Insper

Curso de Ciências Econômicas

Luiz Matheus Della Rosa de Souza Amaral

Entre o Tradicional e o Disruptivo: Um Estudo de Caso sobre o Banco Inter

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao programa de Graduação em Economia com requisito parcial para obtenção do Título de Bacharel em Economia

Orientador: Rodrigo Takashi Okimura

São Paulo

2020

RESUMO

A transformação digital se transformou, de uma ideia inovadora, em uma necessidade para as grandes empresas, principalmente no setor financeiro. Com o surgimento das fintechs e startups, os grandes bancos, que antes não reconheciam um fenômeno grande o suficiente para ameaçar a sua grande concentração de Market-Share, atualmente tem como uma de suas prioridades a redução do custos de transação para seus clientes, a fim de manter sua base de clientes e agradar os investidores. Essa pesquisa busca estudar o caso de uma das primeiras instituições financeiras a adotar a estratégia da mudança para o mundo digital: O Banco Inter. Fundado em 1994 como um banco de varejo convencional, o banco, ao dar início na sua conversão para o mundo digital, abriu seu capital na bolsa de valores para levantar dinheiro e acelerar a transformação. De 9 de janeiro de 2018 à 24 de janeiro de 2020, antes do choque sistêmico causado pela doença COVID-19, as ações do Banco Inter valorizaram cerca de 650% em dois anos desde a abertura de capital. Ao estudar a fundo os métodos de avaliação de empresas aplicados às instituições financeiras e coletar dados financeiros do Banco Inter, será respondido se essa valorização é justificada. Ou seja, será analisado se o banco está sendo negociado a um preço semelhante a startups, ou se sua precificação se assemelha mais aos bancos de varejo e qual dessas duas métricas faria mais sentido para o caso dele.

Palavras Chave: Banco Inter, Valuation, Fintech

1. INTRODUÇÃO

O sistema financeiro brasileiro, que atualmente é concentrado em poucas instituições que possuem uma porcentagem enorme do mercado. De acordo com o Banco Central do Brasil, em 2018, cerca de 81,2% dos ativos totais do segmento bancário eram detidos pelos cinco maiores bancos: Banco do Brasil, Itaú, Bradesco, Caixa Econômico Federal e Santander, os quais também possuíam 84,8% das operações de crédito e 83,8% dos depósitos totais. Essa concentração pode ser um dos motivos para que o spread bancário seja um dos maiores do mundo, uma vez que a falta de competição causaria uma falta de incentivo para que os bancos busquem baixar as taxas de empréstimos. O spread do Brasil, com a recente queda da taxa SELIC é o segundo maior do mundo, atrás apenas do de Madagascar (Vitor Vidal e Marcel Balassiano).

No entanto está concentração já era menor do que em 2017, em que os cinco grandes bancos possuíam 82,6% dos ativos, 85,8% dos depósitos de crédito, o que poderia ser um indicio que o surgimento de Startups no segmento financeiro, as chamadas *Fintechs*, pode já ter começado a fazer efeito na liderança dos grandes bancos, até então incontestável.

As *Fintechs* são empresas que aplicam tecnologia à área das finanças, melhorando a experiência do usuário, por meio da geração de soluções personalizadas, podendo atender demandas específicas de um cliente acostumado com respostas rápidas e sem muitos custos de transação (Darolles 2016). Além dessas características institucionais, financeiramente, as *Fintechs* se aproximam da estrutura escalável de Startups, as quais possuem um custo marginal muito baixo e uma receita marginal semelhante as empresas tradicionais, assim, ao conquistar cada vez mais clientes, o custo médio por cliente das startups decresce rapidamente. No caso do segmento bancário, podemos imaginar que um banco totalmente digital teria como uma de suas vantagens o poder de escalar sua produção de maneira muito mais eficiente que o banco tradicional, já que consegue atender sua base de clientes crescente dentro de uma plataforma virtual, já os bancos tradicionais, para aumentar sua base de clientes é preciso investir em agências físicas, um alto custo que um banco digital não tem.

Por conta dessa vantagem financeira, é comum que as *Fintechs* possuam uma valorização no seu valor de mercado desproporcional em relação as empresas financeiras tradicionais, uma vez que suas margens tendem a aumentar muito e consequentemente sua distribuição de dividendos.

As *Fintechs* se tornam ainda mais relevante no contexto de um país emergente como o Brasil. De acordo com o relatório do Banco Central, em 2017, 86,5% dos adultos possuíam

conta em bancos, mas apenas 44% da população tinha acesso à crédito. Ao analisar as classes mais vulneráveis, a situação se agrava ainda mais. Apenas 11% das pessoas que recebiam até um salário mínimo em 2017 tinham acesso a operações de crédito e só 8,5% dos microempreendedores possuíam operações em nome da empresa.

Assim, é evidente que empresas da área das finanças com modelos de negócios disruptivos é ainda mais relevante em um país onde nem todos possuem as mesmas condições financeiras. A redução dos custos de transação que as *Fintechs* propõem e sua personalização de soluções podem ser uma forma de democratizar o sistema bancário brasileiro, capilarizando-o cada vez mais e tornando-o mais acessível para todos.

As reduções nos custos de transação se tornam ainda mais relevantes ao analisar o cenário atual, no qual o mundo inteiro se encontra em auto isolamento graças ao vírus causador da doença COVID-19, que se não controlado, em breve resultará em grandes impactos de como interagimos como espécie, podendo fazer com que a transformação dos espaços físicos para o digital seja ainda mais rápida

Assim, essa pesquisa buscará estudar o caso de um banco tradicional que adotou como estratégia a transição para o mundo das *Fintechs*, buscando cada vez mais ser reconhecido como um banco digital, o Banco Inter.

Fundado em 1994 com o nome de Intermedium CFI, pela mesma família controladora da MRV Engenharia, uma das grandes incorporadoras brasileiras focados em imóveis baixa renda, o banco se consolidou no mercado de crédito consignado, mas abrindo as operações de crédito imobiliário em 2007 e em 2008 recebendo a carta patente do Banco Central para operar como um banco múltiplo.

Mas em 2014 que a mudança de estratégia do banco, e a razão desta pesquisa, ocorreu com a abertura das contas digitais. Essas contas digitais eram totalmente gratuitas, podendo ser acessadas por computadores e telefones, permitindo transferências, depósitos, pagamento de boletos e saques vinculados ao Banco 24 Horas.

Em abril de 2016, o Banco Central vigorou a resolução nº 4.480, admitindo a utilização de assinatura digital e a coleta dessas por meio eletrônico, o que facilitou a abertura e o encerramento de contas digitais, fazendo com que o crescimento dessa nova modalidade fosse notório.

Em 2017, a Intermedium CFI passou por uma renovação da sua identidade, passando a se chamar de Banco Inter, e a ser reconhecido como um dos primeiros bancos digitais do Brasil.

No primeiro semestre de 2017 as contas digitais obtiveram um crescimento de 804%, com relação ao primeiro semestre de 2016, chegando a marca dos 187 mil correntistas

Em 2018, visando acelerar seu crescimento no segmento digital, o Banco Inter abriu seu capital na Bolsa de Valores. Com a sua imagem de Fintech e crescimentos chamativos, as ações do banco dispararam em valor. De 9 de janeiro de 2018 à 24 de janeiro de 2020, antes do choque sistêmico causado pela doença COVID-19, as ações do Banco Inter valorizaram cerca de 650%, chegando a um valor de mercado acima dos 13 Bilhões de reais.

No entanto é preciso analisar se esse crescimento acelerado do seu valor de mercado é sustentável por um plano de negócios realmente disruptivo, ou seja, é preciso analisar se o Banco Inter está sendo precificado como uma Startup do segmento de finanças ou se é precificado como um banco tradicional, ainda sofrendo com resquícios da sua origem, tendo em vista que ainda é muito dependente do faturamento vindo das atividades tradicionais e analisar suas finanças para decidir qual das duas precificações fariam mais sentido.

É de extrema relevância analisar se o Banco Inter faz jus aos aportes e confiança que está recebendo dos investidores, isto é, se é uma empresa que de fato está comprometida com a democratização do sistema bancário Brasileiro por meio da tecnologia, ou se é apenas um título que ela mesma se deu, uma vez que esses investimentos poderiam ser direcionados à empresas realmente disruptivas caso o Banco Inter não fosse realmente uma Fintech em sua essência.

Assim, esse trabalho buscará identificar de que maneira os investidores estão precificando o Banco Inter, por meio da análise de múltiplos, comparando a razão entre seu valor de mercado e valores de suas finanças com as de empresas de tecnologia financeira e de bancos tradicionais. Após concluir como os investidores precificam a empresa, será realizado um Valuation com intuito de averiguar se essa precificação está correta, isto é, se a parte de negócios tradicionais do banco, ainda muito relevante em seus resultados, deveria se sobrepor ou não à parte disruptiva pelos investidores na hora de precificar a ação do Banco Inter.

2. REVISÃO DE LITERATURA

Para comparar empresas e seus valores de mercado, é mais comum utilizar o método de múltiplos comparáveis. Também chamado de avaliação relativa, o objetivo deste método é avaliar ativos com relação ao preço de ativos semelhantes já precificados no mercado (Damodaran, Cap 17).

Para isso, é preciso ter em mente duas coisas: as métricas utilizadas nos múltiplos precisam ser padronizadas com relação à quem tem o direito sobre elas, ou seja, o EBITDA de uma companhia, já que ainda não foi pago juros de empréstimos, é de direito tanto dos acionistas quanto dos credores, assim faria sentido compara-lo ao Enterprise Value o qual também é de direito de ambas as classes, dando origem ao múltiplo Enterprise Value por EBITDA (EV/EBITDA). Por outro lado, os lucros são de direito apenas dos acionistas, uma vez que os juros de empréstimos já foram pagos, assim faria sentido compará-los ao valor de mercado da empresa, levando ao múltiplo preço por lucro (P/L).

Entendido este conceito, à diversos múltiplos possíveis, como EV/EBITDA, P/L, Assinantes/EBITDA (em casos de clubes de assinatura) e P/BV (Preço e Book Value), desde que o denominador converse com o numerador, a criatividade de alguns analistas chega a surpreender.

Além de ter em mente essa questão, é preciso encontrar firmas comparáveis para que a avaliação relativa faça sentido, podendo ser por setor, segmento, tamanho entre outras características relevantes. (Damodaran, Cap 17)

Outra forma de avaliar o valor de uma firma é pelo método de fluxo de caixa descontado. Esse método consiste em avaliar o valor de uma empresa pela quantidade de caixa que ela consegue gerar atualmente e expectativas de geração de caixa para o futuro, normalmente simplificado para à perpetuidade.

O valor da firma, sob a ótica do fluxo de caixa livre será a soma de todos os fluxos de caixa esperados trazidos à valor presente (Damodaran), para isso é preciso determinar alguns parâmetros para que possa ser realizado este cálculo:

O Fluxo de Caixa: Este valor não é um parâmetro a ser determinado, mas sim uma fórmula em que utilizamos alguns valores contábeis da companhia:

O fluxo de caixa parte do Resultado Operacional, ou lucro antes de juros e impostos (LAJIR); retirando os Impostos Operacionais, que nada mais é do que o Lucro Operacional vezes a alíquota de imposto de renda; somando às depreciações, pois as mesmas são contabilizadas no lucro operacional mas não apresentam impacto no caixa; descontamos o gasto

com capital intensivo (Capex), dado pela variação no imobilizado da companhia; por último, tiramos as variações no capital de giro, dado pela diferença entre os ativos circulantes operacionais e passivos circulantes operacionais, isto é: ativos e passivos que são utilizados para realizar a operação principal da companhia. Assim, podemos visualizar a formação do fluxo de caixa da firma pela tabela abaixo:

(=) LAJIR

(-) Imposto Operacional

(+) Depreciação

(-) Capex

(-) Investimento em Capital de Giro

(=) Fluxo de Caixa Livre da Firma

Após identificar o Fluxo de Caixa Livre da Firma, é preciso determinar à qual taxa que esse fluxo de caixa irá crescer até a perpetuidade, o que é de extrema importância, uma vez que grande parte do valor dos fluxos de caixa da firma serão determinados nessa parcela da conta.

Uma maneira simples de estimar o crescimento de uma empresa é olhar para o crescimento histórico dela, o que pode parecer simples, mas muito ingênuo ao analisar uma empresa em alto crescimento (Damodaran), Como as *Fintechs*, que atualmente crescem à taxas elevadas, mas não é esperado que esse crescimento altíssimo se mantenha para sempre. Mas há outros dois jeitos de encontrar o crescimento de uma empresa, um deles é confiando em um analista que estuda a empresa há anos, e o outro é estimando com base nos fundamentos da companhia, analisando quando do lucro da companhia é reinvestido, seu histórico de aquisições, mas mesmo assim, para firmas de alto crescimento isso pode ser um desafio. (Damodaran)

Estimado o crescimento, precisaremos construir a taxa de desconto pela qual os fluxos de caixa serão descontados à valor presente, chamada de custo de capital ponderado, pois é uma média ponderada entre duas taxas, o custo de capital próprio e o custo de capital de dívida.

O custo de capital de dívida. são mais fáceis de encontrar, basta olhar nas demonstrações financeiras da companhia e encontrar o valor do juro cobrado pelos bancos para emprestar dinheiro a ela.

Já para o custo de capital é preciso seguir a seguinte formula:

$$Re = Rf + \beta * (Rm - Rf)$$

Onde Re é o custo de capital próprio, Rf é a taxa livre de risco, no Brasil usada como a taxa SELIC, β é o beta da companhia, ou seja, é a sensibilidade que a companhia varia com relação ao mercado, sendo um $\beta > 1$ significa que a companhia varia mais que o mercado e um $\beta<1$ que

a companhia varia menos que o mercado, e Rm é a variação do mercado de forma sistêmica. Assim podemos falar que (Rm-Rf) é o prêmio de mercado, ou seja, quanto o mercado rendeu a mais que a taxa livre de risco.

Encontrados o custo de capital próprio e o custo da dívida, só é preciso realizar uma média ponderada pela quantidade de dívida e patrimônio líquido sobre o a soma dos dois, ficando assim:

Custo de Capital Ponderado = (1-T) x Rd x D / (D+PL) + Re * PL / (D+PL)

Sendo que T é a alíquota do imposto de renda, Rd é o custo da dívida, D é o valor da dívida, PL é o patrimônio líquido e Re é o custo do capital próprio. Descoberto esses parâmetros, só é preciso descontar os fluxos da empresa à taxa de capital ponderada para chegar ao valor da firma.

Para realizar uma avaliação do valor de empresa de um banco, é preciso levar em consideração as diferenças que as demonstrações financeiras bancárias apresentam em relação às empresas convencionais.

Os balanços são compostos pelo Ativo, Passivo e Patrimônio Líquido, assim como o de qualquer empresa.

No Ativo Circulante e realizável de Longo Prazo encontramos as linhas: Disponibilidades, Aplicações Interfinanceiras de Liquidez, Títulos de Valores Mobiliários, Relações Interfinanceiras, Relações Interdependências, Operação de Crédito, Operação de Arrendamento Mercantil, Outros Créditos, Outros Valores e Bens. No Não Circulante: Investimentos, Imobilizado de Uso, Imobilizado de Arrendamento, Diferido e o Intangível. Cada uma podendo conter sua abertura.

O Passivo dos Bancos possui as linhas, no circulante e não circulante: Depósitos, Captação no Mercado Aberto, Recursos de Emissão de Títulos, Relações Interfinanceiras, Relação Interdependências, Obrigações por Empréstimos, Obrigações por Repasses do País, Obrigações por repasses do exterior e outras obrigações. Cada uma podendo conter sua abertura.

O Patrimônio Líquido é composto pelas seguintes linhas: Capital Social, Reservas de Capital, Reservas de Lucro, Ajustes ao Valor de Mercado e Ações em Tesouraria.

A Demonstração de Resultado do Exercício conta com as seguintes linhas: Receita de Intermediação Financeira, Despesas de Intermediação Financeira, Resultado Bruto de Intermediação Financeira, Outras Despesas/Receitas Operacionais, Resultado Operacional, Resultado Não Operacional, Resultado Antes da Tributação, Provisão para Imposto de Renda,

Imposto de Renda Diferido, Participação/Contribuição Estatuária, Reversão do Juros sobre Capital Próprio, Participação Minoritárias e Lucro/Prejuízo do Período.

Os bancos apresentam certas peculiaridades que dificultam a avaliação de bancos e instituições financeiras. Para Copeland, Koller e Murrin (2002, cap 21), a primeira peculiaridade é que bancos não possuem diferenciação clara entre seus ativos e passivos, já que os bancos utilizam dos seus passivos para gerar receita financeira, por meio dos empréstimos de dinheiro. Outra dificuldade é determinar a qualidade da carteira de crédito dos bancos e estimar o lucro que vem do descasamento entre os empréstimos e captações. Por último, qual segmento do banco que mais impacta no direcionamento do valor da empresa, o que pode impactar bastante este estudo, uma vez que o Banco Inter se encontra na transição de segmentos entre o banco tradicional e digital.

De acordo com Niyama e Amaro (2008), os bancos seguem regras contábeis específicas para empresas de natureza financeira. O órgão regulador das principais regras contábeis a serem adotadas pelos bancos é o BACEN, e são divulgadas por meio do Cosif, Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro, o que vai guiar o estudo na preparação dos dados para a metodologia.

3. METODOLOGIA

Para estudar responder ao objetivo da pesquisa, primeiramente será estudado a forma pela qual o Banco Inter está sendo precificado, podendo ser ela semelhante a empresas de tecnologia no setor de finanças em alto crescimento ou como uma instituição financeira tradicional. Para isso descobrir esta primeira questão, será o Banco Inter será comparado às empresas de ambos segmentos utilizando o múltiplo *Price to Earnings* (P/E). De acordo com Miller (1995), para comparar o valor de empresas do setor financeiro, é preciso utilizar o múltiplo P/E de transações comparáveis recentes ou com as métricas de empresas abertas na bolsa de valores, mas Miller também propõe que seja usada a métrica *Price to Book Value* (P/BV), ou seja, comparar o valor de mercado com o valor dos ativos líquidos listados no balanço, o que é mais usual para grandes bancos, mas não para Fintechs.

O modelo de análise de múltiplos, nada mais é que comparar as métricas, neste caso, de P/BV e P/E de empresas comparáveis com as do Banco Inter, o que poderá ser feito analisando as métricas em suas demonstrações financeiras e comparando-as com as métricas de bancos digitais e bancos tradicionais para descobrir como o Banco Inter é interpretado pelos investidores. Após conseguir identificar em qual segmento o Banco Inter é alocado por aqueles que investem dinheiro nele, o trabalho buscará responder se a visão que os investidores possuem é a mais adequada, por meio de um valuation utilizando o modelo de fluxo de caixa descontado.

Como o Banco Inter atualmente possui diversas frentes de negócio, sendo alguma delas tradicionais e outras disruptivas, é preciso analisar separadamente as duas frentes e estimar quanto cada uma colabora para o valor da empresa, assim o modelo de fluxos descontados é o único que permite realizar tal separação.

Mas para realizar o método de fluxo de caixa descontados em uma instituição financeira, é preciso atravessar alguns desafios que as empresas do setor oferecem. A primeira é que a natureza do negócio torna muito difícil identificar o que é dívida e reinvestimento, uma vez que no caso dos bancos, eles têm uma quantidade enorme de dívida com aqueles que são seus correntistas, o que torna a estimativa do fluxo de caixa muito mais complexa. A outra é que o setor é muito regulamentado, e o efeito das regulamentações devem ser levadas em consideração na avaliação da companhia (Damodaran, Capítulo 21)

No caso das empresas convencionais, que utilizam dívida e *equity* para financiar seus projetos, faz sentido avaliar o valor da firma como um todo e seu valor tanto para os acionistas quanto para os credores, mas no caso dos bancos isso poderia ser um problema, já que a divida

tem uma conotação diferente, a divida não mais é uma forma de se financiar e investir em projetos, mas sim é a matéria prima que o banco usa para faturar (Damodaran)

Assim, faz mais sentido para uma empresa como um banco ser avaliada diretamente pelo seu *equity value*, e não pelo valor da firma, uma vez que sua relação com dívida é diferente das demais companhias. Assim, será usado o método de fluxo caixa descontado para os acionistas e não mais da firma toda, dado pela seguinte formula:

(=) Lucro Líquido

(+) Provisões

(+) Depreciação e Amortização

(+) Resultados de Participação em Controladas

(-) Investimentos

(-) Aumento da Carteira de Crédito e PDD

(-) Diminuição de Depósitos e Repasses

(-) Aumento de Outros Ativos Circulantes

(-) Diminuição de Outros Passivos Circulantes

(=) Fluxo de Caixa do Acionista

E será descontado pelo próprio custo de capital (Re) e não mais pelo custo de capital ponderado.

Para obter esses valores contábeis, será consultado as demonstrações financeiras do Banco Inter desde sua abertura de capital da bolsa de valores, que ocorreu no começo de 2018. Será dividido entre duas sub empresas, a de frente tecnológica, e a de frente tradicional, realizando o mesmo método de fluxo de caixa descontado para ambas para analisar qual teria mais peso com base nas nossas hipóteses e premissas, para podermos avaliar se a forma pela qual os investidores interpretam o Banco está correta, encontrada por meio da análise de múltiplo.

4. Resultados

4.1. Análise de Múltiplos

A primeira análise do estudo é a análise dos múltiplos P/E e P/Book Value do Banco Inter comparado as de outras instituições financeiras brasileiras para concluir a visão que o mercado possui da empresa: Se o Banco Inter está sendo precificado como uma Fintech com altas expectativas de crescimento ou como um banco tradicional.

A Tabela 1 abaixo mostra os múltiplos de Banco Inter esperados para os anos de 2020 e 2021, assim pode-se observar a expectativa de crescimento que o mercado possui para os resultados de *Earnings* (Lucro) e de *Book Value* para estes anos:

Tabela 1 – Múltiplos do Banco Inter

Múltiplos	P/E 2020	P/E 2021	P/BV 2020	P/BV 2021
Banco Inter	122,30x	31,40x	3,62x	3,50x

Fonte: Bloomberg, 20/11/2020

Como é possível observar, o mercado possui uma grande expectativa com relação ao lucro da companhia, já que o P/E esperado de 2020 passou de 348,87x para o esperado de 2021 de 60,62x, o que pode se traduzir em uma expectativa do lucro crescer 5,75x do ano de 2020 para 2021.

Após analisar o comportamento dos múltiplos do Banco Inter, é preciso compará-lo com o comportamento dos múltiplos de instituições financeiras tradicionais, para assegurar que essa alta expectativa seja proveniente do disruptivo modelo de negócios da empresa analisada e não apenas uma condição do setor. Ou seja, é preciso assegurar que o mercado não possua expectativas de crescimento parecidas para estas outras instituições, garantindo, assim, que o Banco Inter esteja precificado como uma Fintech com alto potencial de expansão.

A Tabela 2 abaixo fornece os múltiplos P/E atual e as expectativas para os anos de 2020 e 2021 e os múltiplos P/Book Value atual e as expectativas para os anos de 2020 e 2021 para as empresas selecionadas como referências do setor bancário tradicional: Banco Itau, Banco Bradesco, Banco do Brasil e Santander:

Tabela 2 – Múltiplos do Setor Bancário Tradicional

Múltiplos	P/E	P/E 2020	P/E 2021	P/BV	P/BV 2020	P/BV 2021
Itaú	15,30x	11,40x	9,60x	2,21x	1,56x	1,50x
Bradesco	12,10x	9,20x	7,80x	1,56x	1,13x	1,10x
Banco do Brasil	7,10x	6,00x	4,90x	1,04x	0,82x	0,70x
Santander	6,35x	8,24x	7,53x	0,96x	1,20x	1,11x
Média	10,25x	8,71x	7,46x	1,44x	1,18x	1,10x

Fonte: Bloomberg, 20/11/2020

Já a Tabela 3 abaixo fornece os múltiplos P/E atual e as expectativas para os anos de 2020 e 2021 e os múltiplos P/*Book Value* atual e as expectativas para os anos de 2020 e 2021 para as empresas selecionadas como referências do setor de banco digital, BTG Pactual e XP Inc:

Tabela 3 – Múltiplos do Setor Bancário Disruptivo

Múltiplos	P/E	P/E 2020	P/E 2021	P/BV	P/BV 2020	P/BV 2021
BTG Pactual	19,20x	16,40x	13,70x	2,67x	2,6x	2,32x
XP Inc.	78,28x	73,17x	56,7x	11,49x	14,35x	11,95x
Média	48,74x	44,79x	35,2x	7,08x	8,47x	7,13x

Fonte: Bloomberg, 20/11/2020

Como é possível concluir, com base nos valores de múltiplos apresentados, o Banco Inter possui uma expectativa de crescimento muito superior à média do setor bancário tradicional brasileiro. Mas não somente as expectativas de crescimento, que são traduzidas pelo comportamento dos múltiplos ao longo dos anos, mas também a forma pela qual o Banco Inter está sendo precificado também não condiz com o patamar de precificação dos bancos tradicionais. Enquanto a média do setor bancário brasileiro é precificada a 8,71x seu lucro de 2020, o Banco Inter está sendo precificado por 122,30x o lucro de 2020, uma distância mais que plausível para garantir que o Banco Inter está sendo precificado como uma Fintech e não um banco tradicional.

4.2. Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado

Uma vez que se sabe como o mercado precifica o Banco Inter: Como uma Fintech com alto potencial de crescimento, o próximo passo deste estudo é realizar uma avaliação do valor de mercado da empresa por meio do método de fluxo de caixa descontado.

Para isso, foi utilizado um horizonte de 10 anos de projeções, de 2020 até 2030, e utilizado como drivers de crescimento o número de contas digitais, que cresceu, em média 35% ao trimestre desde 2017, saltando de 122 mil contas para 5,9 milhões no segundo trimestre de 2020; o número de cartões de crédito e débito utilizados, que em 2017 somavam 33 mil cartões e chegou em 1,8 milhões no segundo trimestre de 2020 e foi levado em consideração a abertura de contas por dia útil, o que mostra a aceleração do crescimento, já que em 2017 eram abertas apenas 600 contas por dia útil e atualmente se abrem 16 mil contas por dia útil.

Assim, foi considerado um crescimento agressivo das linhas do balanço patrimonial que estão relacionadas a esse crescimento exponencial dos clientes. As premissas de crescimento de cada linha do balanço se encontram na Tabela 4 abaixo:

Tabela 4 – Premissas de Crescimento

Ativos	**Média do Crescimento Histórico**	**Crescimento ao ano (de 2020 a 2030)**
Instrumentos Financeiros	50%	20%
Carteira de Crédito	36%	15%
Crédito Tributário	35%	15%
Imobilizado	106%	15%
Intangível	1429%	15%
Passivos		
Depósitos	81%	15%
Captações no Mercado Aberto	349%	25%
Relações Interfinanceiras	2.755%	20%

As projeções de crescimento das linhas do balanço foram baseadas no crescimento histórico de casa uma das linhas, no entanto, foi considerado um crescimento muito menos agressivo que o histórico para cada uma das linhas ao levar em consideração que as linhas do balanço cresceram de maneira desproporcionalmente agressiva devido ao levantamento de capital que o Banco Inter executou em seu IPO, logo não é plausível considerar que as linhas do balanço patrimonial continuariam a crescer de maneira tão agressiva. Assim, foi levado em consideração um crescimento compatível com a projeção de crescimento das operações de crédito, em torno de 20%.

Os demais Ativos e Passivos, não mostraram uma mudança relativa por conta da expansão dos números de clientes, assim, foi mantido o último valor, do segundo trimestre de 2020.

Já para as linhas das demonstrações do resultado do exercício, DRE, foi considerado um crescimento de 20% a.a. com relações as receitas de operações de crédito, a que mais cresce conforme o número de clientes, pessoas físicas e jurídicas. Já as outras receitas com títulos e valores mobiliários, com instrumentos financeiros derivativos, com aplicações interfinanceiras, com operações de câmbio e com venda ou transferência de ativo foi considerado um crescimento de 10% a.a.

Para as despesas, foi considerada a média histórica com relação a receita liquida, apresentada na Tabela 5 abaixo:

Tabela 5 – Projeção de Despesas

Linha da DRE	% com relação a receita liquida
Despesas de Intermediação Financeira	35%
Provisão de Crédito de Liquidação Duvidosa	1%
Outras Despesas Operacionais	40%
Tributação Liquida	10%

Assim, foi utilizado o Fluxo de Caixa do Acionista, dado como o ideal para realizar um fluxo de caixa descontado de uma instituição financeira, dado pela seguinte formula:

(=) Lucro Líquido

(+) Provisões

(+) Depreciação e Amortização

(+) Resultados de Participação em Controladas

(-) Investimentos

(-) Aumento da Carteira de Crédito e PDD

(-) Diminuição de Depósitos e Repasses

(-) Aumento de Outros Ativos Circulantes

(-) Diminuição de Outros Passivos Circulantes

(=) Fluxo de Caixa do Acionista

Antes de calcularmos o fluxo de caixa para o acionista, é preciso calcular o lucro líquido com relação às premissas da DRE citadas anteriormente. A tabela 6 abaixo fornece os valores de lucro líquido da companhia assim como os valores de crescimento ano a ano de cada uma das linhas:

Tabela 6 – Projeção da DRE

DRE	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Receita de Intermediação Financeira (R$ Mil)	**850.885**	**1.000.392**	**1.177.734**	**1.388.270**	**1.638.413**	**1.935.833**	**2.289.710**	**2.711.034**	**3.212.962**	**3.811.246**	**4.524.757**	**5.376.097**
Operações de crédito	**644.187**	**773.024**	**927.629**	**1.113.155**	**1.335.786**	**1.602.943**	**1.923.532**	**2.308.238**	**2.769.886**	**3.323.863**	**3.988.636**	**4.786.363**
Crescimento		*20%*	*20%*	*20%*	*20%*	*20%*	*20%*	*20%*	*20%*	*20%*	*20%*	*20%*
Despesas da intermediação financeira (+/-)	**-255.681**	**-350.137**	**-412.207**	**-485.895**	**-573.444**	**-677.541**	**-801.399**	**-948.862**	**-1.124.537**	**-1.333.936**	**-1.583.665**	**-1.881.634**
Crescimento	*-30%*	*-35%*	*-35%*	*-35%*	*-35%*	*-35%*	*-35%*	*-35%*	*-35%*	*-35%*	*-35%*	*-35%*
Resultado Bruto da Intermediação Financeira	**595.204**	**650.255**	**765.527**	**902.376**	**1.064.968**	**1.258.291**	**1.488.312**	**1.762.172**	**2.088.425**	**2.477.310**	**2.941.092**	**3.494.463**
Provisão para créditos de liquidação duvidosa	**-130.959**	**-53.222**	**-61.206**	**-70.386**	**-80.944**	**-93.086**	**-107.049**	**-123.106**	**-141.572**	**-162.808**	**-187.229**	**-215.314**
% da Carteira	*-3%*	*-1%*	*-1%*	*-1%*	*-1%*	*-1%*	*-1%*	*-1%*	*-1%*	*-1%*	*-1%*	*-1%*
Outras receitas/despesas operacionais (+/-)	**-412.913**	**-400.157**	**-471.094**	**-555.308**	**-655.365**	**-774.333**	**-915.884**	**########**	**-1.285.185**	**-1.524.499**	**-1.809.903**	**-2.150.439**
Crescimento	*-49%*	*-40%*	*-40%*	*-40%*	*-40%*	*-40%*	*-40%*	*-40%*	*-40%*	*-40%*	*-40%*	*-40%*
Resultado operacional	**51.332**	**196.876**	**233.228**	**276.681**	**328.659**	**390.872**	**465.379**	**554.652**	**661.668**	**790.004**	**943.960**	**1.128.711**
Outras receitas e despesas	**31.775**	**5.168**	**1.681**	**1.681**	**1.681**	**1.681**	**1.681**	**1.681**	**1.681**	**1.681**	**1.681**	**1.681**
Resultado antes da tributação sobre o lucro e participações	**83.107**	**202.044**	**234.909**	**278.362**	**330.340**	**392.553**	**467.060**	**556.333**	**663.349**	**791.685**	**945.641**	**1.130.392**
Imposto de Renda e Contriibuição Social	-5.859	-10.102	-11.745	-13.918	-16.517	-19.628	-23.353	-27.817	-33.167	-39.584	-47.282	-56.520
Ativo Fiscal Diferido	4.321	-10.102	-11.745	-13.918	-16.517	-19.628	-23.353	-27.817	-33.167	-39.584	-47.282	-56.520
Lucro Líquido	**81.569**	**181.839**	**211.418**	**250.526**	**297.306**	**353.298**	**420.354**	**500.700**	**597.014**	**712.516**	**851.077**	**1.017.352**

A Tabela 7 abaixo fornece os valores dos fluxos de caixa do acionista para os anos de 2020 a 2030, partindo da linha do “Resultado antes da tributação sobre lucro” da DRE (Tabela 6):

Tabela 7 – Projeção do Fluxo de Caixa

Fluxo de Caixa do Acionista	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Resultado Liquido Antes de Tributação Direta	**228.483**	**294.444**	**377.294**	**473.777**	**583.304**	**704.282**	**833.962**	**968.358**	**1.102.277**	**1.229.465**	**1.342.882**
(Aumento)/Diminuição da Carteira de Crédito e PDD	-694.203	-798.333	-918.083	-1.055.796	-1.214.165	-1.396.290	-1.605.733	-1.846.593	-2.123.582	-2.442.120	-2.808.438
Aumento/(Diminuição) de Depositos e Repasses	748.877	861.209	990.390	1.138.948	1.309.791	1.506.259	1.732.198	1.992.028	2.290.832	2.634.457	3.029.625
(Aumento)/Diminuição de outros Ativos Circulantes	-428.187	-510.413	-608.573	-725.776	-865.742	-1.032.924	-1.232.647	-1.471.285	-1.756.468	-2.097.325	-2.504.789
Aumento/(Diminuição) de outros Passivos Circulantes	348.359	693.058	861.327	1.070.664	1.331.137	1.655.289	2.058.752	2.561.009	3.186.345	3.965.032	4.934.810
Depreciação e Amortização	1.733	1.993	2.292	2.636	3.031	3.486	4.009	4.610	5.302	6.097	7.012
Investimentos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Imposto de Renda	-11.424	-14.722	-18.865	-23.689	-29.165	-35.214	-41.698	-48.418	-55.114	-61.473	-67.144
Participação nos Resultados	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(=) Fluxo de Caixa	**193.638**	**527.235**	**685.783**	**880.765**	**1.118.190**	**1.404.888**	**1.748.843**	**2.159.709**	**2.649.593**	**3.234.132**	**3.933.958**

Com os valores dos fluxos de caixa, é preciso determinar a taxa de desconto pela qual esses fluxos devem ser descontados. Como se é utilizado o fluxo de caixa dos acionistas, é preciso descontar pelo custo de equity da empresa dado pela fórmula abaixo, com base no CAPM:

$Ke = Rf + \beta (Rm-Rf) + \text{Risco País}$

Onde:

Ke é o custo de equity

Rf é a taxa livre de risco

β é a média dos betas das companhias comparáveis (BTG Pactual e XP investimentos)

Rm é o Retorno de Mercado

A Tabela 8 abaixo mostra os valores de cada um dos parâmetros e a fonte dele:

Tabela 8 – Parâmetros para o cálculo do Custo de Capital

Parâmetro	Valor	Fonte
Rf	0,67%	Média diária dos ultimos 6 meses T-Bond 10 years - Bloomberg
β	0,848	Bloomberg
Rm	8,2%	Média diária do S&P contra T-bond 1928-2019
Risco País	3,59%	Média diária 6 meses do EMBI+ do JP Morgan

Com estes parâmetros chegamos ao valor de 11,19% do Ke em dólares, sendo necessário passar para BRL por meio da fórmula do diferencial de inflação:

Ke (BRL) = 1+Ke (USD) x (1+Inflação Brasileira/1+Inflação Americana) -1, sendo que a inflação brasileira esperada é de 3% e a americana de 1,4%. Assim, o Ke em reais é de 12,9%.

Uma vez com os fluxos de caixa e o custo de capital próprio calculados, só é preciso descontar os fluxos e o valor da perpetuidade para o valor presente pela taxa de desconto.

Assim, a Tabela 9 abaixo mostra o valor presente dos fluxos de caixa do acionista.

Tabela 9 – Valor Presente dos Fluxos de Caixa

Ano	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Fluxos de Caixa	168.520	470.677	591.797	744.500	936.977	1.179.527	1.485.095	1.869.951	2.354.530	2.964.500	3.732.092
Valor Presente	149.218	369.028	410.844	457.654	510.000	568.482	633.770	706.603	787.803	878.281	979.045

Para o cálculo da perpetuidade, foi utilizado o modelo de crescimento de Gordon, o qual utiliza a fórmula abaixo para o cálculo:

Perpetuidade = (Fluxo de 2030) / (Ke-g), sendo g o crescimento de longo prazo. Para o valor do g foi considerado o crescimento de longo prazo do PIB brasileiro, fornecido pelo Itaú Projeções de 3% a.a.

Assim, ao somar os valores dos fluxos e da perpetuidade, chegamos ao valor de R$ 16,304 bilhões de reais de valor de mercado para o Banco Inter.

5. Conclusão

Ao realizar o método de avaliação por múltiplos, utilizando os múltiplos P/E e P/Book Value, foi concluído que o Banco Inter está sendo precificado pelo mercado mais como uma empresa do segmento financeiro disruptivo com um alto potencial de crescimento ao ser comparado ao setor bancário tradicional, com múltiplos maiores que a média do setor e se aproximando mais dos múltiplos de empresas disruptivas como BTG Pactual e XP, que recentemente lançaram o banco digital. Assim, foi respondida a primeira parte do estudo de identificar como o mercado precifica a empresa.

Após a análise de múltiplo, foi realizado uma avaliação pelo método de fluxo de caixa descontado na intenção de concluir se a precificação do mercado estaria errada ou correta. Ou seja, se a expansão do banco digital consegue suportar a precificação do mercado considerando que a área de banco tradicional já está madura e não teria muito potencial de crescimento, mesmo sendo grande parte dos resultados operacionais atualmente.

A Avaliação, que levou em consideração o crescimento agressivo do número de clientes e cartões, alcançou um valor de R$ 16,3 bilhões, um valor cerca de 4,1% inferior aos R$ 17 bilhões de valor de mercado que a empresa atingiu na terceira semana de novembro de 2020. O que pode se traduzir com a convergência entre a visão do mercado e o a avaliação feita neste estudo. Assim, pode-se afirmar que é correto avaliar o Banco Inter como uma Fintech disruptiva, uma vez que o modelo que contempla um crescimento das áreas de banco digital sustenta um valor de mercado precificado pelo mercado.

Bibliografia

DAMODARAN, A. (1997). Avaliação de Investimentos: Ferramentas e Técnicas para determinação de Valor de Quaquer ativo

DAROLLES, S. (2016). The Rise of fintechs and their regulation, Université Paris-Daphine

MILLER, William D. (1995). Commercial Bank Valuation, New York: John Wiley & Sons.

VIDAL, Vitor; BALASSIANO, Marcel (2019) A parcimônia com o Mercado de Crédito.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. Avaliação de Empresas - Valuation: Calculando e Gerenciando Valor das Empresas. 3ª Ed. São Paulo: Pearson Makron Books, 2002

NIYAMA, Jorge Katsumi; GOMES, Amaro L. Oliveira. Contabilidade de Instituições Financeiras. 3ª Ed. São Paulo: Atlas 2008