrimônio líquido nos demonstrativos financeiros."

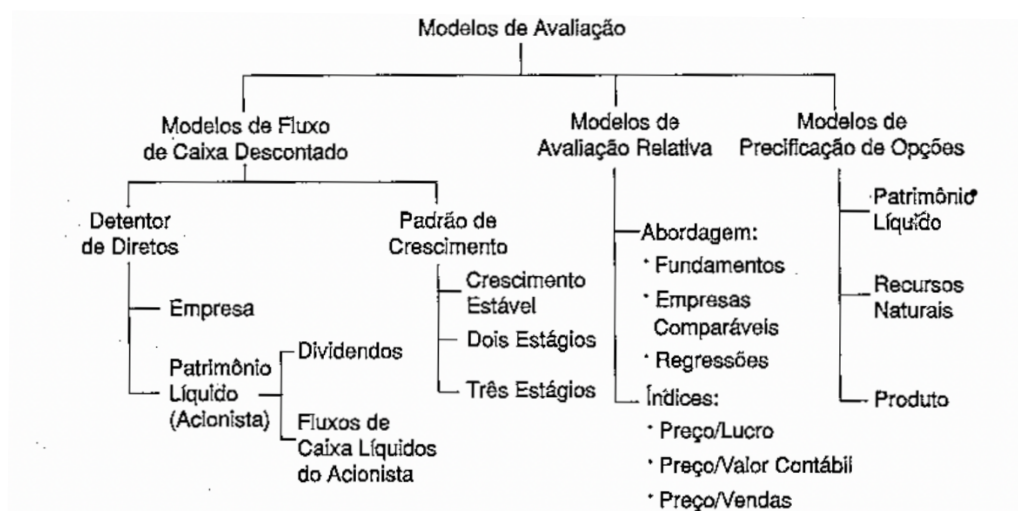
Quadro 1 - Quadro comparativo dos Métodos de *Valuation*

| Método | Vantagens | Desvantagens | Perfil de empresa |
|--|---|--|--|
| Fluxo de Caixa Descontado (FCD) | Reflete os riscos inerentes à companhia e sua capacidade de gerar caixa no longo prazo. | São utilizadas muitas variáveis independentes e algumas destas variáveis possuem um elevado nível de subjetividade. | Empresas com geração de caixa positiva, com uma certa maturidade de mercado. |
| Múltiplos de Mercado | Reflete a expectativa de retorno esperada pelo mercado para um determinado grupo de ativos. | O método não leva em consideração os diferenciais competitivos, estilos de gestão e capacidade de escala das empresas avaliadas. | Empresas com elevada concentração na carteira de clientes e ou pertencentes a mercado com baixa concorrência. |
| Valor Patrimonial | Demonstra todo o valor líquido gerado pela empresa até o momento da valoração. | Não considera a continuidade da empresa, bem como a sua capacidade de adquirir novos contratos, clientes ou incrementar suas vendas. | Empresas com baixa utilização da capacidade produtiva, pertencentes a mercados estagnados e sem perspectiva de melhora no médio e longo prazo. |

Fonte: Investor Avaliações.¹

Para chegar no valor da empresa por este método, precisamos fazer a soma dos ativos, tanto os circulantes, como os não-circulantes, e após isso, diminuimos os seus passivos (circulantes e não-circulantes).

Abaixo segue uma relação com os modelos de avaliação, trazido por Damodaran:

Figura 1 - Modelos de avaliação

Fonte: Damodaran (1997).

¹ Disponível em:

<https://investorcp.com/financas-corporativas/valuation-3-maneiras-de-calculer-o-valor-da-sua-empresa/>

3.3. FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

Segundo Damodaran (2010), a avaliação pelo método de fluxo de caixa descontado é a base para utilização dos outros métodos. "Esta abordagem tem sua fundamentação na regra de "valor presente", onde o valor de qualquer ativo é o valor presente dos fluxos de caixa futuros dele esperados" (DAMODARAN, 2010, p.12).

O método de fluxo de caixa descontado tem por definição, de acordo com Damodaran (2012, p. 32):

Nas avaliações baseadas em fluxos de caixa descontados, desconta-se ou traz-se a valor presente os fluxos de caixa por meio de taxa de desconto ajustada ao risco. No contexto de avaliação de empresas, uma abordagem é avaliar todo o negócio, abrangendo tanto os ativos existentes quanto os ativos de crescimento; esse é o método em geral denominado avaliação do empreendimento ou da empresa.

Na obra de Damodaran (2010), ele também explica o motivo da avaliação por FCD ser considerada aquela que descobre o valor intrínseco de uma empresa, relatando que esse método equivale ao analista possuir todos os dados de fluxo de caixa de uma companhia.

Fórmula do Fluxo de Caixa Descontado - Schimidt e Santos (2005)

$$VA = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FC_t}{(1+r)^t}$$

Onde:

n = Vida útil do ativo;

r = Taxa de desconto (reflete o risco inerente ao fluxo de caixa estimado);

FCt = Fluxo de caixa no período t.

Damodaran também relata que mesmo que o preço das ações seja diferente do valor intrínseco da empresa, a expectativa é que ambos se colidam com o passar do tempo, pois o mercado de capitais, baseado nas avaliações e consensos do mercado, tende a adequar os preços ao valor intrínseco. Póvoa (2012) traz outra fórmula, onde utiliza para empresas que não terão grandes mudanças de perfil e possuam uma base sólida de lucro, esta fórmula pode ser aplicada diretamente, sem grandes alterações.

$$NPV \text{ ação} = \frac{FC_1}{(1+r)^1} + \frac{FC_2}{(1+r)^2} + \frac{FC_3}{(1+r)^3} + \frac{FC_3 (1+gp)}{((rp - gp) \times (1+r))^3}$$

em que:

FC_1 = Fluxo de Caixa no ano 1;

FC_2 = Fluxo de Caixa no ano 2;

FC_3 = Fluxo de Caixa no ano 3;

Considerando as taxas de desconto iguais ano a ano (o que necessariamente não ocorre):

$(1 + r)^1$ = Taxa de desconto no ano 1;

$(1 + r)^2$ = Taxa de desconto no ano 2;

$(1 + r)^3$ = Taxa de desconto no ano 3;

em que:

r = Taxa de desconto antes da perpetuidade;

rp = Taxa de desconto na perpetuidade;

gp = Taxa de crescimento na perpetuidade.

Como parte fundamental dentro do FCD, temos a projeção de fluxos de caixa, que pode ser feita por duas metodologias:

Há dois tipos de fluxo de caixa que podem ser utilizados no FCD: o primeiro é o Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (FCFE), e o segundo é o Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF), "O Fluxo de Caixa para o Acionista contempla apenas o que sobra do fluxo de caixa da empresa para ser distribuído para os detentores do capital próprio, após o pagamento de juros para os credores" (PÓVOA, 2012, p. 133). Quanto ao FCFF, "abrange todo o fluxo de caixa da empresa a ser distribuído entre os credores (*debtholders*) e acionistas (*stockholders*), sob a forma de juros e dividendos" (PÓVOA, 2012, p. 133). No tópico seguinte a projeção de fluxos de caixa será abordada com detalhes.

Existem muitos modelos para a projeção do fluxo de caixa descontado, os três mais utilizados para análises de instituições financeiras são: (a) modelo de desconto de dividendos; (b) modelo de fluxo de caixa do acionista; e (c) modelo de retornos adicionais.

- (a) Modelos de desconto de dividendos: Conforme Damodaran (2010), os dividendos são os fluxos de caixa que o acionista recebe, e "O valor de uma ação é o valor presente dos dividendos esperados sobre aquela ação." (DAMODARAN, 2010, p. 616).

Para esse modelo, de acordo com Damodaran (2010), é necessário utilizar estimativas do custo de capital próprio, para calcular a taxa de desconto, índices de *payout* esperados e também a taxa de crescimento esperada em lucros por ação com o passar do tempo.

- (b) Modelos de fluxo de caixa do acionista: "É o fluxo de caixa deixado para os investidores em patrimônio após os pagamentos de débitos terem sido realizados e as necessidades de reinvestimento satisfeitas. [...]em capital humano e capital regulador." (DAMODARAN, 2010, p. 626).
- (c) Modelos de retornos adicionais: "Em tal modelo, o valor da empresa pode ser descrito como a soma do capital investido correntemente na empresa e o valor presente dos retornos adicionais em dólar que a empresa espera fazer no futuro." (DAMODARAN, 2010, p. 628). Os dados utilizados neste modelo, segundo Damodaran (2010), são: o capital próprio investido na empresa; e os retornos adicionais esperados dos investidores.

Outro elemento essencial para a projeção do fluxo de caixa descontado, é a taxa de desconto, que é um dos elementos mais interessantes a ser analisado, como trazido por Póvoa (2012), que por se tratar de uma informação não exata, mas sim projetada, ela muito interessante, pois dá um "toque artístico" à análise.

Além disso, outros dois fatores utilizados no fluxo de caixa descontado são a perpetuidade e a taxa de crescimento. Póvoa (2012) relata que muitos analistas não despendem o tempo necessário para a perpetuidade, e por isso cometem um grande erro, pois a mesma possui uma participação muito considerável no valor final de uma companhia quando utilizado o método do fluxo de caixa descontado. A taxa de crescimento também é deveras importante, pois segundo (DAMODARAN, 1997, p. 151) "O valor de uma empresa é, em última instância, determinado não pelos fluxos de caixa atuais, mas pelos fluxos de caixa esperados. A estimativa de taxas de crescimento de lucros e fluxos de caixa é, portanto, fundamental para a realização de uma avaliação razoável".

3.3.1. Projeção de fluxos de caixa

Fluxo de caixa são as movimentações financeiras de uma empresa (entradas e saídas) em um determinado período, e assim, é possível entender a variação de disponibilidades e aplicações da companhia. A projeção de fluxos de caixa é a parte primordial na avaliação por

fluxo de caixa descontado. Conforme tratado no começo deste capítulo, há dois tipos de fluxo de caixa que podem ser usados no fluxo de caixa descontado, que são o FCFE e FCFF, e para a projeção de fluxo de caixa, dentre todas as opções, as mais usadas para o *valuation* em instituições financeiras são: o modelo de desconto de dividendos; modelo de fluxo de caixa do acionista; e modelo de retornos adicionais.

Conforme trazido por Póvoa, quanto maior for o período de fluxos de caixa projetados, mais difícil será para o analista defender suas premissas, por isso, o autor sugere que antes da perpetuidade sejam projetados entre 7 e 8 anos, pois crê que a partir do 6º fluxo projetado, a subjetividade do analista só aumenta, e outro ponto que também dificulta o resultado do analista são as empresas mais novas, que não possuem tanto histórico, se mostrando um desafio muito grande para as projeções.

Um dos modelos de projeção muito utilizados pelos analistas é o modelo de desconto de dividendos ou DDM (Discounted Dividend Model), conforme trazido no tópico anterior, e este, possui algumas variações, sendo as duas mais utilizadas, (1) o modelo de crescimento de Gordon e o (2) modelo de desconto de dividendos em dois estágios.

1. Modelo de crescimento de Gordon: "Relaciona o valor de uma ação com seus dividendos esperados no próximo período de tempo, com a taxa exigida de retorno da ação e com a taxa de crescimento esperada dos dividendos." (DAMODARAN, 1997, p. 246);

Abaixo a fórmula do modelo de crescimento Gordon:

$$\text{Valor da ação} = \frac{\text{Dividendos por ação}}{(K - G)}$$

Onde:

Dividendos por ação: o dividendo por ação esperado nos próximos doze meses;

K: a taxa de desconto que um investidor deveria esperar desta ação;

G: a taxa de crescimento dos dividendos na perpetuidade.

2. Modelo de desconto de dividendos em dois estágios: "Permite a existência de de uma fase de crescimento extraordinário que dure n anos, e uma fase de

crescimento estável posterior que dure perpetuamente." (DAMODARAN, 1997, p. 246).

Fórmula do modelo de desconto de dividendos em dois estágios - Damodaran (1997)

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DPS_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}, \text{ onde } P_n = \frac{DPS_{n+1}}{r_n - g_n}$$

Onde:

DPS_t = dividendos esperados por ação no ano t ;

r = taxa exigida de retorno (custo de patrimônio líquido) no período de alto crescimento;

P_n = preço ao final do ano n ;

g = taxa de crescimento extraordinário para os primeiros n anos;

g_n = taxa de crescimento perpétua após o ano n ;

r_n = taxa exigida de retorno no estado de equilíbrio.

3.3.2. Projeção da Taxa de desconto

A taxa de desconto tem como objetivo comparar o retorno de um investimento, trazendo o fluxo de caixa futuro a um valor presente. Segundo Póvoa (2012, p. 178):

O cálculo da taxa de desconto é, provavelmente, a parte mais intrigante e fascinante da análise do valor justo de uma ação. Intrigante, por envolver variáveis que interagem entre si. Fascinante, porque, definitivamente, por não se tratar de ciência exata, nunca existe uma resposta cientificamente correta. A taxa de desconto consiste no lado mais artístico da análise de empresas

Uma das principais maneiras de calcular a taxa de desconto, é a fórmula do custo médio ponderado de capital (WACC):

$$WACC = \frac{E}{V} \cdot Re + \frac{D}{V} \cdot Rd \cdot (1 - Tc)$$

Onde:

Re = custo de capital;

Rd = custo da dívida;

E = valor de mercado do patrimônio da empresa;

D = valor de mercado da dívida da empresa;

$V = E + D$ = valor total de mercado do financiamento da empresa (patrimônio e dívida);

E/V = porcentagem de financiamento que é patrimônio;

D/V = porcentagem de financiamento que é dívida;

T_c = taxa de imposto corporativo;

O custo de capital (R_e) se refere a relação que se dá entre o risco e o retorno que se espera de um investimento dos recursos disponibilizados pelos próprios sócios e/ou acionistas; o custo da dívida (R_d), ou custo de capital de terceiros, como o próprio nome traz, é a porcentagem que a empresa paga a terceiros pelo dinheiro a ela emprestado (financiamentos e empréstimos); O valor de mercado o patrimônio da empresa e o valor de mercado da dívida da empresa são, o patrimônio líquido e o total de dívida, respectivamente; e por último, a taxa de imposto corporativo se dá pela alíquota de imposto que a companhia paga.

Em geral, segundo Póvoa (2012), se o analista escolher o fluxo de caixa para a firma (FCFF), a taxa de desconto será calculada pelo custo médio ponderado de capital (WACC), mas se a escolha for o fluxo de caixa para o acionista (FCFE), o custo de capital próprio (CAPM) deve ser o escolhido. Para explicar melhor, de acordo com Póvoa (2012, p. 180):

O fluxo de caixa para a firma refere-se ao capital total da empresa, que é o somatório de recursos próprios e de terceiros (a referência é o lucro operacional após impostos). Já o fluxo de caixa para o acionista é aquele relativo somente ao capital próprio (a referência é o lucro líquido).

Além disso, conforme visto acima, o CAPM é um dos elementos da fórmula do WACC (o custo de capital próprio) e para calcular o CAPM, a fórmula se dá por:

$$ER_i = R_f + \beta_i (ER_m - R_f)$$

onde:

ER_i = Retorno Esperado do Investimento (Expected Return of Investment);

R_f = Taxa Livre de Risco (exemplo: títulos do governo);

β_i = Beta do investimento;

ER_m = Retorno Esperado do Mercado (Expected Return of market) (exemplo: Ibovespa);

$(ER_m - R_f)$ = Prêmio de Risco de Mercado (Market risk premium).

ERi se refere a quanto de retorno se espera daquele investimento; a taxa livre de risco é um balizador utilizado como *benchmark*, normalmente são utilizadas as taxas de juros o retorno dos títulos públicos dos países (em especial, como neste trabalho, são utilizados os títulos do governo norte americano).

Um dos componentes da fórmula do CAPM, o coeficiente beta "é uma medida de risco relativo que gira em torno de um. Ações com beta acima de um estão mais expostas ao risco de mercado, e ações com beta abaixo de um estão menos expostas ao risco de mercado."(DAMODARAN, 2012, p. 20). Ele mede o risco sistemático (ou a volatilidade) de uma ação em comparação ao mercado (exemplo: Ibovespa).

o ERm se refere a quanto se espera de retorno do mercado naquele período, especialmente, usam-se os índices dos países, como: Ibovespa (Brasil) e S&P500 (EUA). E o prêmio de risco de mercado se dá pela diferença do retorno esperado do mercado com a taxa livre de risco.

A Taxa de desconto é basicamente quanto o investidor espera receber de retorno por determinado investimento, temos um exemplo trazido por Póvoa (2012): Se o preço justo calculado de uma ação é de R\$ 45,00 e o retorno esperado dele é de 13%, e o papel está cotado em R\$ 50,00, caso o investidor aceite comprar pelos R\$ 50,00, significa que o comprador aceita um retorno menor que os 13% por este determinado investimento, pois como ele está pagando um valor teoricamente acima do valor justo, o retorno esperado tende a ser menor. Um outro ponto interessante trazido por Póvoa (2012) é de que a taxa de desconto não significa que o papel deverá performar (performance deste papel no período) exatamente aquele percentual todos os anos, significa que esta taxa é a média dos retornos.

3.3.3. Perpetuidade e taxa de crescimento

Segundo Póvoa (2012), a perpetuidade é de extrema importância no *valuation* por fluxo de caixa descontado, passando de 50% de participação neste modelo de avaliação, porém a grande maioria dos analistas não dão a devida importância para este tópico. A perpetuidade tem como função dar a continuação na projeção de fluxos de caixa, pois segundo Damodaran (2012) não é possível fazer a projeção para sempre, deste modo, estima-se um valor de perpetuidade trazido a valor presente e adicionado aos fluxos de caixa.

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

Em que:

n = (vida do ativo);

CF_t = (fluxo de caixa do período t);

r = (taxa de desconto);

g = (taxa de crescimento).

A taxa de crescimento se refere ao crescimento de lucros da companhia, e "as taxas de crescimento podem ser obtidas de muitas formas – podem ser baseadas no crescimento passado, podem ser retiradas de estimativas feitas por outros analistas que acompanham a empresa, ou relacionadas aos dados básicos da empresa." (DAMODARAN, 1997, p. 151).

O primeiro ponto que Damodaran (1997) traz ao falar sobre a usabilidade de taxas passadas na estimativa de taxas futuras é que pode ser feita de duas maneiras: pela média aritmética, ou pela média geométrica. A primeira se refere a média das taxas passadas, já a segunda tem em vista a média composta, e Damodaran considera que a segunda atende melhor a empresas em que o crescimento foi inconstante, deixando o exemplo abaixo:

Figura 2 - Exemplo da diferença entre média geométrica e média aritmética

| Ano | EPS | Taxa de Crescimento (percentual) |
|------|---------|-------------------------------------|
| 1989 | \$ 0,66 | |
| 1990 | 0,90 | 36,36 |
| 1991 | 0,91 | 1,11 |
| 1992 | 1,27 | 39,56 |
| 1993 | 1,13 | - 11,02 |
| 1994 | 1,27 | 12,39 |

Média aritmética = (36,36% + 1,11% + 39,56% - 11,02% + 12,39%)/5 = 15,68%

Média geométrica = ($\$ 1,27 / \$ 0,66$)^{1/5} - 1 = 13,99%

Fonte: Damodaran (1997).

O autor também destaca que o período escolhido também influencia no cálculo das médias, e que o analista deve ter bom senso na escolha.

Póvoa (2012) insere mais uma questão onde fala que as empresas que tiveram crescimentos rápidos e expressivos, dificilmente conseguirão manter os mesmos padrões, neste caso a análise de taxas passadas é incoerente, porém, em companhias estabelecidas dentro de setores maduros, a comparação com resultados passados pode ser muito bem utilizada e é muito significativa.

Outros fatores a serem considerados no uso de taxas passadas, trazidos por Damodaran (1997) são: variância das taxas de crescimento; porte da empresa; comportamento cíclico da economia; mudanças nas bases; e qualidade nos lucros. Não menos importante, como destacado por Póvoa (2012), é que a projeção da perpetuidade deve ter como *benchmark* o crescimento da economia no longo prazo, desta forma, a projeção pode ser feita um pouco abaixo – considerando o Brasil, a estimativa é de 7,5% a.a. nominais – ou acima do valor, porém, como menciona o autor, números como 12% a.a. ficam muito superiores, então é improvável que a empresa siga nessa taxa de crescimento.

3.4. TRABALHOS RECENTES UTILIZANDO FCD EM EMPRESAS DO SETOR FINANCEIRO

Por possuir muitos produtos, fontes de renda e receita, as empresas do setor financeiro são muito difíceis de serem avaliadas. Portanto, definir o valor justo de uma empresa desse setor é uma tarefa e tanto, possuindo muitas peculiaridades que não encontramos em nenhum outro setor. Para Copeland et. al. (2002, p. 433):

A avaliação de bancos é conceitualmente difícil. Alguém que esteja de fora terá grande dificuldade em determinar a qualidade da carteira de empréstimos, medir o volume dos lucros contábeis atuais que pode ser atribuído a um descasamento das taxas de juros [...] e compreender que unidades de negócios movem o potencial de lucros do banco.

Segundo (DAMODARAN, 2010, p. 611) "a natureza de suas atividades torna difícil definir débito e investimento, tornando a estimativa de fluxo de caixas difícil. [...] elas tendem a ser severamente regulamentadas e os efeitos das exigências reguladoras sobre o valor têm de ser considerados."

3.4.1. Utilização do FCD para análise do Banrisul

O trabalho de Wanderley fala sobre as peculiaridades da análise de empresas financeiras, e também traz uma breve descrição, com base em diversos autores, sobre as demonstrações financeiras e riscos de bancos. O método escolhido é o FCD patrimonial, pois segundo Wanderley (2012, p. 72):

"Apesar da abordagem do FCD empresarial ser a mais utilizada por analistas, segundo Copeland (2002, p. 435), para a avaliação de bancos, é mais indicado utilizar o FCD patrimonial, pois reflete o fato de que os bancos podem criar valor a partir do lado do passivo do balanço. Deste modo, a análise baseou-se no fluxo de caixa livre para os acionistas, descontando ao custo de capital social. "

Para realizar o trabalho, Wanderley utilizou os relatórios da organização; premissas do banco e macroeconômicas; as demonstrações contábeis; dados do ambiente macroeconômico (entre eles, pesquisas); foram feitas análises de captação total e da carteira de crédito; foi considerada a análise de cenários, fazendo a simulação em um cenário otimista, um neutro e um pessimista; e após, foi realizada análise do fluxo de caixa livre ao acionista. Wanderley (2012) relata que um consenso da literatura e de analistas traz que esse seria o melhor método de FCD para bancos, além disso, o desconto utilizado deve ser feito pelo retorno do custo de capital próprio, pois o custo de capital de terceiros é muito difícil de ser definido.

O valor presente dos fluxos de caixa foi calculado com a fórmula abaixo:

Figura 3 - Fórmula do valor presente dos fluxos de caixa

$$Valor = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FC_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n} - Dívida, \text{ onde } P_n = \frac{FC_{n+1}}{(r-g_n)}$$

Fonte: Wanderley (2012).

Após efetuar os cálculos de taxa de desconto, taxa de perpetuidade e fluxo de caixa do período, considerando os 3 cenários, tivemos os seguintes resultados: No cenário otimista o preço justo das ações de Banrisul seria de R\$34,00; no cenário neutro o preço seria R\$ 26,00; e no cenário pessimista o preço ficaria em R\$17,00. Na conclusão, Wanderley (2012) relata que no momento da publicação as ações estão sendo negociadas a R\$14,76, o que fica bem abaixo da análise em qualquer setor, mostrando que a ação está descontada, e seria uma boa opção de investimento. Além disso, também traz o consenso de mercado sobre o valor justo que seria R\$22,00 por ação, o que mesmo sendo um pouco abaixo do cenário neutro e

otimista proposto pela autora, ainda é um valor de aproximadamente 49% acima do preço atual, mostrando que o mercado também entende que a ação está em um ótimo valor para compra.

3.4.2. Utilização do FCD para análise da Cielo

Spencer começa seu trabalho na parte da análise por FCD explicando brevemente o negócio da Cielo S.A, que é composta por 4 empresas e isso dificulta um pouco o cálculo de suas receitas. "A análise da modelagem financeira será dividida na apresentação das premissas de receita, custos e despesas, capital de giro, dívida e custo da dívida e, em finalmente, o fluxo de caixa descontado." (SPENCER, 2018, p. 83).

A análise das receitas considera as entradas pelos dois tipos de cartões (débito e crédito), onde segundo Spencer (2018), a Cielo fica com uma porcentagem dos valores transacionados em suas maquininhas, assim como as suas concorrentes, e também possui uma segunda fonte de receita que é o aluguel das POS (máquinas de pagamento). Spencer utiliza gráficos para demonstrar o *market share* (fatia de mercado) da Cielo, e também suas receitas projetadas, baseadas nas expectativas de mercado. Spencer (2018) também traz pontos para explicar porquê a fatia de mercado da Cielo deve permanecer a mesma, mesmo com a entrada de novos concorrentes.

Sobre as despesas, Spencer (2018) traz gráficos comparando a evolução durante os anos, e explica que as receitas de venda da empresa aumentaram no último período pois houve um foco no marketing para se manter líder do setor, e que parte desse aumento também está ligado ao aumento do dissídio acordado com o sindicato.

O endividamento e capital de giro são encontrados por meio dos relatórios disponíveis da companhia, e além desses dois tópicos, Spencer também traz para análise o WACC (custo de capital próprio), que após ser calculado, chegou-se ao valor de 13,41%

Após ter os dados citados acima, Spencer consegue fazer a análise por FCD por meio da fórmula abaixo:

Figura 4 - Fórmula do FCD

$$\text{Valor do ativo} = \frac{E(CF_1)}{(1+r)^1} + \frac{E(CF_2)}{(1+r)^2} + \frac{E(CF_3)}{(1+r)^3} \dots + \frac{E(CF_n)}{(1+r)^n}$$

Onde:

E(CF) = fluxo de caixa projetado para o período t;

r = taxa de desconto;

n = número de período de vida do ativo.

Fonte: Spencer (2018).

Com o cálculo realizado chegou-se ao valor de R\$ 21,73 por ação, Spencer (2018) que se propôs a descobrir se seria possível comprar ações da Cielo naquele momento a um valor descontado, conseguiu chegar a conclusão que sim, pois no momento da pesquisa as ações custavam R\$ 12,91. Uma curiosidade relatada pelo autor, é de que a análise da empresa feita pelos múltiplos de mercado encontrou um valor superior, de R\$ 26,10, porém, como explica Spencer (2018), o valor encontrado pelo FCD é mais realista e defensável, pois como explicado anteriormente, é calculado com uma estimativa futura a partir dos valores atuais, diferente dos múltiplos que pegam apenas os resultados da empresa em determinado período de análise.

3.4.3. Utilização do FCD para análise do Sicoob

A análise da cooperativa de crédito Sicoob, realizada por Meireles e Lopes inicia a parte do fluxo de caixa descontado explicando a diferença entre fluxo de caixa e fluxo de caixa descontado, onde segundo Meireles e Lopes (2016), o primeiro mostra as demonstrações financeiras da empresa, ou seja, o que entra e o que sai; já o segundo busca por meio de cálculos e expectativas futuras, chegar no valor intrínseco da companhia.

As autoras fazem uso de vários autores da literatura para explicar com eficiência todos os detalhes do fluxo de caixa descontado. Para o cálculo do fluxo de caixa descontado, as autoras utilizaram duas maneiras: "na primeira, considerou-se o valor do ativo do último ano e a taxa de desconto como a rentabilidade média dos quatro anos elevada ao período considerado." (MEIRELES e LOPES, 2016, p. 32); já na segunda, "pegando a rentabilidade de cada período descontando cada valor de ativo elevado a ele mesmo, ou seja, elevado a 1 (um), representando cada ano relacionado." (MEIRELES; LOPES, 2016, p. 32).

As autoras começam fazendo o cálculo da taxa de rentabilidade e a sua média baseada em 4 períodos. Em seguida, "Aplicou-se o fluxo de caixa descontado conforme a média da

rentabilidade mais 1 (um) elevado ao exponencial, e dividiu-se o valor do ativo do último ano pelo fator de capitalização, logo após somou-se o valor encontrado ao valor contábil." (MEIRELES; LOPES, 2016, p. 32).

A aplicação da segunda maneira conforme Meireles e Lopes (2016, p. 34):

Na segunda metodologia utilizada considerou-se cada valor de ativo, dividido por 1(um) mais a rentabilidade do ano, elevado a ele mesmo, depois somou-se os valores que foram descontados nos quatro anos, e ao final aplicou-se o critério da média dos fluxos, dividindo o resultado por quatro, para diminuir assim a discrepância entre os resultados, e logo após somou-se o valor encontrado ao valor contábil.

Ainda foi notado pelas autoras um valor menor encontrado ao utilizar a primeira maneira, mas segundo Meireles e Lopes (2016), isso aconteceu pois os critérios utilizados foram diferentes. No primeiro cálculo foi encontrado o valor de R\$ 51.918.260,00 para a empresa, já no segundo o valor foi de R\$ 46.994.230,00.

Meireles e Lopes (2016) concluem que o método de FCD é o ideal para ser utilizado, principalmente em instituições financeiras, e que os resultados obtidos mostram que a companhia está em uma boa situação, demonstrada por seus fluxos de caixa positivos e pelo aumento contínuo em seus ativos.

4. OBJETIVOS

4.1. OBJETIVO GERAL

Determinar o valor justo para as ações do banco Santander em outubro de 2022 usando o método de Fluxo de Caixa Descontado.

4.2. OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- a) Reunir as informações financeiras e operacionais para análise dos demonstrativos financeiros;
- b) Avaliar a empresa escolhida por meio do método de fluxo de caixa descontado (FCD);
- c) Projetar o fluxo de caixa futuro da companhia;
- d) Descobrir o valor justo da empresa pelo FCD;
- e) Identificar possíveis desnivelamentos no preço atual das ações do Santander.
- f) Trazer clareza sobre o preço, para o investidor tomar a decisão ou não de investir na companhia;

5. METODOLOGIA

O presente trabalho realizará uma pesquisa aplicada com a finalidade de utilizar os resultados encontrados. "A pesquisa aplicada, [...], tem como característica fundamental o interesse na aplicação, utilização e consequências práticas dos conhecimentos." (GIL, 2008, p.27). A pesquisa aplicada será de nível exploratória, visando determinar o valor justo do Banco Santander.

5.1. PESQUISA QUALI-QUANTITATIVA EXPLORATÓRIA

A pesquisa realizada será quali-quantitativa, pois além de conceitos descritos, o assunto aborda a obtenção de resultados por meio de cálculos e fórmulas, sendo, neste caso, de caráter misto, com abordagem tanto qualitativa, como quantitativa, com objetivo de que ambas se complementem. A complementaridade de ambos os tipos visa atender aos objetivos do trabalho, visto que além de responder a pergunta de pesquisa por meio dos cálculos (parte quantitativa), tende a auxiliar o investidor nos demais fatores da decisão de investimento (parte qualitativa).

Em complemento ao tipo de pesquisa, o nível da mesma será exploratória. Na literatura, temos a definição de que "as pesquisas exploratórias têm como principal finalidade desenvolver, esclarecer e modificar conceitos e ideias, tendo em vista a formulação de problemas mais precisos ou hipóteses pesquisáveis para estudos posteriores." (GIL, 2008, p. 27).

5.2. COLETA DAS INFORMAÇÕES E DADOS

A análise do macroambiente terá a utilização de relatórios e trabalhos que visem atender a cada um dos tópicos elencados. Na análise do banco Santander, serão considerados os relatórios das Relações com Investidores (RI) da empresa, assim como a utilização de relatórios institucionais e demonstrações financeiras disponíveis no site do Banco Santander. Em complemento também serão utilizados relatórios e estudos disponíveis nos sites do Banco Central do Brasil (BCB), ABECS (associação brasileira das empresas de cartões de crédito e serviços) e IPEA (instituto de pesquisa econômica aplicada). Dados e outros documentos que auxiliem na projeção do fluxo de caixa descontado, assim como dados comparativos de demonstrações financeiras de concorrentes, e também outros trabalhos que englobam o

mesmo objetivo, avaliando outras empresas financeiras, visando comparar os números obtidos, fórmulas e métodos utilizados. A literatura se fará presente para a apropriação dos conceitos e definições, a fim de explicar cada detalhe coletado e onde se encaixa. Além disso, também serão consideradas opiniões e estudos de analistas do mercado financeiro, com objetivo de conseguir enxergar a empresa por diferentes óticas, para otimizar o resultado procurado.

5.3. ORGANIZAÇÃO DAS INFORMAÇÕES E DADOS COLETADOS

A organização das informações se dará por meio de tópicos e sub capítulos na ordem e sequência de assuntos no decorrer da realização do trabalho, dando contexto ao mesmo. Assim como, por meio de tabelas e gráficos, explicitando os dados encontrados para que possam ser analisados e calculados, de acordo com as fórmulas apropriadas.

A partir da organização será possível ter uma visão apurada e em sequência projetar o fluxo de caixa descontado, utilizando *bonds* (títulos do governo) americanos de 10 anos como ativo livre de risco; o beta do setor; o retorno do mercado em excesso ao ativo livre de risco de acordo com a diferença de desempenho entre o índice Ibovespa. Após a projeção do fluxo de caixa descontado, será conhecido o valor justo para a empresa.

6. ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DAS INFORMAÇÕES E DADOS

Os dados obtidos serão analisados e calculados, para projetar o fluxo de caixa descontado do Banco Santander. Será calculado o valor de perpetuidade, a taxa de desconto a partir do custo médio ponderado de capital (WACC) para descobrirmos os custos dos financiamentos de longo prazo da empresa; o custo de capital próprio pelo Modelo de Precificação de Ativos de Capital, ou CAPM (Capital Asset Pricing Model), o beta da empresa, para conhecer o risco da empresa em relação ao mercado, além de considerar a taxa livre de risco; também será levado em consideração o risco da empresa. Após todos os cálculos dos fatores e variáveis da fórmula, será possível realizar a projeção de fluxo de caixa descontado, para assim chegar ao valor justo da companhia, e o preço de suas ações.

6.1. AVALIAÇÃO POR FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

Os bancos e as instituições financeiras possuem diferenças em suas análises por conta da composição do seu balanço patrimonial, conforme traz Damodaran (2012) a diferenciação de dívidas (capital de terceiros) e capital próprio é difícil de ser mensurada. O lucro dos bancos é chamado de *spread*, de acordo com Assaf Neto (2020, p. 292):

As instituições tomam recursos no mercado, a determinada taxa de juros, e os aplicam a outra taxa maior. O diferencial de taxa (taxa de aplicação menos taxa de captação), denominado de *spread*, deve permitir que a instituição cubra seus vários dispêndios e produza um resultado final que remunere adequadamente o capital investido.

A projeção será iniciada pela receita, e esta se dá pela margem financeira bruta, conforme fórmula abaixo:

$$\text{Margem Financeira Bruta} = \text{Receitas da inter. Fin.} - \text{Despesas da inter. Fin.}$$

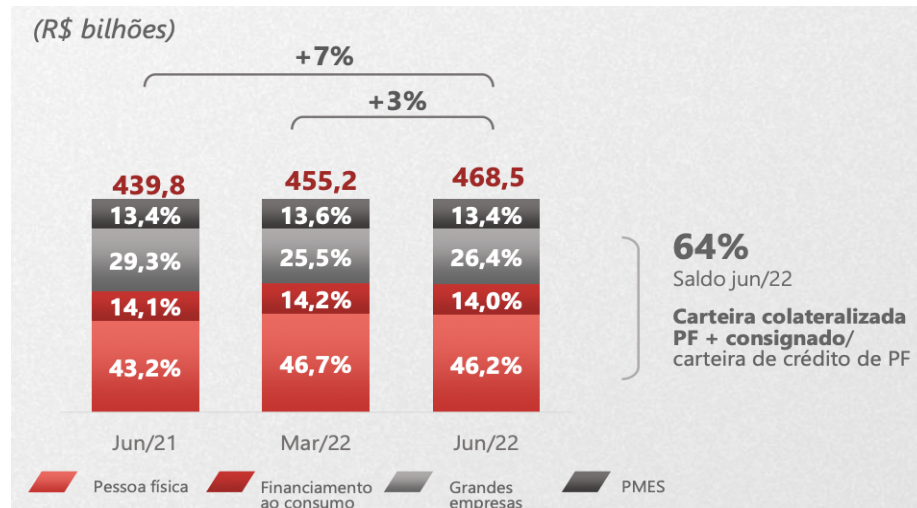
As receitas da intermediação financeira são o somatório das receitas de operações de crédito, títulos, arrendamento mercantil, aplicações compulsórias e valores mobiliários. A seguir é descrito como essa receita é mensurada:

$$\text{Operações de crédito} = \text{Volume} \times \text{Spread}$$

$$\text{Volume de crédito} = \text{Cart. atacado} + \text{Cart. varejo}$$

Nas instituições financeiras, o segmento é o que separa as carteiras de crédito, são elas: atacado e varejo. O primeiro se refere aos clientes de alta renda (pessoas físicas) e faturamento (pessoas jurídicas), já o segundo pode ser considerado para o público em geral (rendimentos e faturamentos menores). Depois, a segmentação ocorre por tipo de pessoa (física ou jurídica), e por último, por grupo de produto.

Gráfico 1 - Carteira de Créditos - em bilhões



Fonte: Banco Santander

Tabela 1 - Carteira de Créditos por produto - em milhões

| | jun-22 | mar-22 | Var. 3M | jun-21 | Var. 12M |
|--|----------------|----------------|-------------|----------------|--------------|
| <i>(R\$ milhões)</i> | | | | | |
| Pessoa Física | | | | | |
| Leasing / Veículos | 4.372 | 4.354 | 0,4% | 4.046 | 8,1% |
| Cartão de Crédito | 44.527 | 44.397 | 0,3% | 36.511 | 22,0% |
| Consignado | 55.452 | 53.880 | 2,9% | 52.374 | 5,9% |
| Crédito Imobiliário | 54.340 | 53.522 | 1,5% | 49.185 | 10,5% |
| Crédito Rural | 8.996 | 9.400 | -4,3% | 8.734 | 3,0% |
| Crédito Pessoal/Outros | 48.703 | 46.794 | 4,1% | 38.955 | 25,0% |
| Total Pessoa Física | 216.389 | 212.347 | 1,9% | 189.805 | 14,0% |
| Financiamento ao consumo | 65.690 | 64.826 | 1,3% | 62.188 | 5,6% |
| Pessoa Jurídica | | | | | |
| Leasing / Veículos | 3.297 | 3.258 | 1,2% | 3.057 | 7,8% |
| Crédito Imobiliário | 1.851 | 1.807 | 2,4% | 1.887 | -1,9% |
| Comércio Exterior | 36.853 | 29.717 | 24,0% | 33.970 | 8,5% |
| Repasse | 9.359 | 9.124 | 2,6% | 10.409 | -10,1% |
| Crédito Rural | 5.138 | 3.942 | 30,3% | 4.254 | 20,8% |
| Capital de Giro/Outros | 129.960 | 130.145 | -0,1% | 134.227 | -3,2% |
| Total Pessoa Jurídica | 186.458 | 177.993 | 4,8% | 187.804 | -0,7% |
| Carteira de Crédito Total | 468.538 | 455.166 | 2,9% | 439.797 | 6,5% |
| Outras operações com riscos de crédito | 74.439 | 66.762 | 11,5% | 70.517 | 5,6% |
| Carteira de Crédito Ampliada | 542.977 | 521.929 | 4,0% | 510.314 | 6,4% |

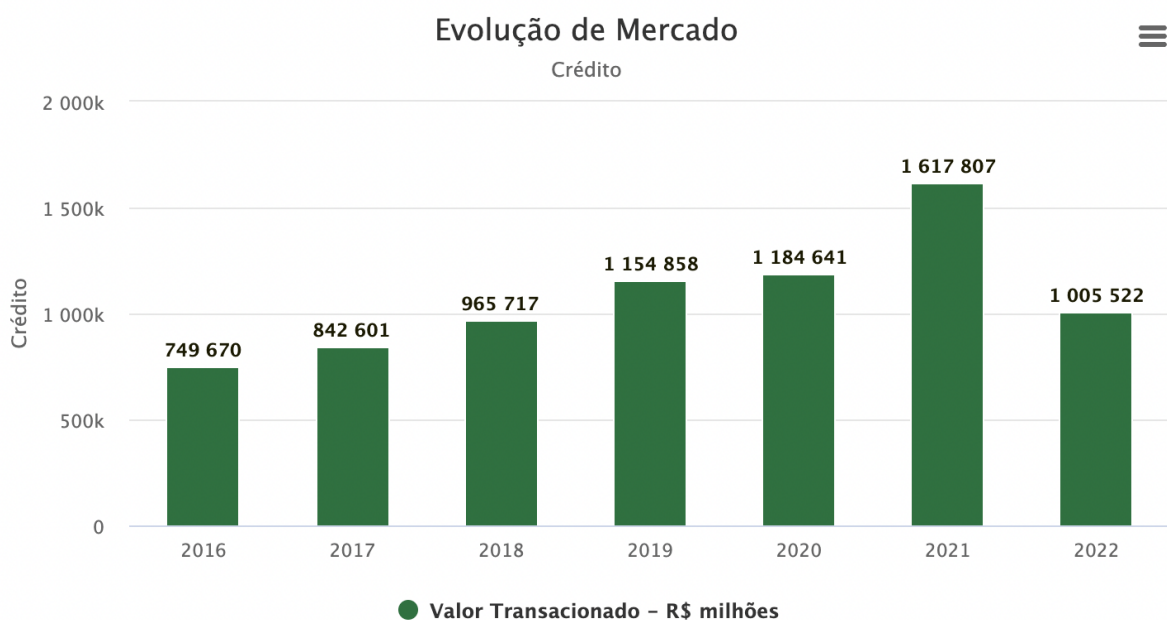
Fonte: Banco Santander

Abaixo são destacados os principais pontos da carteira de crédito, conforme apresentado na tabela acima.

Cartão de Crédito

A carteira de cartões pessoa física em junho de 2022 fechou no valor de R\$ 44,527 milhões, um aumento de 22% em doze meses. Ao analisar por três meses, a carteira cresceu 0,3%, um leve aumento. No gráfico abaixo podemos comparar o volume transacionado no Brasil (incluindo as demais instituições financeiras), de acordo com a associação brasileira das empresas de cartões de crédito e serviços.

Gráfico 2 - Valor transacionado - em milhões



Fonte: ABECS

Destaca-se o constante aumento do volume transacionado, com os dados até junho de 2022, levando em consideração os outros 6 meses do ano, onde ocorrem as datas comemorativas como natal e ano novo, o volume transacionado tende a crescer novamente.

Saldo Passivos – PF e PJ

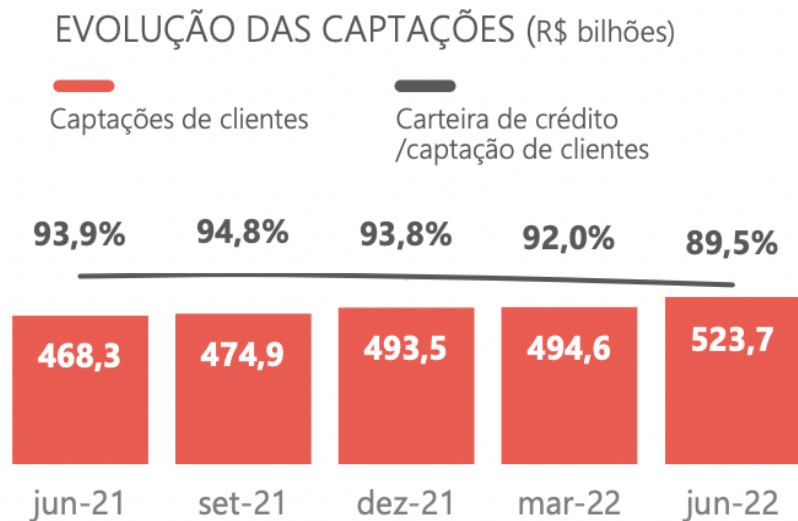
As captações somaram R\$523.667 milhões em junho de 2022, aumento de 11,8% em doze meses, grande parte se deu pelo aumento da captação em letra financeira (LCI, LCA e LIG), que cresceu 79,4% no período. Em três meses, o crescimento foi de 5,9%, igualmente por conta da captação em letra financeira.

Tabela 2 - Captações com clientes

| | jun-22 | mar-22 | Var. | jun-21 | Var. |
|-----------------------------|----------------|----------------|-------------|----------------|--------------|
| <i>(R\$ milhões)</i> | | | 3M | | 12M |
| Depósitos à vista | 41.339 | 42.194 | -2,0% | 42.177 | -2,0% |
| Depósitos de poupança | 61.399 | 62.910 | -2,4% | 64.748 | -5,2% |
| Depósitos a Prazo | 308.505 | 283.836 | 8,7% | 286.381 | 7,7% |
| Letra Financeira | 37.161 | 31.564 | 17,7% | 20.719 | 79,4% |
| Outros ¹ | 75.264 | 74.116 | 1,5% | 54.304 | 38,6% |
| Captação de Clientes | 523.667 | 494.620 | 5,9% | 468.330 | 11,8% |

Fonte: Banco Santander

O Mix entre a carteira de empréstimos e a captação de clientes chegou a 89,5% em junho de 2022, variação de -4,69% em doze meses e -4,58%, em seis meses. A diferença entre o aumento da captação e o encolhimento da carteira de crédito se dá pelo fato do aumento da taxa de juros, que beneficia o poupador ao invés do tomador, sendo assim, com o juros mais alto, o apetite por crédito diminui, por conta de estar mais caro, um caminho inverso ao que foi presenciado quando a taxa Selic se encontrava em patamares mais baixos, consequentemente tornando o crédito mais barato.

Gráfico 3 - Evolução de Captações - em bilhões

Fonte: Banco Santander

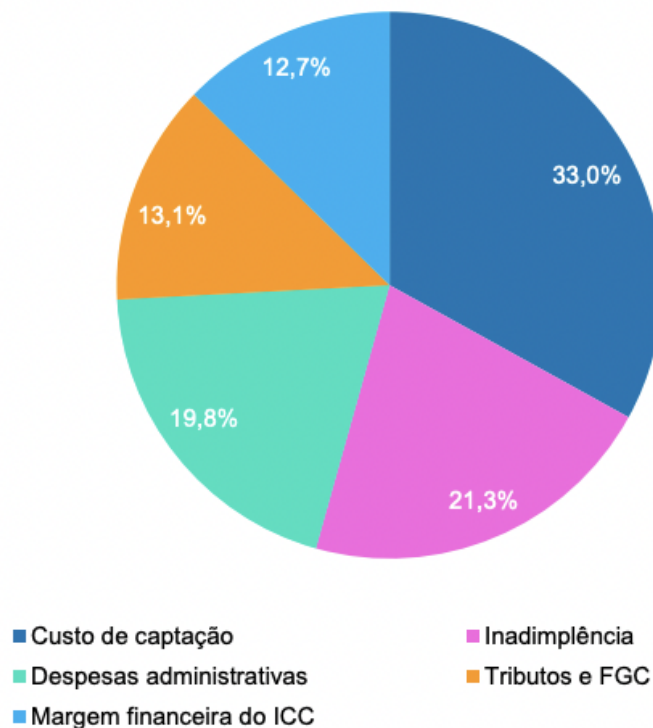
Com a taxa de juros permanecendo em níveis elevados por mais 2 a 3 anos, conforme estimativas de analistas, a carteira de crédito não tende a ter uma elevação significativa, em contrapartida, a captação (principalmente em letras) deve permanecer em altos patamares,

visto que com uma taxa de juros elevada, a remuneração da renda fixa é muito boa, comparada ao risco do produto.

Spread Ativos e Passivos

O Indicador de Custo do Crédito (ICC) mede o custo médio de todas as contratações de crédito ativas no sistema (tanto créditos novos, quanto os antigos que ainda estão em aberto), isto pelo ponto de vista do contratante (tomador). Abaixo temos a decomposição do ICC, que faz a determinação dos principais responsáveis pelo custo de crédito.

Gráfico 4 - Decomposição do ICC – média de 2018 a 2020



Fonte: BCB

Para mensurar o *spread*, exclui-se o custo de captação, assim, o gráfico mostra que a inadimplência corresponde a maior parte do *spread* do ICC, ou seja, o fator que mais soma no custo de crédito para o tomador.

Os *spreads* passivos são estáveis e conforme o relatório do banco, mesmo que o depósito compulsório possa trazer volatilidade para esse vetor, o Santander convive com níveis ótimos de liquidez através de sua estrutura de *funding*.

Serviços Principais

Analisando a parte de serviços, o Santander teve um resultado total de R\$ 4.882 milhões no segundo trimestre de 2022, ou seja, um aumento de 5,7% comparado ao primeiro trimestre de 2022, variação QoQ (quarter over quarter, ou em português, trimestre sobre trimestre). Ao analisar o ano YoY (year over year, ou ano sobre ano), também houve um crescimento de 4,8% nas receitas.

Serviços de conta corrente resultaram em uma receita de R\$ 972 milhões no segundo trimestre de 2022, crescimento de 1,5% em três meses e 0,3% em doze meses. Cartões somaram R\$ 1.402 milhões no trimestre, alta de 24,9% em um ano e 5,5% sobre o primeiro trimestre. A receita de seguros chegou ao patamar de R\$ 829 milhões, crescendo 11,5% em três meses e diminuindo 5,4% em doze meses, alta de 11,6% em doze meses.

Cobranças e arrecadações atingiram R\$ 357 milhões, tendo duas quedas, -1,3% no trimestre e -3,2% na comparação anual. As comissões com operações de créditos foram de R\$ 368 milhões, crescimento de 10,2% no trimestre, mas perda anual de -6,5%.

Já os serviços de corretagem e colocação de títulos foram de R\$ 392 milhões, crescendo 6,8% em três meses e 7% na base anual, impulsionadas pelo aumento da taxa de juros e alocação de recursos dos clientes.

Tabela 3 - Receitas de prestação de serviços - em milhões

| | 2T22 | 1T22 | Var. | 1S22 | 1S21 | Var. |
|--------------------------------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|-------------|
| (R\$ milhões) | | | QoQ | | | YoY |
| Cartões | 1.402 | 1.329 | 5,5% | 2.731 | 2.186 | 24,9% |
| Seguros | 829 | 744 | 11,5% | 1.573 | 1.663 | -5,4% |
| Conta Corrente | 972 | 958 | 1,5% | 1.931 | 1.925 | 0,3% |
| Administração de Fundos e Consórcios | 334 | 322 | 3,7% | 656 | 672 | -2,5% |
| Operações de Crédito | 368 | 334 | 10,2% | 702 | 751 | -6,5% |
| Cobrança e Arrecadações | 357 | 362 | -1,3% | 719 | 743 | -3,2% |
| Corretagem e Colocação de Títulos | 397 | 372 | 6,8% | 770 | 719 | 7,0% |
| Outras | 222 | 197 | 12,7% | 419 | 408 | 2,5% |
| Total | 4.882 | 4.617 | 5,7% | 9.499 | 9.067 | 4,8% |

Fonte: Banco Santander

Despesas

O somatório das despesas chegou a R\$ 5.431 milhões no 2º trimestre de 2022, um aumento de 8,4% no ano, com o fator de maior peso sendo as despesas com pessoal. Porém, na comparação com o 1º trimestre, houve uma diminuição de -1,9%.

Tabela 4 - Evolução das despesas

Despesas gerais

Inflação 11,9% em 12 meses

| (R\$ milhões) | 2T22 | 2T22 x 1T22 | 1S22 | 1S22 x 1S21 |
|---------------------------|--------------|--------------|---------------|-------------|
| Pessoal | 2.390 | -4,1% | 4.883 | 11,9% |
| Administrativas | 2.386 | 0,0% | 4.774 | 5,5% |
| Depreciação e Amortização | 655 | 0,2% | 1.309 | 7,1% |
| Total | 5.431 | -1,9% | 10.966 | 8,4% |

Fonte: Banco Santander

A tabela abaixo traz com mais detalhes os gastos com despesas do banco Santander.

Tabela 5 - Abertura das despesas

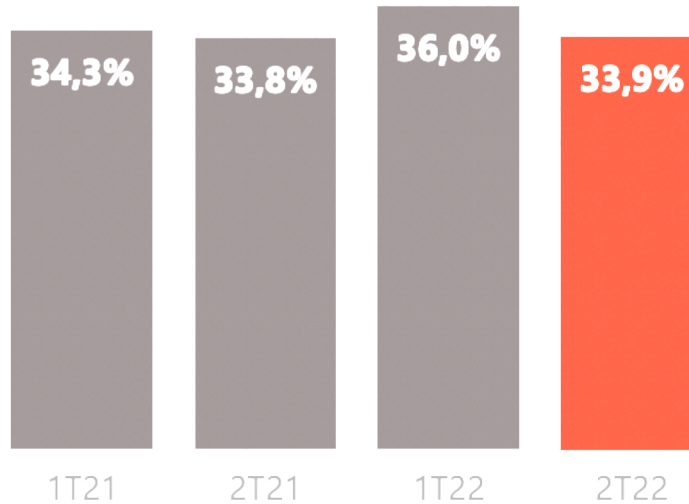
| (R\$ milhões) | 2T22 | 1T22 | Var. QoQ | 1S22 | 1S21 | Var. YoY |
|---|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|--------------|
| Serviços técnicos especializados e de terceiros | 591 | 560 | 5,7% | 1.151 | 1.233 | -6,7% |
| Propaganda, promoções e publicidade | 144 | 121 | 19,2% | 265 | 243 | 9,0% |
| Processamento de dados | 703 | 689 | 2,1% | 1.392 | 1.264 | 10,2% |
| Comunicações | 82 | 101 | -18,9% | 183 | 182 | 0,8% |
| Aluguéis | 225 | 223 | 0,7% | 448 | 393 | 13,9% |
| Transporte e viagens | 48 | 37 | 28,6% | 85 | 46 | 87,1% |
| Segurança e vigilância | 134 | 139 | -4,0% | 273 | 273 | -0,1% |
| Manutenção e conservação de bens | 76 | 83 | -9,1% | 159 | 153 | 3,9% |
| Serviços do Sistema Financeiro | 61 | 104 | -41,1% | 165 | 180 | -8,4% |
| Água, Energia e Gás | 57 | 63 | -9,5% | 119 | 97 | 22,9% |
| Material | 32 | 43 | -25,6% | 75 | 38 | 98,8% |
| Outras | 234 | 224 | 4,1% | 458 | 425 | 7,7% |
| Subtotal | 2.386 | 2.388 | 0,0% | 4.774 | 4.526 | 5,5% |
| Depreciação e amortização ² | 655 | 654 | 0,2% | 1.309 | 1.222 | 7,1% |
| Total Despesas Administrativas | 3.042 | 3.041 | 0,0% | 6.083 | 5.749 | 5,8% |
| Remuneração ³ | 1.541 | 1.727 | -10,8% | 3.268 | 2.858 | 14,3% |
| Encargos | 411 | 339 | 21,3% | 750 | 755 | -0,8% |
| Benefícios | 395 | 396 | -0,2% | 791 | 699 | 13,2% |
| Treinamento | 15 | 14 | 2,6% | 29 | 21 | 34,5% |
| Outras | 28 | 17 | 62,8% | 45 | 31 | 46,2% |
| Total Despesas com Pessoal | 2.390 | 2.493 | -4,1% | 4.883 | 4.365 | 11,9% |
| Despesas Administrativas + Despesas de Pessoal (exclui depreciação e amortização) | 4.776 | 4.881 | -2,1% | 9.657 | 8.891 | 8,6% |
| Total Despesas Gerais | 5.431 | 5.534 | -1,9% | 10.966 | 10.114 | 8,4% |

Fonte: Banco Santander

O índice de eficiência chegou a 33,9% no segundo trimestre de 2022, uma diminuição de -5,8% em comparação ao trimestre anterior e crescimento de 0,30% em doze meses. Nas

duas comparações anuais (1T21x1T22 e 2T21x2T22) o Santander teve aumento no índice de eficiência. As estimativas futuras quanto ao índice de eficiência são neutras, pois de acordo com a análise do último balanço, foi considerado que o banco teve um lucro líquido recorrente desanimador.

Gráfico 5 - Índice de eficiência



Fonte: Banco Santander

Os *value drivers* escolhidos foram: a carteira de depósitos do banco, carteira de crédito, margem de rentabilidade da carteira de crédito, margem de custo dos depósitos e as taxas de juros.

Os balanços foram projetados com a utilização dos três últimos períodos e as projeções foram para os próximos cinco anos. O valuation foi calculado por meio do modelo de FCFF (projeção de fluxos de caixa), e a taxa de desconto pelo WACC. Após as projeções foram obtidos os dividendos por ação e também o lucro por ação. A perpetuidade foi calculada, assim como o dividendo projetado, que foi calculado de acordo com o lucro líquido no último ano de fluxo de caixa projetado.

Taxa Livre de Risco: Treasury de 10 anos americano = 3,55%

Prêmio de Risco do mercado= 15,70

Beta: Calculado mensalmente nos últimos 5 anos = 1,04.

Retorno esperado do mercado (ibov) = 19,25%

Após realizados os cálculos de CAPM que chegou em um valor de 19,88%, e o WACC que resultou em uma taxa de desconto de 17,14%. Como taxa de crescimento, foram feitos cálculos usando as médias dos exercícios anteriores: calculando a taxa pelos últimos 10 anos, temos um crescimento de 23,22%. Ao calcular usando 9 anos anteriores (excluiu-se o décimo, pois era um retorno fora dos padrões apresentados pelos outros anos), chegou-se ao crescimento de 13,14%, e ao calcular pelos últimos 5 anos, tem-se a taxa de crescimento de 18,59%. Sendo assim, a taxa de crescimento considerada para os próximos cinco anos será de 15%, e a taxa na perpetuidade será de 4%. Os valores considerados nos cálculos foram coletados nos relatórios de resultados disponibilizados no site de RI do Banco Santander.

Tabela 6 - WACC

| | |
|---------|-------------------|
| Ke | 19,88% |
| Kd | 6,00% |
| D Total | R\$ 16.420.000,00 |
| PL | R\$ 78.968.000,00 |
| D+PL | R\$ 95.388.000,00 |
| IR | 34% |
| WACC | 17,14% |

Fonte: Banco Santander - Elaborado pelo autor

Nas tabelas abaixo pode-se verificar os lucros por ação (LPA) dos últimos 10 anos e também os dividendos por ação dos últimos 4 anos (além do que já foi pago no ano atual).

Tabela 7 - LPA

| Ano | LPA |
|------|----------|
| 2021 | R\$ 2,18 |
| 2020 | R\$ 1,85 |
| 2019 | R\$ 1,89 |
| 2018 | R\$ 1,62 |
| 2017 | R\$ 1,97 |
| 2016 | R\$ 0,98 |
| 2015 | R\$ 0,88 |
| 2014 | R\$ 0,79 |
| 2013 | R\$ 0,77 |
| 2012 | R\$ 0,36 |

Fonte: Banco Santander - Elaborado pelo autor

Tabela 8 - Dividendos por ação

| Ano | Div. p/ Ação |
|------|--------------|
| 2022 | R\$ 0,5363 |
| 2021 | R\$ 1,7460 |
| 2020 | R\$ 1,8207 |
| 2019 | R\$ 0,5144 |
| 2018 | R\$ 0,8290 |

Fonte: Banco Santander - Elaborado pelo autor

Foi calculado o FCFF (fluxo de caixa livre para a firma) conforme tabela a seguir:

Tabela 9 - FCFF

| | |
|-----------------|-------------------|
| NOPAT | R\$ 17.161.884,63 |
| DEPRECIACÃO | R\$ 2.485.965,15 |
| CAPEX | R\$ 2.665.730,00 |
| CAPITAL DE GIRO | R\$ 5.543.898,67 |
| FCFF | R\$ 11.438.221,11 |

Fonte: Banco Santander - Elaborado pelo autor

E a partir disso, é possível calcular o fluxo de caixa descontado, com base em todas as premissas e valores.

Tabela 10 - Fluxo de caixa descontado

| Fluxos de Caixa | R\$ | Tx. Crescim. | VP Fluxos de Caixa |
|-----------------|--------------------|--------------|--------------------|
| FC1 | R\$ 11.438.221,11 | 15% | R\$ 9.764.573,25 |
| FC2 | R\$ 13.153.954,28 | 15% | R\$ 9.586.186,82 |
| FC3 | R\$ 15.127.047,42 | 15% | R\$ 9.411.059,28 |
| FC4 | R\$ 17.396.104,53 | 15% | R\$ 9.239.131,10 |
| FC5 | R\$ 20.005.520,21 | 15% | R\$ 9.070.343,84 |
| FCP | R\$ 175.086.364,09 | | R\$ 79.382.765,69 |
| | | | |
| | | | |
| | | VP | R\$ 126.454.059,98 |
| | | VP-D | R\$ 110.034.059,98 |
| | | Valor Ação | R\$ 14,67 |

Fonte: Banco Santander - Elaborado pelo autor

7. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo cumpriu o seu objetivo que era determinar o valor justo do banco Santander e também auxiliar na análise do investidor sobre a decisão ou não de comprar as ações da companhia. Após projetar os fluxos de caixa, a taxa de desconto e as demais premissas necessárias, chegou-se ao valor de R\$ 14,67 por ação. No dia 20 de setembro de 2022, a cotação da ação é de R\$ 31,28, portanto, o *valuation* indica que a ação está supervalorizada no momento.

Durante a realização do estudo, ao analisar os concorrentes, pode-se definir que o nível de concorrência está muito elevado, com os principais concorrentes do Santander aumentando seus lucros, e também com a chegada de novos *players* (*startups* e bancos digitais), e por isso o Santander deve continuar trabalhando para que o seu crescimento seja contínuo e permaneça dentro do top 5 dos bancos brasileiros. Tendo em vista que as projeções para economia, após a Guerra da Rússia com a Ucrânia, e o período pós pandemia, são levemente otimistas, e o Banco Central acabou de interromper o ciclo de alta de juros, mantendo-a no mesmo patamar de 13,75% a.a. pode-se abrir uma nova oportunidade para a carteira de crédito do banco, ao mesmo tempo que as captações (especialmente em letras) permanecem altas.

Foi possível perceber peculiaridades para a análise de bancos e instituições financeiras, conforme trazido pelos autores pesquisados, no que diz respeito principalmente ao custo de capital (próprio e de terceiros) da empresa e também da maneira pela qual se dá o lucro, sendo a diferença entre a taxa de juros que o banco cobra dos tomadores, e a taxa que paga para os poupadores, chamado de *spread*.

A ausência de mais estudos comparativos é um ponto que chama atenção, porém, como o mercado de capitais do Brasil vem crescendo muito nos últimos anos, o que resultou também num aumento de profissionais, principalmente agentes autônomos de investimentos (profissionais que atuam como consultores de investimentos dentro de corretoras), a busca por informação e a quantidade de estudos acerca de avaliação de instituições financeiras tende a aumentar.

Vale salientar que a escolha das premissas utilizadas e dos modelos propostos neste estudo não se caracterizam como únicas, sendo possível, portanto, que premissas e modelos diferentes sejam utilizados para a realização de análises. Um ponto muito interessante no que diz respeito às premissas, é que qualquer uma delas que sejam diferente de analista para

analista, pode gerar um resultado extremamente oposto, deixando claro que valores diferentes podem e são encontrados.

REFERÊNCIAS

5 MILHÕES de contas de investidores. **B3**. São Paulo, 04 de fevereiro de 2022. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/5-milhoes-de-contas-de-investidores.htm. Acesso em: 17 de set. de 2022

AÇÕES. **B3**. São Paulo, S.I. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm. Acesso em: 11 de abr. de 2022

ANÁLISE de ações SANB11: Despesas mais altas afetam resultado do Santander. **Safra**, São Paulo, 02 de fev. de 2022. Disponível em: <https://www.safra.com.br/central-de-conteudo/analisar/analise-de-acoes-santander-sanb11.htm#:~:text=A%20avalia%C3%A7%C3%A3o%20do%20Santander%20tamb%C3%A9m,de%20R%24%2051%20por%20unit>. Acesso em: 15 de mar. de 2022

ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2020.

ASSAF NETO, A. **Valuation: métricas de valor & avaliação de empresas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2019

COBERTURA de analistas. **Santander**. São Paulo, 23 de dez. de 2021. Disponível em: <https://www.santander.com.br/ri/cobertura-de-analistas>. Acesso em: 15 de mar. de 2022

COPELAND, Thomas E. **Avaliação de empresas-valuation : calculando e gerenciando o valor das empresas**. São Paulo: Makron Books, 2002. 3. ed. - xiv, 499 p.

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

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos : ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. 1. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos : ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2010.

DAMODARAN, Aswath. **Valuation - Como Avaliar Empresas e Escolher as Melhores Ações**. 1. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2012.

GARCIA, Rodrigo. Métodos de Valuation: 3 maneiras de calcular o valor da sua empresa. **Investor Avaliações**. São Paulo, S.I. Disponível em: <https://investorcp.com/financas-corporativas/valuation-3-maneiras-de-calculando-o-valor-da-sua-empresa/>. Acesso em: 11 de abr. de 2022

GIL, Antônio Carlos. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social**. São Paulo: Atlas, 2008. p. 26-40. p. 100-120.

GRAHAM, Benjamin. **O investidor inteligente**. 1. ed. Rio de Janeiro: Harper Collins, 2016.

MANDA, Renan. Análise Fundamentalista - Ações SANB11. **XP**, São Paulo, 15 de mar. de 2022. Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/acoes/sanb11/>. Acesso em: 15 de mar. de 2022

MEIRELES, Camila Pereira; LOPES, Juliana Leite. **Prática de avaliação (valuation) pelo método de fluxo de caixa descontado e sua aplicação na cooperativa de crédito Sicoob profissionais de saúde da região de Caratinga, Manhuaçu e Carangola**. Orientador: Rodrigo Chaves da Silva. 2016. 47f. TCC (Graduação) - Curso de Ciências Contábeis, Faculdades Integradas de Caratinga, Caratinga, 2016. Disponível em: <https://dspace.doctum.edu.br/handle/123456789/571>. Acesso em: 25 de abr. de 2022

PÓVOA, Alexandre. **Valuation: Como precificar ações**. 1. ed. Rio de Janeiro: GEN Atlas, 2012.

RIZÉRIO, Lara. Santander (SANB11) tem resultado sólido e impulsiona ações do setor, mas analistas destacam “velha questão” para o banco. **Infomoney**. São Paulo, 27 de out. de 2021. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/santander-sanb11-tem-resultado-solido-e-impulsiona-acoes-do-setor-mas-analistas-destacam-velha-questao-para-o-banco/>. Acesso em: 15 de mar. de 2022

SCHMIDT, P.; SANTOS, J. L. **Fundamentos de avaliação de empresas: foco no método de fluxo de caixa descontado**. São Paulo: Atlas, 2005.

SPENCER, Luan Garcia. **Análise fundamentalista da Cielo S.A**. Orientador: Professor Guilherme Macêdo. 2018. 107 f. TCC (Graduação) – Curso de Administração, Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2018. Disponível em: <http://www.bibliotecadigital.ufrgs.br/da.php?nrb=001094098&loc=2019&l=91ca65e09b9cd923>. Acesso em: 17 de abr. de 2022.

TAXAS de juros básicas - Histórico. **Banco central do Brasil**. Brasília, 02 de fev. de 2022. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>. Acesso em: 15 de mar. de 2022

WANDERLEY, Jacqueline Guimarães. **Valuation aplicado ao setor bancário: Estudo de caso do banco do estado do Rio Grande do Sul S.A**. Orientador: Professor Dr. José Eduardo Zdanowicz. 2012. 111 f. TCC (Graduação) – Curso de Administração, Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2012. Disponível em: <http://www.bibliotecadigital.ufrgs.br/da.php?nrb=000867469&loc=2013&l=9bb22bb0fdad255d>. Acesso em: 17 de abr. de 2022.