



# RELATÓRIO DIVIDENDOS

RELATÓRIO COM INDICAÇÃO DE AÇÕES  
PAGADORAS DE DIVIDENDOS

**INDICADO PARA INVESTIDORES INICIANTES E EXPERIENTES**

EX | CAPITAL

# DIVIDENDOS

BANRISUL

Agosto/Setembro de 2018

# Sobre a Companhia

O Banco do Estado do Rio Grande do Sul, ou simplesmente, Banrisul, é negociado na B3 com os códigos BRSR3, BRSR5 e BRSR6. Em razão da maior liquidez e melhor preço, os dados deste relatório estarão levando em consideração as preferenciais PNB, ou seja, BRSR6.

A escolha do Banrisul para compor a nossa Carteira de Dividendos, tem como razão principal o retorno para o acionista em sentido amplo, e é claro, com um bom pagamento de dividendos.

Por ser uma estatal, o Banco acaba sendo influenciado por políticas públicas, e isso estará sendo levado em consideração neste relatório.

O banco foi constituído em 1928, mas passou a condição de banco múltiplo apenas em 1990, tendo em 1997 absorvido a estrutura da Caixa Econômica Estadual, firmado o contrato para a compra dos serviços da folha de pagamento do Estado em 2016, pagando cerca de R\$1.2Bi.

Em 2007, concluindo o processo de capitalização do banco, houve a distribuição Pública Primária das Preferenciais classe B no montante de R\$800Milhões.

Em 2017 o banco passou por um importante processo para se consolidar no mercado, com o Plano de Aposentadoria Voluntária e o Plano de Desligamento Voluntário, somando-se a isso, passou também a exigir maior seletividade da

concessão de crédito e aumentado a participação de pessoas físicas.

O Banrisul, além da sua atividade principal como banco múltiplo, é uma *holding* controladora e/ou com participação relevante nas seguintes companhias: Banrisul S.A Administradora de Consórcios; Banrisul S.A. Corretora de Valores Mobiliários; Banrisul Armazéns Gerais S.A, atuando no Porto Seco na prestação de serviços; Banrisul Cartões S.A.; Bem Promotora de Vendas e Serviços S/A. que atua na prestação de serviços como fomento de crédito consignado a aposentados e pensionistas; e o Banrisul Icatu Participações S.A. tendo estabelecido parceria com o Icatu Seguros para a criação de nova empresa com exclusividade na comercialização de produtos de capitalização.

Em 09 de agosto de 2018 foi divulgado a distribuição de JCP (Juros sobre Capital Próprio) ex-JCP em 15 de agosto, no valor bruto de R\$0,2159 (R\$0,1835 líquido) com pagamento previsto para 27 de setembro.

É importante ressaltar que o Estado do Rio Grande do Sul passa por uma crise financeira sem precedentes, o que culminou na venda, em abril deste ano, através de leilão de 12,75% das ações preferenciais classe B, e em seguida mais 1,45% do total de ações ordinárias emitidas pelo Banco.

Este cenário tem duas vertentes: a primeira a possibilidade de que, um novo governo estadual busque a privatização da companhia, o que seria muito bem vindo para o mercado, podendo haver forte valorização das ações, em especial as ordinárias; e a segunda, do lado negativo, a utilização da Companhia para socorrer o Estado.

O Banco está muito próximo de abrir o capital do Banrisul Cartões S.A., que só não ocorreu até agora, segundo informação da própria instituição, em razão das condições do mercado desfavoráveis.

# Números

Segundo o relatório em xls fornecido pelo RI do Banco, este teria distribuído em 2017, entre Dividendos e JCP o valor total de R\$1,6872 por ação Preferencial classe B, correspondendo sobre a cotação de dezembro daquele ano (R\$14,70 já ajustado) 11,42% de *dividend yield*. No entanto a **informação fornecida está errada:**

Exercício	Lucro do Exercício	Lucro menos Reserva Legal (R. 5%)	Resultados Distribuídos	Data/Valor Distribuído (1)	Previdente	% Distribuído no Exercício	Pagamento por a		
							DM (2)(3)	PNA (4)(5)(6)	
(R\$ milhões)									
2014	691,4	656,8	354,4	21/03/14	62,2	JSCP	40%	0,1617	0,1617
				20/06/14	62,6	JSCP		0,1630	0,1630
				17/12/14	64,1	JSCP		0,1656	0,1656
				29/03/15	122,0	Dividendos		0,1669	0,1739
2015	848,8	806,3	356,4	30/03/15	77,0	JSCP	44%	0,2091	0,2033
				23/06/15	84,4	JSCP		0,1883	0,1883
				29/09/15	93,8	JSCP		0,2064	0,2064
				29/12/15	101,5	JSCP		0,2297	0,2295
2016	699,7	626,7	304,8	30/03/16	76,2	JSCP	42%	0,2482	0,2487
				29/09/16	79,1	JSCP		0,1893	0,1893
				29/12/16	17,0	JSCP		0,1878	0,1878
				31/03/17	15,7	Dividendos		0,1909	0,1909
2017	1053,0	1000,4	420,2	30/03/17	81,1	JSCP	42%	0,9418	0,9416
				29/06/17	81,2	JSCP		0,4020	0,4020
				28/09/17	83,0	JSCP		0,1980	0,1980
				20/12/17	30,6	JSCP		0,1998	0,1998
2018				20/02/18	124,2	JSCP		0,2030	0,2030
				30/03/18	10,2	JSCP		0,1734	0,1736
				29/03/18	84,3	JSCP		0,3034	0,3115
				29/06/18	89,3	JSCP		0,2473	0,2543

Em novembro de 2017 foi anunciado o pagamento de R\$0,0733 de JCP, e não R\$0,733, sendo assim, para o ano de 2017 a distribuição total foi de R\$1,0271, correspondendo um *dividend yield* de 7%. Estimamos que este percentual deva se repetir ou até aumentar este ano, seja pela já mencionada dificuldade financeira do seu principal acionista, seja porque comparando com os pagamentos feitos no ano passado

referente aos mesmos períodos, já é possível constatar esse reflexo, com aumento de R\$0,19 para R\$0,20 e R\$0,21. Nos anos anteriores, 2016 foram distribuídos R\$0,647, 2015 R\$0,8715 e 2014 R\$0,6866.

Considerando que os resultados (lucro líquido) vêm melhorando, este aumento na distribuição de dividendos não chega a afetar o banco, mas é preciso ter atenção aos próximos resultados.

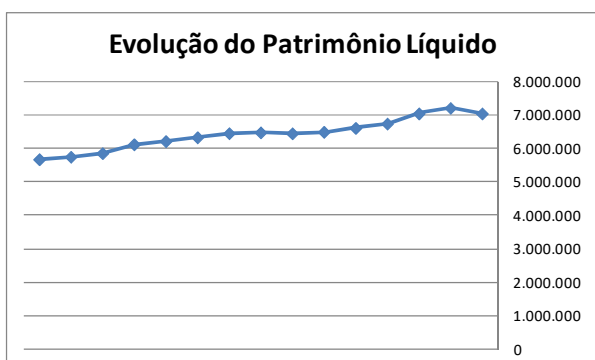
Comparando o valor total distribuído em Dividendos e JCP no ano de 2017 (R\$420Milhões) com o lucro do mesmo período (R\$1.053Bi), temos um *payout* de 39,88%, reforçando a informação anterior que a distribuição de dividendos no patamar atual não afeta a Companhia, representando aproximadamente 40% do lucro líquido total.

Mantendo-se a cotação atual, o *dividend yield* em 2018 deve ficar em linha com 2017, ou seja, um pequeno aumento na distribuição compensando o

pequeno aumento na cotação. Temos aqui uma boa pagadora de dividendos mesmo havendo uma taxa de retenção de 60%.

É claro que o lucro excepcional do último trimestre de 2017 não deve se repetir este ano, mas independente disso nos mantemos confiantes na manutenção do nível de dividendos para os próximos anos.

O gráfico abaixo mostra a evolução do patrimônio líquido nos últimos trimestres, demonstrando haver uma evolução pequena, porém consistente:



O ROE médio<sup>1</sup> é de aproximadamente 15,17% e o lucro

<sup>1</sup> Retorno sobre o patrimônio líquido: a média fizemos com base nos últimos 36 meses, dando maior peso ao último ano e principalmente ao último trimestre que foi anualizado.

médio<sup>2</sup> por ação (cotação atual) é de 16,54%. O ROE não chega a ser ótimo, mas considerando a taxa de retenção e o lucro por ação, o retorno para o acionista é muito bom. Fazendo então o cálculo do retorno do acionista, considerando o ROE do último ano (16,24%) e a distribuição de dividendos do mesmo período, temos ele marcado em 16,24%<sup>3</sup>, lembrando que o lucro por ação no último ano foi de R\$18,07%.

Considerando que o retorno da poupança é de aproximadamente 6% ao ano e que inúmeros investimentos em renda fixa não ultrapassam 10%, 16,24% é um retorno extraordinário.

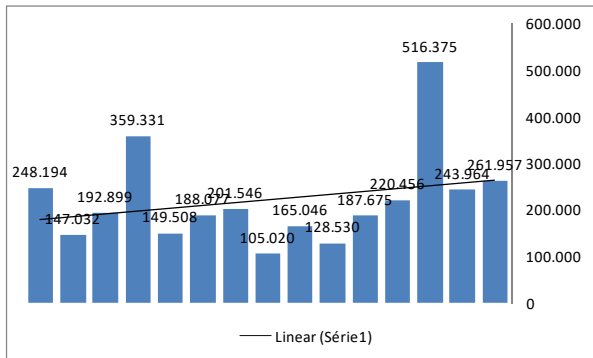
O lucro do último trimestre (2T2018) foi de R\$261,9Milhões, o que anualizado representaria R\$1,047Bi, ou seja, muito próximo ao do ano anterior mesmo sem considerar o lucro extraordinário do 4T2017. O lucro do segundo trimestre foi 39,58% maior que o do mesmo período do ano anterior, e 7,37% superior ao do trimestre anterior

<sup>2</sup> Mesmo critério para apuração da média apontada acima

<sup>3</sup>  $R_s = 1,027/15,77 + 0,1624*0,6$

$R_s = 0,065 + 0,0974 = 0,1624$  ou 16,24%

(1T2018). No gráfico abaixo é mais fácil perceber a evolução do lucro líquido nos últimos trimestres:



A linha de tendência mostra uma evolução, com atenção especial aos oito últimos trimestres, cujo aumento é bastante significativa, o que nos mantém otimista quanto aos próximos resultados.

Na análise de uma instituição financeira, o endividamento deve ser aferido de modo especial. Ao se analisar o endividamento como se faz para outras companhias, do Banco está marcado em 9,63x o patrimônio líquido, o que de fato é elevado quando comparado com o Itaú, mas está muito abaixo do Banco do Brasil, do Banco do Estado do Espírito Santo, e próximo do endividamento do Bradesco.

O que deve ser aferido no caso dos Bancos, é o índice de Basileia. O índice recebe este nome por ter sido criado na cidade de Basileia, Suíça, cujo objetivo após a crise do subprime, foi dar maior estabilidade ao setor financeiro. O índice reflete, basicamente, a estrutura de capital da companhia, ou seja, a relação entre capital próprio e capital de terceiros, utilizando para isso critérios próprios para as instituições financeiras.

O índice de Basileia do Banrisul no final de 2017 era de 16,98%. Em 2015 o índice estava em 17,79% e em 2016 em 16,95%. O mínimo exigido é de 10,5% a 13%, mostrando que o Banco está com o seu índice bem acima, não causando por isso preocupação.

# Retorno Exigido

Vários elementos devem ser considerados para se recomendar a compra de um ativo, e um deles é o retorno exigido, e verificar se o retorno entregue é maior ou menor. Já sabemos que o Banco entrega 16,24%, mas qual seria o retorno exigido para esta Companhia?

Podemos estimar o retorno exigido ou custo do capital próprio com base no CAPM e nos demais elementos já identificados, o que nos leva a estimá-lo em 10% (vide fatores de risco).

Para este cálculo é preciso primeiro definir a sensibilidade do ativo em comparação com o índice de mercado, que leva em consideração então a variação da cotação comparada com o ibov, bem como o pagamento de dividendos no período:



Fonte: Bradesco corretora

Comparando o gráfico do BRSR6 (candle) com o ibov (linha vermelha), percebe-se que com exceção do final de 2016 início de 2017, o papel performou muito próximo do índice, daí um beta relativamente baixo, favorecendo o retorno exigido e com isso tornando o papel mais atrativo. É claro que a atual taxa selic também favorece esse cálculo.

Considerando que o retorno exigido é bem menor que o retorno entregue e o ROE, o papel se mostra uma boa opção de compra.



# Preço Justo

Como já mencionado, acreditamos que a companhia continuará pagando bons dividendos, mas sem margens para aumento excessivo, o que nos faz estimar o aumento médio em 4%, daí o preço justo ser definido em R\$17,68 (dezesete Reais e sessenta e oito centavos). No entanto, o valor apontado é bem conservador, porque leva em conta uma taxa de risco ajustada, do contrário, o preço justo poderia chegar a R\$24,00.

O analista estima o preço justo em R\$17,68 em razão dos riscos da Companhia, independente de seu beta, mas podemos definir um preço alvo para o investidor defensivo em R\$17,68; em R\$21,21 para o investidor que aceita bem o risco; e R\$24,00 para o investidor mais arrojado.

**ATENÇÃO: Estabelecer o preço justo não significa que o valor apontado será alcançado ou superado pelo mercado, sendo apenas uma estimativa, que leva**

**em consideração vários fatores, inclusive de ordem subjetiva.**

# Riscos

Como qualquer investimento em renda variável, investir no Banrisul envolve riscos, mas o preço atual combinado com o retorno para o acionista nos faz acreditar que o risco neste caso vale à pena.

Inúmeros fatores de risco devem ser considerados, e o primeiro deles é a solvência, que pode ser aferida pelo índice de endividamento ou pelo índice de Basileia. Nos dois casos, o banco se mostra saudável, mas dependendo da política de distribuição de dividendos, o agravamento da crise, e principalmente uma corrida ao sistema financeiro, isso poderá afetar o Banco drasticamente. Diferente do que ocorre com uma indústria, em que o passivo está equalizado com as receitas, com uma programação rígida de pagamentos, no caso de uma instituição financeira, a

qualquer momento, os correntistas podem simplesmente retirar o dinheiro das contas, e no final não ter dinheiro suficiente para todo mundo. Sendo assim, os riscos do setor financeiro são maiores que os riscos de outras atividades, ainda que no Brasil o cenário seja bastante favorável aos bancos.

Outro fator de risco, é que o Banco administra a folha de pagamento do Estado com base em um contrato de 10 anos, cujo termo inicial foi em 2016. No longo prazo, havendo perda desse direito, os resultados do Banco serão afetados.

O sistema financeiro está se modernizando muito rápido, e o Banrisul não pode perder tempo em enfrentar essa realidade, porque do contrário poderá perder sua capacidade de fidelizar a clientela, reduzindo também significativamente as suas receitas.

Na mesma linha, a proteção do sistema para evitar ataques cibernéticos é fundamental, e também se constitui em um fator de risco importante.

Outro fator de risco é que as provisões para perdas judiciais são muito menores que os montantes discutidos, então no longo prazo o impacto de possíveis resultados negativos poderá afetar substancialmente os lucros. São diversas ações na Justiça Federal discutindo cifras milionárias, além de ação civil pública, e diversos procedimentos administrativos, sem contar as reclamações trabalhistas.

Outro fator de risco é que grande parte dos ativos da Companhia estão em títulos do Governo Federal, e grandes flutuações poderão impactar os resultados futuros.

Além disso, há também riscos inerentes ao controlador, que sendo um Estado altamente endividado, a depender do gestor público que, de quatro em quatro anos é substituído pela vontade popular, isso, sem dúvida alguma, se constitui em um fator de risco importante.

Outro fator de risco importantíssimo é a qualidade da carteira de crédito. Segundo a Companhia o índice

de inadimplência de 90 dias foi de 3,37% em junho de 2018, representando uma queda de 1,35% em um ano. Já o valor de operações de crédito vencidas há mais de 90 dias foi de mais de R\$1Bi. Mesmo com retração de 25,8% em doze meses, representa um número muito expressivo ao considerarmos o tamanho do Banco e o seu patrimônio líquido.

O Banco também informa ter havido *redução do saldo de provisão para perdas em operações de crédito, num contexto de relativa estabilidade do saldo de operações de crédito em atraso*. A provisão para perdas em operações de crédito, segundo Banco, apresentou redução de R\$49,6 milhões na comparação anual.

## Conclusão

O Banrisul é uma ótima opção de compra pelo preço atual. No entanto, a cotação das ações é afetada pelo cenário político, não apenas nacional como também regional. Sendo assim, a nossa recomendação de compra não é para investir como se não houvesse amanhã. É preciso programar as aquisições para aproveitar possíveis oportunidades extraordinárias que possam surgir. Recentemente, por exemplo, o papel chegou a ser cotado a R\$13,00, sendo R\$13,17 um valor excepcional para uma entrada mais agressiva.

Dependendo do cenário político, o papel pode chegar a R\$12,40 ou menos, então comprar sim, mas com muita cautela:



A estimativa é que superada a turbulência política, e não havendo surpresas negativas, o papel possa chegar a R\$21,21, um *upside* de mais de 34%. E mesmo que as eleições venham causar prejuízos no curto prazo, a tendência é que o acionista que mantiver as ações por muito tempo terá bons resultados. Mas é claro que há vários fatores de risco que devem ser considerados, o que nos faz repetir que a compra para este ativo deva ser feita com cautela, utilizando apenas uma pequena parte dos recursos disponíveis.

S.M.J. São esses os elementos que justificam a nossa recomendação.

## Disclaimer

Este relatório é um conjunto de informações públicas organizadas de acordo com a opinião do analista, não podendo ser utilizado como único elemento para compra ou venda do ativo analisado. Não representa, pois, compromisso com resultados futuros, cuja intenção é auxiliar o investidor na tomada de decisão, mas sem qualquer vinculação.

O Investidor foi cientificado quando da contratação dos riscos que o mercado de renda variável representa, por sua própria natureza, podendo sujeitar o investidor a perdas significativas e, por isso, deve estar sempre respaldado pelo conhecimento e diversificação.

O analista responsável por este relatório é Antonio Marcus Ermida, certificado CNPI número 1949, observando o cumprimento da instrução CVM 598/2018\*, tendo sido elaborado de modo independente, sem qualquer ingerência ou sugestão de terceiros, representando as opiniões pessoais do responsável e seus colaboradores.

As informações desse relatório não representam, por parte da Capital Extreme Análises para Investimento ou do analista responsável garantia de exatidão das informações prestadas ou julgamento sobre a qualidade das mesmas, por terem sido, em sua maioria, obtidas da própria companhia ou em veículos de imprensa. As opiniões do analista estão sujeitas a alterações, e por isso são transitórias, não tendo a Capital Extreme Análises para Investimento ou seu analista a obrigação de atualizar tais informações, não se responsabilizando por resultados de decisões de investimento com base nas informações ou recomendações nele contidas. As informações e/ou recomendações não dispensam a consideração de opiniões de outras fontes e/ou instituições especializadas, muito menos substitui o julgamento pessoal de quem o recebe, inclusive por não levar em consideração as condições pessoais/subjetivas de cada investidor.

Fotografias, gráficos e outros elementos retirados de livros, sites, revistas ou outras fontes, são reproduções parciais autorizadas por lei cuja fonte está indicada, em regra, logo após a informação ou imagem utilizada.

**ATENÇÃO: O INVESTIMENTO EM RENDA VARIÁVEL É ARRISCADO, PODENDO HAVER PERDAS SIGNIFICATIVAS. RESULTADOS PASSADOS NÃO SÃO GARANTIA DE RETORNOS FUTUROS.**

● <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst598.pdf>