

ESTRELLA: Impacto de los juegos de azar en línea en Brasil

Economía y sectores

Investigación Alfa Temática de Santander: Evaluación de los efectos del aumento del juego en línea

María Paula Cantusio*, CFA

Brasil: Banco Santander SA

(+5511) 3553 5309

paula.cantusio@santander.com.br

Rubén Couto*

Brasil: Banco Santander SA

(+5511) 3553 7959

ruben.couto@santander.com.br

Caio Moscardini*

Brasil: Banco Santander SA

(+5511) 3553 0279

caio.moscardini@santander.com.br

Neto/Neto

ERRATUM: En la versión anterior de este informe, las explicaciones de los ingresos y los gastos en las tablas se intercambiaban de forma incorrecta. Esto se ha corregido en esta versión.

En 2024, se prevé que los jugadores gasten entre 71.300 y 239.400 millones de reales (un impacto negativo en el PIB del 0,6-2,1%, si esta previsión resulta acertada) en sitios de apuestas en línea en Brasil, según nuestras estimaciones, lo que implica un impacto neto de entre 25.700 y 35.900 millones de reales (un impacto negativo en el PIB del 0,2-0,3%, si esta previsión resulta acertada), considerando los premios potenciales pagados a los ganadores. Con la entrada en vigor de la regulación de los juegos de azar en línea, estimamos que el país podría recaudar entre 3.000 y 3.400 millones de reales en 2024 y entre 5.000 y 10.000 millones de reales en 2025, lo que ayudaría a compensar una parte de los efectos nocivos en el mercado interno. Según datos de Statista, entre 2018 y 2023, Brasil vio aumentar los ingresos por juegos de azar en línea de US\$0,1 mil millones a US\$1,6 mil millones (crecimiento de ~74% por año frente a un promedio mundial de ~19% por año, con el país representando menos del 2% del mercado global). En general, la legalización de los juegos de azar en línea parece haber afectado negativamente a la salud financiera y mental de los consumidores, así como al consumo general, especialmente en el grupo demográfico de bajos ingresos. Aunque los datos del Banco Central de Brasil (BCB) todavía muestran un entorno saludable en términos de tasas de morosidad y préstamos incobrables, un estudio del CNC mostró que en el primer semestre de 2024, 1,3 millones de personas entraron en mora debido al juego en línea. En términos de decisiones de compra de los consumidores, los datos muestran que los jugadores en línea están renunciando a compras para jugar, especialmente cuando se trata de pagar artículos como accesorios, ropa, ocio, alimentos (supermercados y fuera del hogar), facturas de Internet y servicios públicos, productos de belleza e incluso artículos de higiene y medicamentos. En general, esperamos que los sectores más afectados sean el comercio minorista, los bienes de consumo, las instituciones financieras, la educación, la atención médica y los centros comerciales.

Figura 1 - Panorama del impacto del juego en los sectores y las empresas cubiertas

Higher Impact		Average Impact		Lower Impact	
Consumer Discretionary CVC Arcos Dorados Vulcabras Grupo SBF	Consumer Discretionary C&A Guararapes Renner	Consumer Staples Assaí Carrefour Brasil Grupo Mateus	Consumer Staples Pague Menos	Malls Allos Iguatemi Multiplan	Health Care Hapvida
Education Vitru Cogna	Financials Nubank PAGS	Education YDUQS	Financials Stone	Education Ser Educacional	

Fuente: Santander Research

Se espera que la regulación de los juegos de azar en Brasil aumente los ingresos del país por recaudación de impuestos. Los juegos de azar en línea en Brasil se legalizaron en 2018, pero las regulaciones para la actividad solo entrarán en vigor el 1 de enero de 2025, tras la aprobación de la Ley 14.790 en diciembre de 2023. Esta brecha de siete años entre la legalización y la regulación de los juegos de azar en línea ha llevado a un crecimiento desenfrenado. Según datos de Statista, los ingresos por juegos de azar en línea en Brasil aumentaron de US\$0,1 mil millones a US\$1,6 mil millones entre 2018 y 2023 (crecimiento de ~74% anual frente a un promedio mundial de ~19% anual, con el país representando menos del 2% del mercado global). En términos de ingresos per cápita, Brasil reportó US\$7,30 en 2023, por debajo del promedio mundial de US\$10,60. Según Statista, entre 2024 y 2029, se prevé que los ingresos por juegos de azar en línea aumenten un 16,9 % anual en Brasil, frente a un promedio mundial del 7,8 % anual. Una vez que entren en vigor las regulaciones, los impuestos incluirán: (i) una tasa de licencia de R\$30 millones por

Las divulgaciones y certificaciones importantes se encuentran en la sección "Divulgaciones importantes" de este informe.

Las consultas de inversores estadounidenses deben dirigirse a Santander US Capital Markets LLC al (212) 583-4629 / (212) 350-3918.

* Empleado por una filial no estadounidense de Santander US Capital Markets LLC y no está registrado/calificado como analista de investigación según las normas de FINRA.

empresa; (ii) un impuesto del 12% sobre los ingresos del juego; y (iii) un impuesto del 15% sobre las ganancias superiores a R\$ 2.112 para los jugadores. Estimamos que el juego en línea contribuirá con R\$ 3.000-3.400 millones a las arcas del gobierno en 2024 y con R\$ 5.000-10.000 millones en 2025.

El juego podría tener un impacto negativo neto y bruto promedio en el PIB de Brasil de 0,2-2,1%. Los datos de la balanza de pagos (BoP) de Brasil y del Banco Central de Brasil (BCB) brindan diferentes perspectivas del mercado de juegos de azar en línea de Brasil. Según el BoP, en los últimos 12 meses a agosto de 2024, los jugadores en línea realizaron apuestas (gastos) por un total de R\$ 71,3 mil millones (+ 8% interanual); este monto se reduce a R\$ 25,7 mil millones al restar las ganancias recibidas por los apostadores y las tarifas pagadas por las empresas de juegos de azar en el período.

Usando datos recientes del BCB, estimamos que los jugadores en línea gastarán R\$ 2,1 mil millones en apuestas (gastos) por un total de R\$ 2,1 mil millones (+ 8% interanual).

239,4 mil millones de dólares en 2024, valor que cae a R\$ 35,9 mil millones al restar las ganancias recibidas por los apostadores y las comisiones pagadas por las empresas de juego.

Si se toma como base la previsión de PIB de 11,5 billones de reales para 2024 elaborada por nuestro equipo macro de Santander, las ofertas anualizadas realizadas por los apostadores representarían entre el 0,6% y el 2,1% del PIB de Brasil en 2024E y entre el 1,0% y el 3,3% del consumo de los hogares. Si se considera el efecto neto de los gastos de juego (es decir, las ofertas realizadas por los apostadores menos las ganancias recibidas por los apostadores y las comisiones pagadas por las empresas de juego), los gastos anualizados representarían entre el 0,2% y el 0,3% del PIB de Brasil en 2024E y entre el 0,3% y el 0,5% del consumo de los hogares.

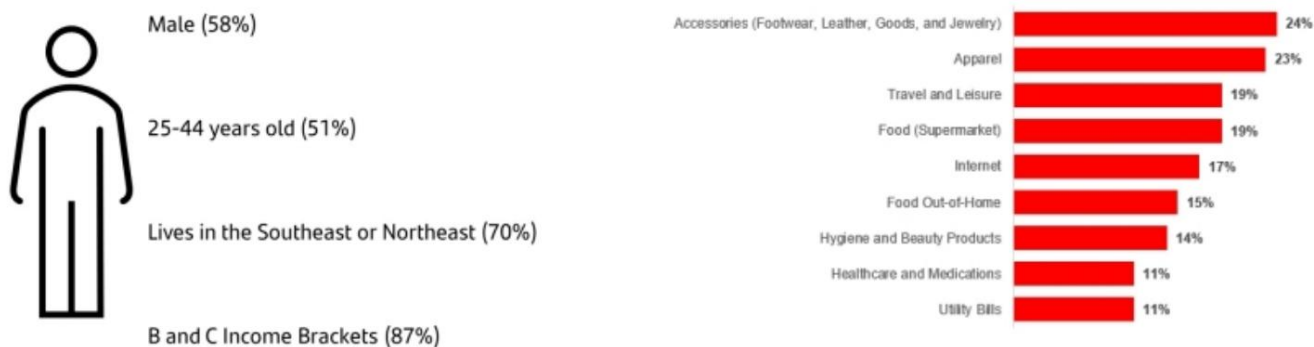
Figura 2 - Impacto promedio en el PIB y el consumo de los hogares en 2024E de las actividades de juego y apuestas en línea según los dos Metodologías consideradas

	Balance of Payments LTM	% 2024E GDP	% 2024E Household Consumption	BCB Special Sudy 2024E	% 2024E GDP	% 2024E Household Consumption
(+) Total Revenue - Winnings Received by Gamblers and Fees Paid by Gambling Companies (billion R\$)	45.6	0.4%	0.6%	203.5	1.8%	2.8%
(-) Total Expenses - Fees Paid by Gamblers (billion R\$)	-71.3	-0.6%	-1.0%	-239.4	-2.1%	-3.3%
Net Effect (billion R\$)	-25.7	-0.2%	-0.3%	-35.9	-0.3%	-0.5%

Fuente: Estimaciones del BCB y Santander

En general, creemos que la legalización ha tenido un impacto negativo en la salud financiera y mental de los consumidores, así como en el consumo. Según varios estudios y encuestas tanto en Brasil como en el extranjero mencionados en este informe, el juego en línea aumentó drásticamente después de la legalización. El impacto en la salud financiera de la población ha sido mayoritariamente negativo, especialmente entre los hogares vulnerables. Según datos del BCB de enero de 2018 a julio de 2024, los préstamos no asignados a personas aumentaron a un ritmo más rápido que el promedio del mercado (140,4% frente a 126,2%), pero las tasas de morosidad se han mantenido relativamente estables en los últimos ocho meses, mientras que los préstamos incobrables y los activos problemáticos han mejorado entre los hogares de bajos ingresos, lo que parece reflejar resultados positivos de la baja inflación, un mercado laboral saludable y beneficios sociales. No obstante, uno de los estudios muestra que en el primer semestre de 2024, 1,3 millones de personas estaban en mora debido al juego en línea. En términos de decisiones de consumo, las encuestas muestran que los jugadores están renunciando al consumo para jugar, especialmente cuando se trata de comprar accesorios, ropa, ocio, alimentos (supermercados y fuera del hogar), productos de belleza, artículos de higiene y medicamentos, y pagar facturas de Internet y servicios públicos.

Figura 3 - Perfil de los apostadores en Brasil y categorías de individuos que abandonan el consumo para apostar



Fuente: CNDL, SBVC y Santander Research

Se espera que los sectores más afectados sean el comercio minorista, los bienes de consumo, las instituciones financieras, la educación, la atención médica y los centros comerciales. En el sector minorista, parece más probable que el juego tenga un impacto en los servicios discrecionales (ocio y entretenimiento) y los bienes (ropa, calzado y accesorios) en los tramos de ingresos más bajos, especialmente entre los hombres. En el segmento de productos básicos, el impacto parece ser limitado, pero las ventas de algunos actores de productos básicos se concentran en los tramos de ingresos más bajos y en el Norte y el Nordeste, regiones con la mayor concentración de beneficiarios de la Bolsa Familia, entre los que hay un número significativo de apostadores. En el sector de los centros comerciales, los actores que cotizan en bolsa están menos expuestos que el promedio del mercado a las clases sociales C, D y E (~25% frente al 42%), lo que conduce a un impacto limitado de mayores gastos en juegos de azar. Entre las instituciones financieras, las preocupaciones se centran en los niveles de deuda entre el grupo demográfico de bajos ingresos, ya que los altos niveles de deuda pueden conducir a mayores tasas de morosidad en el sistema financiero. A partir de octubre de 2024, las tarjetas de crédito ya no se pueden utilizar para realizar apuestas en línea, aunque los apostadores aún pueden recurrir a préstamos personales y/o utilizar la financiación Pix para tales actividades (el 72% de los apostadores utilizan Pix para realizar sus apuestas). En el segmento de la educación, las tasas de admisión se desaceleraron en el primer semestre de 2024, especialmente en la educación a distancia, donde el 76% de los estudiantes provienen de las clases sociales C, D y E. En una encuesta de Educa Insights, el 35% de los 10.800 encuestados afirmó que no comenzó un curso de educación superior en el período debido a haber gastado dinero en juegos de azar. En cuanto a la atención médica, creemos que el segmento de salud pública podría verse cada vez más afectado por el gasto incremental en juegos de azar, aunque los actores privados podrían ver un repunte a medida que las personas busquen terapia para la adicción al juego y los problemas relacionados con la depresión.

Contenido

Regulación de los juegos de azar y las apuestas en línea en Brasil	4
Tamaño del mercado de juegos de azar en línea de Brasil	4
Impacto de la regulación del juego en las cuentas fiscales de Brasil	
Juego en línea: perspectiva internacional	
Perfil de los jugadores en línea e impacto del juego en su salud financiera y mental y en su comportamiento como consumidores	
Impacto del aumento del gasto en juegos de azar en el sector	11
Minorista	11
Finanzas	14
Educación	
Cuidado de la salud	17
Bienes raíces	
EMPRESAS MENCIONADAS	

Regulación de los juegos de azar y apuestas online en Brasil

Las actividades de juego y apuestas online se legalizaron en 2018 tras la aprobación de la Ley 13.756/2018, que determinó la necesidad de regular estas actividades en un plazo máximo de cuatro años. En 2023, el gobierno brasileño envió una Medida Provisional (MP) al Congreso, con el objetivo de mejorar la ley aprobada en 2018, y en diciembre de 2023 se aprobó la Ley 14.790/2023, que entrará en vigor en enero de 2025. Según la regulación, las empresas deben ser autorizadas por el Ministerio de Hacienda para operar en el espacio de juego online de Brasil. La regulación también exige que las empresas tengan sede y representación legal en el territorio brasileño, además de una participación mínima del 20% de un socio brasileño. Además, las empresas deben demostrar que han implementado determinadas políticas, procedimientos y controles internos relacionados con: (i) atención al cliente y canales de defensoría; (ii) prevención del blanqueo de capitales; (iii) juego responsable y prevención de trastornos patológicos del juego; y (iv) la integridad de las apuestas y la prevención del amaño de partidos y el fraude.

El desfase entre la publicación de la primera ley en 2018 y la reglamentación que entrará en vigor en 2025, sumado a la creciente penetración de Internet en el mercado interno, llevó a las empresas de juegos de azar en línea a expandirse exponencialmente en Brasil de manera desordenada. Una serie de factores llevaron al gobierno federal a intervenir en las actividades de juego en línea durante los últimos meses. A principios de septiembre, la Policía Civil del estado de Pernambuco lanzó una operación llamada "Integración" para investigar el presunto lavado de dinero proveniente de actividades ilegales de juego realizadas por empresas y casas de cambio en el estado. Las plataformas en línea de todo el país permitían realizar apuestas sobre las elecciones municipales, lo que llevó al Tribunal Superior Electoral a aprobar una medida que clasifica las apuestas que involucran los resultados de las elecciones como un delito electoral. Un estudio del BCB publicado a fines de septiembre reveló que en el primer semestre de 2024, los jugadores gastaron entre R\$ 18 y 21 mil millones para realizar apuestas en línea (solo considerando las transferencias financieras realizadas a través de Pix), y R\$ 3 mil millones del monto total provinieron de beneficiarios del programa Bolsa Familia. Según el BCB, el 17% de los beneficiarios del programa Bolsa Familia participaron en actividades de apuestas en agosto de 2024. Además, entidades vinculadas a los sectores financiero, minorista y de salud realizaron varias encuestas que revelaron impactos negativos en la salud financiera y mental de los consumidores, así como una reducción de gastos en el segmento minorista doméstico debido al juego en línea.

Como resultado, el Ministerio de Hacienda anticipó la prohibición de que las empresas de juego online no autorizadas por el organismo realicen tales actividades en el mercado interno desde enero de 2025 hasta octubre de 2024. La Asociación Brasileña de Empresas de Tarjetas de Crédito y Servicios (Abecs) también anticipó la prohibición del uso de tarjetas de crédito para pagar apuestas desde enero de 2025 hasta octubre de 2024. Aun así, según la Confederación Nacional de Minoristas (CNDL), el 72% de los jugadores utilizan Pix para realizar apuestas, y el presidente del BCB afirmó que el monto de las transferencias Pix ha aumentado más del 200% desde enero de 2024 en Brasil, lo que puede llevar a mayores tasas de morosidad en el mercado interno en el futuro. Como resultado, la Federación Brasileña de Bancos (Febraban) está discutiendo la posibilidad de prohibir el uso de Pix para realizar apuestas online, o al menos establecer montos máximos, aunque el uso de Pix para apuestas online estará permitido según la regulación que entra en vigor el 1 de enero de 2025.

En materia tributaria, la regulación establece que las empresas tendrán que pagar una tasa de licencia de R\$30 millones para ser autorizadas a participar en actividades de apuestas en línea en Brasil, y sus ingresos brutos de juego (GGR) estarán sujetos a un impuesto del 12%. El impuesto del 12% sobre el GGR ha sido criticado en el mercado interno, ya que es inferior a la tasa impositiva actual para el tabaco y las bebidas alcohólicas en Brasil. Los jugadores, a su vez, estarán sujetos a un impuesto del 15% sobre las ganancias de las plataformas de juego en línea. Las empresas que operen ilegalmente en el mercado interno tendrán que pagar multas de hasta R\$2 mil millones.

Al 9 de octubre, había 116 empresas en el área de juegos de azar en Brasil cuyas operaciones son consideradas como "regulares" por el gobierno federal.

Estas empresas deberán cumplir con las Leyes 13.756/2018 y 14.790/2023 y las ordenanzas reglamentarias emitidas por el Ministerio de Hacienda para continuar operando en el país a partir del 1 de enero de 2025. Las empresas que sean definitivamente aprobadas pagarán la tasa de licencia o R

30 millones de dólares. Cada licencia permite el registro de hasta tres marcas comerciales diferentes. Los impuestos recaudados se destinarán a inversiones en deporte (36%), turismo (28%), seguridad pública (1,6%), educación (10%), seguridad social (10%) y salud (1%).

Tamaño del mercado de juegos de azar en línea en Brasil

Utilizamos dos fuentes principales de datos para evaluar el tamaño actual del mercado de juegos de azar en línea en Brasil: (i) la balanza de pagos del país (BdP), que mostró gastos mensuales (tarifas pagadas por los apostadores) de R\$ 5,9 mil millones en los últimos 12 meses a agosto de 2024 (R\$ 71,3 mil millones anualizados), o gastos netos (gastos menos ingresos por ganancias pagadas a los apostadores y tarifas pagadas por las empresas de juegos de azar) de R\$ 2,1 mil millones en los últimos 12 meses (R\$ 25,7 mil millones anualizados); y (ii) el estudio especial (119/2024) publicado por el BCB, que mostró gastos mensuales de R\$ 20,0 mil millones en los primeros ocho meses de 2024 según nuestras estimaciones (R\$ 239,4 mil millones anualizados), o gastos netos (deduciendo ingresos) de R\$ 3,0 mil millones en los últimos 12 meses (R\$ 35,9 mil millones anualizados). Centramos nuestro análisis tanto en los gastos (cuotas pagadas por los apostadores) como en el efecto neto de gastos e ingresos (premios recibidos por los ganadores) debido a que los recursos gastados por los apostadores difícilmente se compensan con los premios, ya que los ganadores concentran las cantidades.

Dado que la mayoría de las empresas que operan actualmente en actividades de juegos y apuestas en línea en Brasil tienen su sede fuera del país, el BoP podría proporcionar cierta visibilidad sobre los ingresos y gastos generados por el segmento. Si bien el reciente estudio especial publicado por el BCB parece mostrar que los números aportados por el BoP subestiman las transacciones en actividades de apuestas en línea, creemos que la información respalda una comprensión de cómo ha evolucionado el segmento en los últimos meses. A partir de enero de 2023, el BCB realizó cambios en la metodología del BoP de Brasil que incorporaron estadísticas relacionadas con las actividades de apuestas en línea (tarifas pagadas por las empresas, tarifas pagadas por los apostadores y premios recibidos por los ganadores) en dos cuentas: (i) servicios recreativos, relacionados con el patrimonio histórico y cultural y otros servicios personales; y (ii) ingresos secundarios - otras transferencias.

Según los datos del BoP de Brasil, concluimos que, en los últimos 12 meses, los gastos totales relacionados con las apuestas en línea aumentaron un 8,0% en comparación con 2023, a R\$ 71,3 mil millones, mientras que los ingresos disminuyeron 5,8% en el período, a R\$ 45,6 mil millones, lo que generó un aumento interanual de 46,0% en el efecto neto negativo, a R\$ 25,7 mil millones de dólares. En los últimos 12 meses, los gastos totales de R\$ 71,3 mil millones representarían el 0,6% del PIB estimado de Santander para 2024 de R\$ 11,5 billones, y el efecto neto negativo de R\$ 25,7 mil millones representaría alrededor del 0,2%. En 2023, los gastos mensuales promedio del segmento totalizaron R\$ 5,5 mil millones, que aumentaron a R\$ 5,9 mil millones en los últimos 12 meses a agosto de 2024.

Figura 4 - Estimación de ingresos y gastos de las actividades de juegos y apuestas en línea en la balanza de pagos de Brasil

	Jan-23	Feb-23	Mar-23	Apr-23	May-23	Jun-23	Jul-23	Aug-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23	Dec-23	2023
(+) Total Revenue - Winnings Received by Gamblers and Fees Paid by Gambling Companies (billion R\$)	3.1	3.3	4.3	3.2	3.7	4.2	4.0	4.1	4.2	5.1	4.8	4.5	48.4
(-) Total Expenses - Fees Paid by Gamblers (billion R\$)	-4.7	-4.8	-6.4	-5.0	-5.4	-5.2	-5.5	-5.4	-5.2	-6.4	-6.5	-5.5	-66.0
Net Effect (billion R\$)	-1.6	-1.5	-2.0	-1.8	-1.7	-1.0	-1.5	-1.4	-1.0	-1.2	-1.7	-1.1	-17.6
	Jan-24	Feb-24	Mar-24	Apr-24	May-24	Jun-24	Jul-24	Aug-24	Sep-24	Oct-24	Nov-24	Dec-24	LTM
(+) Total Revenue - Winnings Received by Gamblers and Fees Paid by Gambling Companies (billion R\$)	5.3	3.8	4.1	5.2	4.8	3.9	5.3	4.0					45.6
(-) Total Expenses - Fees Paid by Gamblers (billion R\$)	-7.2	-5.3	-5.9	-7.3	-7.5	-6.3	-7.7	-6.3					-71.3
Net Effect (billion R\$)	-1.8	-1.5	-1.8	-2.1	-2.7	-2.4	-2.4	-2.3					-25.7

Fuente: BCB

Considera las Cuentas de "Servicios Recreativos" e "Ingresos Secundarios - Otras Transferencias"

En cuanto al estudio especial del BCB, se consideró el monto de las transferencias Pix enviadas a las empresas de juegos de azar en línea. Dado que se pueden utilizar otras fuentes de pago para realizar apuestas en línea, como tarjetas de crédito, la institución enfatiza que el número puede haber sido subestimado. El BCB realizó un ejercicio para mapear las empresas que no están adecuadamente clasificadas como actividades de juegos de azar y apuestas en Brasil, con base en menciones en Internet y filtros específicos. Según la institución, entre enero y agosto de 2024, las transferencias Pix a esas empresas variaron entre R\$ 18-21 mil millones por mes frente a R\$ 1,9 mil millones a las loterías. En la siguiente tabla, utilizamos proxies para los montos presentados por el BCB en la línea de gastos. Para septiembre a diciembre de 2024, estimamos los gastos como un promedio del período anterior (~R\$ 20 mil millones). Según las estimaciones del BCB, alrededor del 15% de las apuestas realizadas por los jugadores en el período fueron retenidas por las empresas, y el 85% se distribuyó a los ganadores de premios. Así, en la línea de ingresos, lo calculamos como el 85% de los gastos. En general, concluimos que el impacto total de los gastos podría alcanzar los R\$ 239,4 mil millones al cierre de 2024, lo que representa aproximadamente el 2,1% del PIB 2024E de Santander para el período. El efecto negativo neto de R\$ 35,9 mil millones, a su vez, representaría el 0,3% del PIB 2024E.

Figura 5 - Estimación de ingresos y gastos de las actividades de juego y apuestas en línea según el estudio especial del BCB y Santander Estimaciones

	Jan-24	Feb-24	Mar-24	Apr-24	May-24	Jun-24	Jul-24	Aug-24	Sep-24	Oct-24	Nov-24	Dec-24	2024E
(+) Total Revenue - Winnings Received by Gamblers and Fees Paid by Gambling Companies (billion R\$)	16.6	15.3	16.8	17.0	17.9	17.4	17.0	17.7	17.0	17.0	17.0	17.0	203.5
(-) Total Expenses - Fees Paid by Gamblers (billion R\$)	-19.5	-18.0	-19.8	-20.0	-21.0	-20.5	-20.0	-20.8	-20.0	-20.0	-20.0	-20.0	-239.4
Net Effect (billion R\$)	-2.9	-2.7	-3.0	-3.0	-3.2	-3.1	-3.0	-3.1	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-35.9

Fuente: Estimaciones del BCB y Santander

En resumen, los gastos anualizados (cuotas pagadas por los apostadores) con apuestas representarían entre el 0,6 y el 2,1% del PIB del país en 2024E. Dado que el consumo de los hogares representa aproximadamente el 64% del PIB de Brasil, en promedio, los gastos anualizados con apuestas representarían entre el 1,0 y el 3,3% del consumo de los hogares.

Teniendo en cuenta el efecto neto (tasas pagadas por los apostadores menos premios recibidos por los ganadores), los gastos superaron los ingresos en R\$ 25,7 mil millones en los últimos 12 meses a agosto de 2024 según datos de la balanza de pagos de Brasil (BoP), mientras que estimamos un efecto negativo anualizado de R\$ 35,9 mil millones con base en el estudio especial del BCB. Considerando el efecto neto de los gastos con apuestas, los gastos anualizados con juegos y apuestas representarían entre el 0,2-0,3% del PIB 2024E del país y el 0,3%-0,5% del consumo de los hogares.

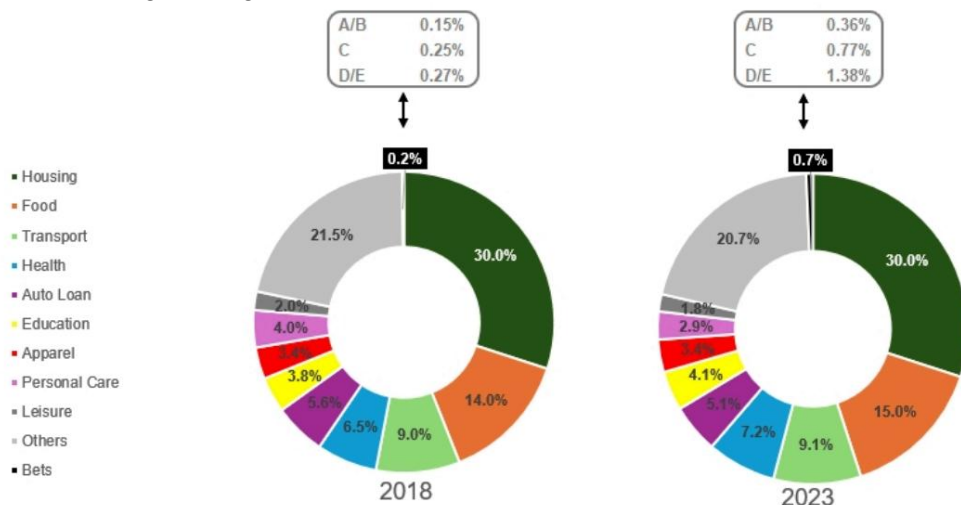
Figura 6 - Impacto promedio en el PIB y el consumo de los hogares en 2024E de las actividades de juego y apuestas en línea según los dos Metodologías consideradas

	Balance of Payments LTM	% 2024E GDP	% 2024E Household Consumption	BCB Special Sudy 2024E	% 2024E GDP	% 2024E Household Consumption
(+) Total Revenue - Winnings Received by Gamblers and Fees Paid by Gambling Companies (billion R\$)	45.6	0.4%	0.6%	203.5	1.8%	2.8%
(-) Total Expenses - Fees Paid by Gamblers (billion R\$)	-71.3	-0.6%	-1.0%	-239.4	-2.1%	-3.3%
Net Effect (billion R\$)	-25.7	-0.2%	-0.3%	-35.9	-0.3%	-0.5%

Fuente: Estimaciones del BCB y Santander

En términos de ingresos de los hogares, los datos del BCB, IBGE y PwC muestran que el efecto neto de los juegos de azar sobre el presupuesto familiar ha aumentado del 0,2% en 2018 al 0,7% en 2023. Sin embargo, la tasa de actividades de juego entre las diferentes clases sociales es desigual, ya que las clases C, D y E tienen una mayor proporción de sus ingresos destinados a esas actividades, alrededor del 0,77-1,38%, que las clases A y B, alrededor del 0,36% en 2023. Observamos que esos porcentajes consideran el efecto neto de las actividades de juego en la economía (tarifas pagadas por los apostadores menos premios recibidos por los ganadores), pero podrían ser mucho más altos si solo se consideraran los gastos (tarifas pagadas por los apostadores). En un [análisis reciente realizado por nuestro equipo de comercio minorista](#), que consideró solo los gastos (tarifas pagadas por los apostadores) con actividades de juego que se muestran en la balanza de pagos del país, la conclusión fue que el juego como porcentaje de los ingresos de los hogares Los ingresos pasaron del 0,8% en 2018 al 1,9-2,7% en 2023.

Figura 7 - Categorías Gastos como % del ingreso del hogar



Fuente: BCB, IBGE, PwC y Santander Research

Impacto de la regulación de los juegos de azar en las cuentas fiscales de Brasil

por Ítalo Franca

Con la regulación de los juegos de azar en línea en Brasil, se espera que el gobierno recaude entre 3 y 3,4 mil millones de reales en juegos de azar en 2024, según nuestras estimaciones. Este valor es resultado del valor fijo de la subvención establecido en R\$ 30 millones para cada empresa, según lo previsto en una ley aprobada por el Congreso. Según datos del Ministerio de Hacienda, la lista de empresas autorizadas a seguir participando en actividades de juego online en el territorio nacional a partir del 9 de octubre de 2024 ascendió a 116 empresas. Según las normas que regulan el sector, las empresas serán gravadas con el 12% sobre los ingresos obtenidos por cada apuesta, después de que las ganancias se hayan distribuido a los apostadores, y estarán sujetas al IRPJ y CSLL. Para las ganancias superiores a R\$ 2.112, los apostadores serán gravados con una tasa del 15%.

Para 2025, esperamos que los ingresos por apuestas alcancen los R\$ 5-10 mil millones. Sin embargo, es difícil determinar números precisos, ya que se trata de un mercado nuevo y aún no sabemos cuánto afectarán las regulaciones y los impuestos al apetito de los consumidores por las apuestas en línea. Una gran parte de los ingresos de 2025E de R\$ 5-10 mil millones debería provenir de la tributación de las propias empresas y del pago de nuevas licencias, ya que las ganancias mensuales de la mayoría de los jugadores tienden a estar dentro del rango de exención. Una parte significativa de los jugadores podría incluso perder dinero, por lo que la mayor parte de los ingresos provendrá de los ingresos por apuestas como una empresa normal.

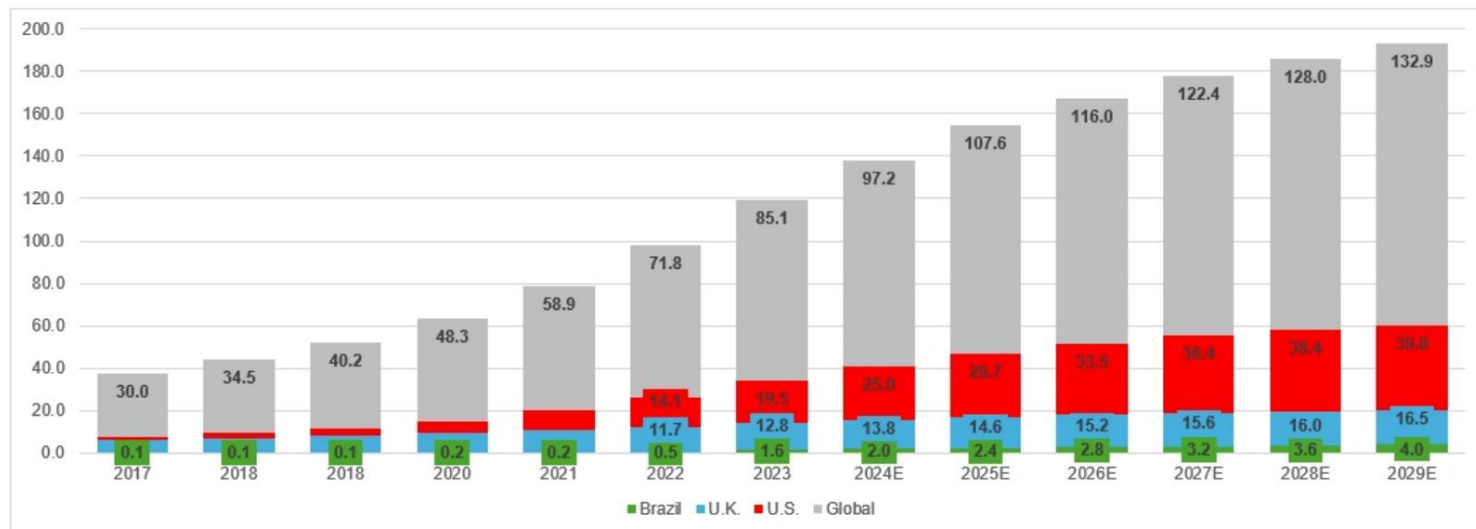
Desde el punto de vista de los pagos de impuestos por parte de los consumidores, la regulación del juego debería tener un efecto neto neutro o incluso marginalmente negativo sobre los ingresos del gobierno, ya que el sector compite con el consumo en otros segmentos con respecto a la actividad económica. Además de la posibilidad de perder dinero con el juego, la gente puede estar renunciando a comprar otros bienes. En conjunto, estos impuestos deberían ayudar un poco al gobierno en el aspecto fiscal, aunque también sería importante reducir otros efectos.

Juego online: panorama internacional

Según datos de Statista, el tamaño estimado del mercado mundial de juegos de azar en línea en términos de ingresos en 2023 fue de 85.100 millones de dólares, siendo Estados Unidos el mercado más grande (19.500 millones de dólares), seguido del Reino Unido (12.800 millones de dólares), mientras que Brasil representó menos del 2% del mercado mundial, con ingresos estimados en 1.600 millones de dólares en el período. De 2017 a 2023, los ingresos por actividades de juegos de azar en línea aumentaron a una tasa promedio del 19,0% anual a nivel mundial y del 74,4% anual en Brasil. Según el pronóstico de Statista, entre 2024 y 2029, los ingresos globales por juegos de azar en línea deberían aumentar un 7,8% anual, mientras que en Brasil se prevé un crecimiento de aproximadamente el 16,9% anual. Según un estudio de PwC titulado "El impacto de las apuestas deportivas en el consumo", los mercados desarrollados han visto cómo los ingresos por juegos de azar en línea se contraían desde la pandemia. En el caso del Reino Unido, por ejemplo, el mercado se contrajo un 27% interanual en 2022. En los mercados en desarrollo, a su vez, los mercados de juegos de azar en línea han estado creciendo a un ritmo rápido desde 2020.

El crecimiento acelerado de los juegos de azar en línea refleja tendencias como: (i) un mayor uso de Internet y dispositivos móviles por parte de las personas para jugar juegos en línea; (ii) el auge de las pasarelas de pago en línea y el dinero digital; y (iii) los cambios en el panorama legislativo de las apuestas virtuales, incluida la legalización de las apuestas en línea en los países emergentes. Las apuestas deportivas son el formato que más ha aumentado en el mercado de los juegos de azar a nivel mundial, con una participación que pasó del 39% en 2017 al 46% en 2023, y se prevé que alcance el 49% en 2029, según datos de Statista.

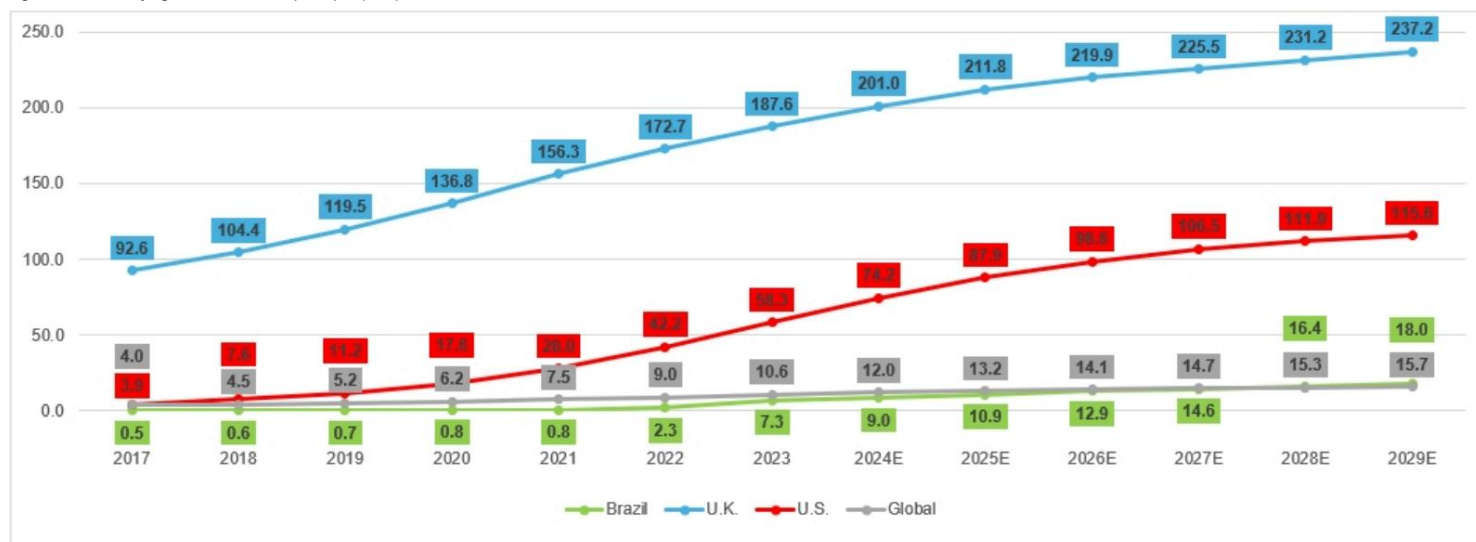
Figura 8 - Ventas de juegos de azar en línea (miles de millones de dólares)



Fuente: Statista y Santander Research

Según datos de Statista y el Banco Mundial, los ingresos per cápita del juego en línea alcanzaron una media mundial de 10,6 dólares estadounidenses en 2023; Brasil registró 7,3 dólares estadounidenses, el Reino Unido 187,6 y los Estados Unidos 58,3 dólares estadounidenses. Se prevé que, para 2028, los ingresos per cápita en Brasil superen la media mundial. Incluso en los países donde el mercado del juego en línea está más desarrollado (por ejemplo, Estados Unidos y el Reino Unido), se espera que los ingresos per cápita sigan creciendo en los próximos años.

Figura 9 - Ventas de juegos de azar en línea per cápita (USD)



Fuente: Statista, Banco Mundial y Santander Research

Perfil de los jugadores online y el impacto del juego en su salud financiera y mental y en su comportamiento como consumidores

En un artículo titulado "Gaming Away Stability: Sports Betting's Impact on Vulnerable Households", publicado en julio de 2024 por académicos de la Universidad de Kansas, la Universidad Northwestern y la Universidad Brigham Young, se analizaron los efectos de la legalización de las apuestas deportivas en Estados Unidos en 2018 sobre las decisiones de inversión, gasto y gestión de la deuda de los hogares mediante el seguimiento de las transacciones de más de 60 millones de personas. El estudio concluyó que, tras la legalización, se produjeron fuertes aumentos en las apuestas deportivas: de enero de 2018 a septiembre de 2023, el importe medio gastado en apuestas deportivas online pasó de 0 dólares estadounidenses a 280 dólares estadounidenses por trimestre, aumentando unos 25 dólares estadounidenses por trimestre en ese período. Aunque este aumento de las apuestas deportivas no desplazó a otras actividades de juego o consumo, redujo significativamente las asignaciones de ahorro de los hogares en torno a un 14%.

Según el estudio, la legalización de las apuestas deportivas en línea en EE. UU. condujo a un aumento real de las categorías complementarias relacionadas con el entretenimiento (es decir, televisión por cable y restaurantes) y a una disminución de los depósitos netos en cuentas de corretaje tradicionales, especialmente en inversiones riesgosas como las acciones.

El documento destaca que estos efectos se concentraron particularmente en los hogares vulnerables, cuyas mayores limitaciones financieras se evidenciaron en el aumento posterior de los sobregiros en cuentas bancarias y la deuda con tarjetas de crédito, y la disminución de la disponibilidad de crédito. La legalización de las apuestas deportivas también redujo significativamente la participación de los hogares en el mercado de valores para los hogares con mayores limitaciones financieras. En general, la estabilidad financiera a largo plazo de los hogares con limitaciones financieras

La salud financiera se ha deteriorado. El documento también concluye que, a medida que las apuestas deportivas ganan terreno, pueden socavar los esfuerzos del gobierno por promover el ahorro mediante incentivos fiscales y educación financiera.

En Brasil, varias encuestas (algunas detalladas a continuación) indican que el impacto de los juegos de azar en línea afecta no solo la salud financiera de las personas, sino también sus decisiones de consumo. El estudio especial del BCB reveló que alrededor de 24 millones de personas participaron en actividades de juegos de azar y apuestas en agosto de 2024 (más del 11% de la población brasileña). La mayoría de estos jugadores (~35%) tenían entre 20 y 30 años. Los gastos mensuales de los jugadores en apuestas variaron entre R\$100 y R\$3.000, y las personas mayores generalmente gastan más. Además, de los 24 millones de jugadores, alrededor de 5 millones eran beneficiarios de la Bolsa Família, habiendo gastado R\$3 mil millones en juegos de azar, con un ticket promedio por persona de alrededor de R\$100. El BCB también destacó que el 17% de los beneficiarios registrados en el programa Bolsa Família participaron en juegos de azar en agosto de 2024.

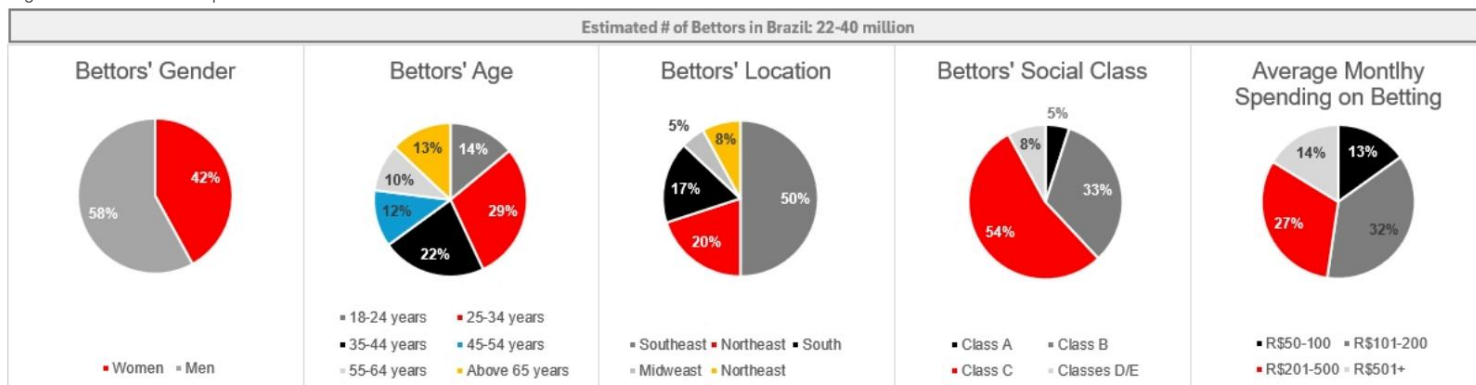
Según la Asociación Brasileña de Entidades del Mercado Financiero y de Capitales (Anbima), el 14% de los brasileños de 16 años o más (o alrededor de 22 millones de personas) realizó al menos una apuesta en línea en 2023. Entre ellos, el 3% usa aplicaciones de apuestas con frecuencia (5 millones de personas), el 5% ocasionalmente (8 millones) y el 6% rara vez (10 millones). Alrededor del 17% de los individuos de las clases A/B encuestados afirmó haber jugado en 2023, seguido del 15% de los individuos de la clase C y el 10% de los individuos de las clases D/E. Además, alrededor del 29% de la generación Z (16 a 27 años en 2023) afirmó haber jugado en 2023, seguido del 18% de los millennials o generación Y (28 a 42 años en 2023), el 6% de la generación X (43 a 62 años en 2023) y el 4% de los baby boomers. En cuanto al género, el 19% de los hombres encuestados afirmó haber jugado en 2023, y el 10% de las mujeres.

Un estudio realizado por la CNDL y el Servicio de Protección al Crédito (SPC Brasil) en agosto de 2024, basado en datos de mercado y entrevistas con más de 1.000 personas, encontró que 40 millones de personas participaron en actividades de juego en los últimos 12 meses, gastando alrededor de R\$ 187 por mes. Entre los individuos de las clases A y B, las apuestas promediaron R\$ 267 por mes. Las transferencias Pix fueron utilizadas por el 72% de los consumidores, mientras que el 18% utilizó tarjetas de crédito para realizar apuestas. En términos de frecuencia de apuestas, el 22% de los encuestados suele apostar dos o tres veces por semana, el 20% una vez por semana y el 17% una vez al mes. Alrededor del 15% de los jugadores afirmó que no pagó una factura al menos una vez para utilizar fondos en juegos o apuestas deportivas. La encuesta de la CNDL también reveló que el 30% de los jugadores reconoce que su hábito de juego ha tenido una influencia negativa en sus vidas, incluida la disminución de la productividad laboral (11%) y el aumento de la deuda (11%). Además, el 46% de los jugadores afirma haber renunciado a algún consumo (principalmente ropa, 18%; Internet, 17%; ocio, 16%; y restauración, 16%) para poder apostar.

La información proporcionada por la CNDL y la SPC coincide con una encuesta de junio de 2023 de la Sociedad Brasileña de Comercio Minorista y Consumo (SBVC) a 1.337 personas: el 63% de los encuestados afirmó que parte de sus ingresos se ha visto comprometida por las apuestas en línea. Cuando se preguntó a los jugadores si tuvieron que renunciar al consumo para apostar, el 23% respondió que había renunciado al consumo de ropa, el 19% al de supermercados, el 19% al de viajes, el 15% al de restaurantes, el 14% al de productos de higiene y belleza, el 11% al de atención médica y medicamentos, y el 11% al de facturas de electricidad, agua y gas. Alrededor del 38% de los encuestados afirmó que apuesta semanalmente, el 16% lo hace mensualmente y el 13% a diario.

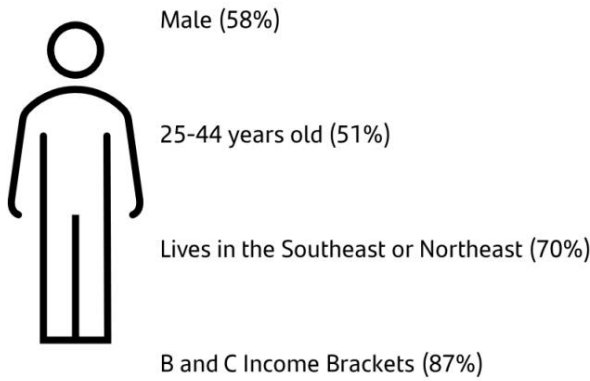
A partir de las diversas encuestas que analizamos, concluimos que Brasil tiene entre 22 y 40 millones de jugadores, con gastos mensuales en este pasatiempo de entre 101 y 500 reales. La mayoría son hombres menores de 44 años, residentes en el sudeste del país y pertenecientes a las clases C y B. La mayoría parece haber renunciado a ciertos consumos para apostar, especialmente accesorios, ropa, ocio, alimentos (supermercados y fuera del hogar), Internet y facturas de servicios públicos, productos de belleza e incluso artículos de higiene y medicamentos. Además, la mayoría apuesta sobre todo en deportes, especialmente fútbol y tragamonedas.

Figura 10 – Perfil de los apostadores en Brasil



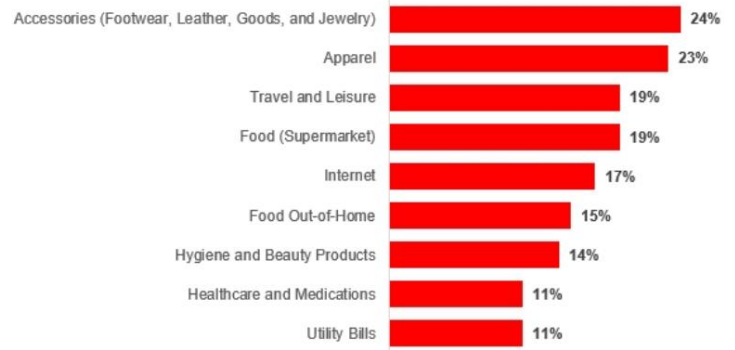
Fuente: CNDL, Anbima, SBVC, Hibou y Santander Research

Figura 11 – Perfil promedio del apostador en Brasil



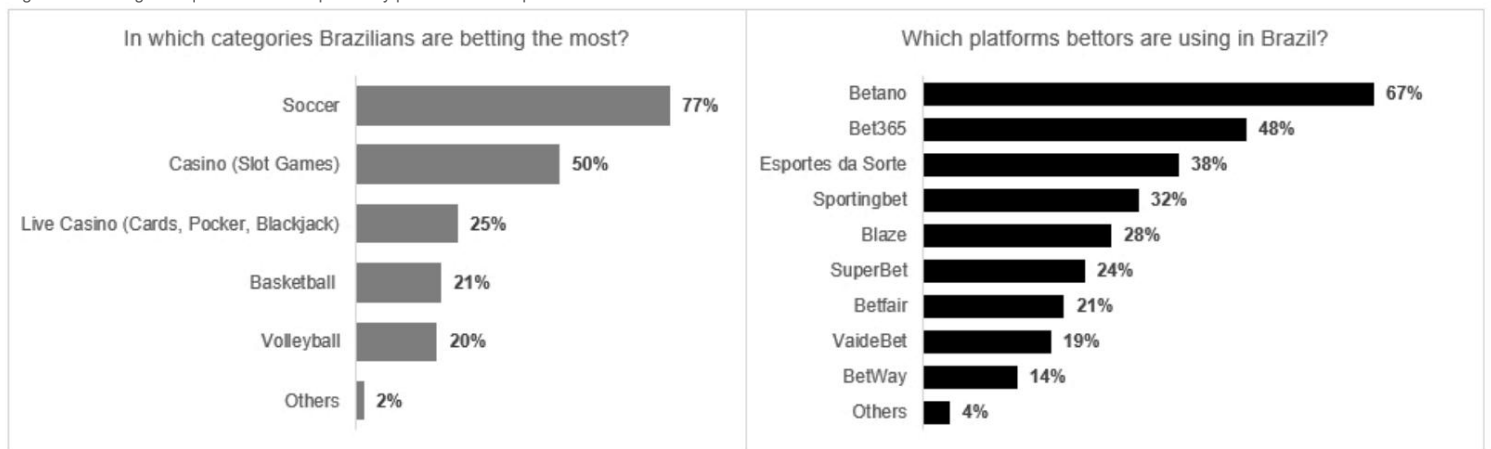
Fuente: Santander Research

Figura 12 - Categorías en las que los individuos están abandonando el consumo para apostar



Fuente: CNDL y SBVC

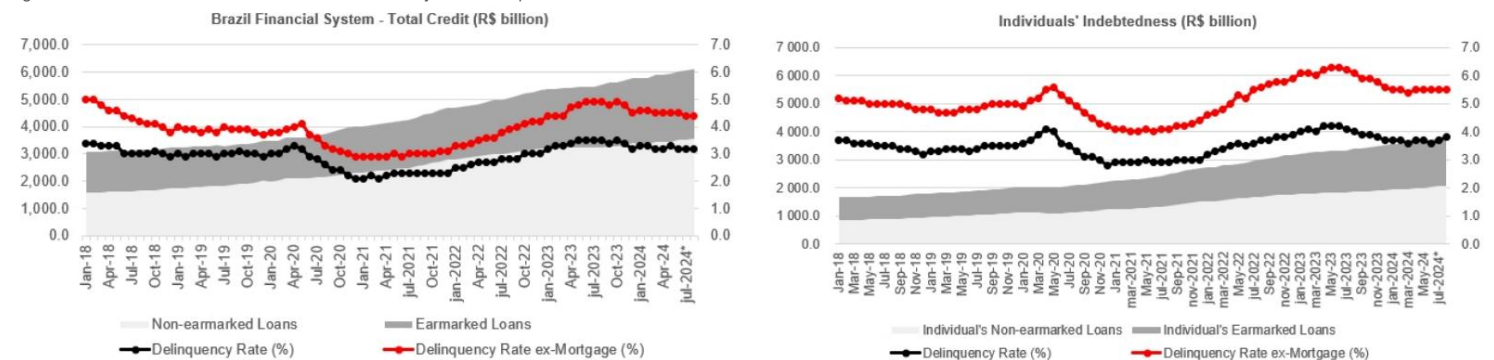
Figura 13 – Categorías que atraen más apuestas y plataformas de apuestas más utilizadas en Brasil



Fuente: SBVC

En términos de salud financiera, analizamos datos del BCB relacionados con el mercado de crédito interno de enero de 2018 a julio de 2024. En el período, los préstamos generales aumentaron 98,8%, pasando de R\$ 3,1 billones a R\$ 6,1 billones, mientras que los préstamos a personas físicas aumentaron 126,8%, pasando de R\$ 1,7 billones a R\$ 3,8 billones. Los préstamos no asignados aumentaron a un ritmo más rápido que el promedio del mercado, en 126,2% y pasando de R\$ 1,6 billones a R\$ 3,6 billones, mientras que los préstamos no asignados a personas físicas se expandieron aún más, en 140,4% en el período, pasando de R\$ 0,7 billones a R\$ 2,1 billones. En cuanto a los préstamos con destino específico, estos aumentaron 70,0% de enero de 2018 a julio de 2024, pasando de R\$ 1,5 billones a R\$ 2,6 billones, y para las personas físicas el aumento fue de 112,3% en el período, pasando de R\$ 0,8 billones a R\$ 1,7 billones. En cuanto a los índices de morosidad, la tasa de morosidad total en el sistema financiero varió de 2,1-3,5% en el período, y de 2,9-5,0% en los préstamos no asignados, alcanzando picos a principios de 2018, principios de 2020, entre mayo de 2023 y octubre de 2023, y actualmente se encuentran en 3,2% y 4,4%, respectivamente. Entre los individuos, las tasas de morosidad total variaron entre el 2,9% y el 4,2%, y entre el 4,0% y el 6,3% en los préstamos no asignados, alcanzando su punto máximo a principios de 2023, y actualmente se encuentran en el 3,8% y el 5,5%, respectivamente.

Figura 14 - Mercado de crédito en Brasil - Cartera total y cartera de personas físicas

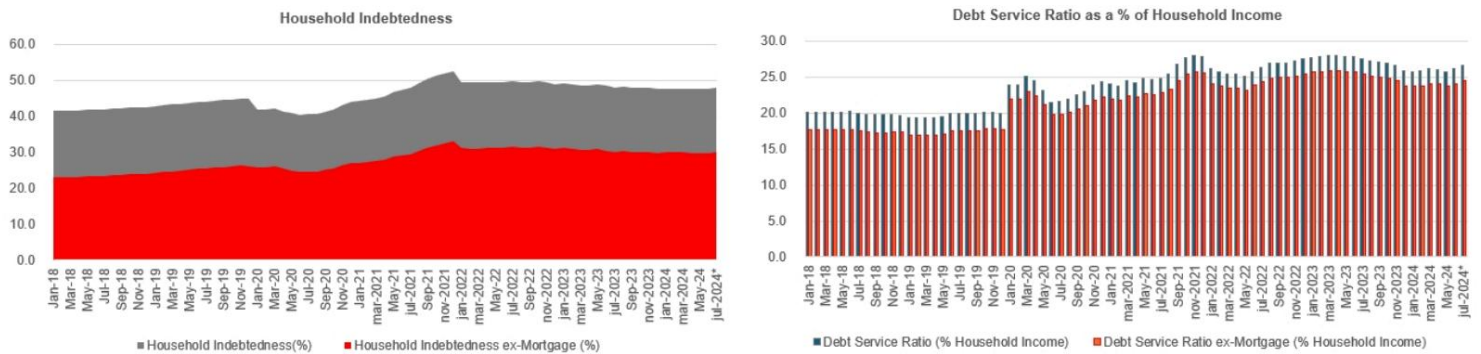


Fuente: BCB

El análisis de los datos del BCB referentes al perfil de deuda de los hogares desde enero de 2018 hasta julio de 2024, muestra que los niveles de deuda total pasaron de 41,5% a 47,9% en el período, siendo el nivel más alto en diciembre de 2021, con 52,6%. El porcentaje de préstamos no asignados pasó de 23,0% en enero de 2018.

En el caso de los hogares, el ratio de servicio de la deuda como porcentaje de los ingresos pasó del 20,2% en enero de 2018 al 26,6% en julio de 2024, con el porcentaje más alto en noviembre de 2021, marzo de 2023 y abril de 2023, con un 28,0%.

Figura 15 - Deuda de los hogares

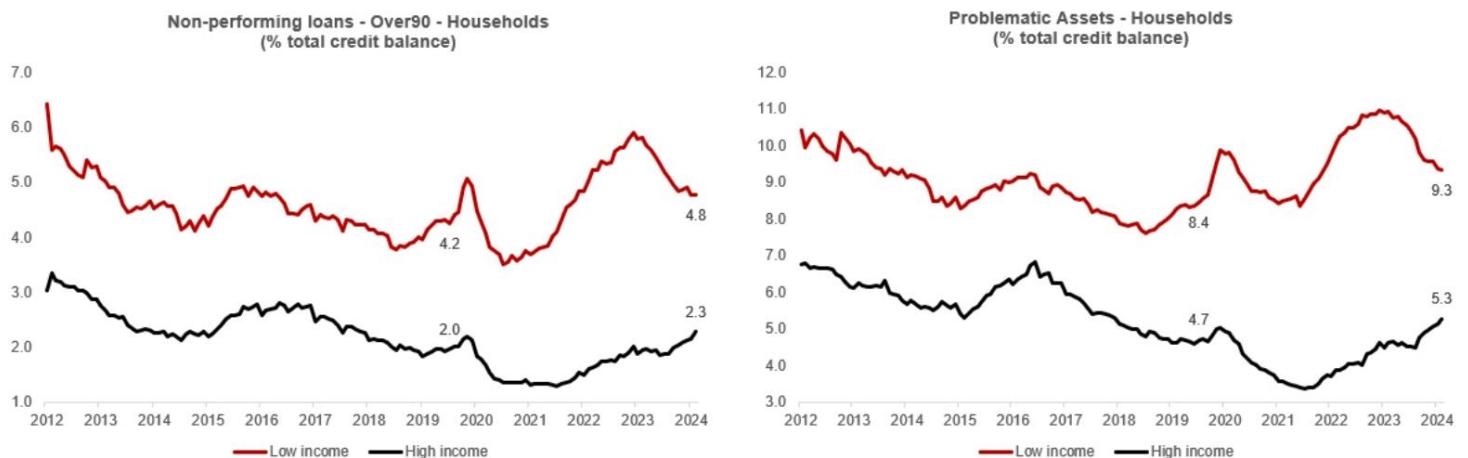


Fuente: BCB

Si analizamos más a fondo la morosidad de los hogares, en concreto la morosidad a 90 días y los activos problemáticos (préstamos morosos a 90 días con escasa probabilidad de recuperación), la situación más crítica para los hogares de bajos ingresos se produjo a principios de 2023, cuando la morosidad a 90 días alcanzó el 5,9% del saldo total del crédito y los activos problemáticos representaron el 10,9% del saldo total del crédito. Mientras tanto, los porcentajes para las clases de altos ingresos se han ido deteriorando desde finales de 2021. Esta dinámica refleja el hecho de que las clases de altos ingresos son más sensibles a los aumentos de las tasas de interés que las clases de bajos ingresos, ya que estas últimas suelen pagar tasas de interés más altas independientemente del entorno macroeconómico. Las clases de bajos ingresos suelen verse más afectadas por variables como los ingresos, la inflación y la dinámica del mercado laboral, que han tenido un comportamiento positivo en los últimos meses en Brasil. La ayuda financiera a través del programa Bolsa Familia a la población de bajos ingresos aumentó sustancialmente desde 2022, cuando el valor mínimo establecido para el beneficio pasó de ~R\$ 200 a ~R\$ 400 en enero y a ~R

600 dólares en agosto. Además, desde que los índices de morosidad alcanzaron su pico máximo en el mercado interno tras el estímulo otorgado durante el período pospandemia, las grandes instituciones financieras se han vuelto más conservadoras en los préstamos a individuos de clases bajas.

Figura 16 - Préstamos morosos a más de 90 días y activos problemáticos - Hogares



Fuente: BCB

La normativa brasileña sobre las actividades de juego, que entrará en vigor en enero de 2025, prohíbe el uso de tarjetas de crédito para realizar apuestas, pero a principios de octubre de 2024, la Asociación Brasileña de Empresas de Tarjetas de Crédito y Servicios (Abecs) puso en vigor la prohibición antes de la fecha de enero. Aunque la normativa prohíbe el uso de tarjetas de crédito para realizar apuestas, los jugadores aún pueden solicitar préstamos personales para utilizarlos en dichas actividades. Además de eso, según la CNDL, la mayoría de los jugadores en Brasil no utilizan tarjetas de crédito para realizar apuestas, sino Pix (72%), y los bancos brasileños proporcionan financiación Pix a sus clientes. Aunque el uso de Pix para las apuestas en línea está permitido por la normativa que entrará en vigor el 1 de enero de 2025, Febraban está discutiendo la posibilidad de prohibirlo para las apuestas en línea o al menos establecer límites en los montos máximos.

Con base en los datos del BCB analizados, concluimos que el crédito a individuos ha aumentado a un ritmo más rápido que el promedio del mercado entre enero de 2018 y julio de 2024 (126,8% vs. 98,8%), especialmente los préstamos no asignados (140,4% vs. 126,2%). El porcentaje de los ingresos de los hogares destinado al servicio de la deuda también ha aumentado (del 20,2% en enero de 2018 al 26,6% en julio de 2024), lo que reduce los ingresos disponibles para otros tipos de gastos y consumo. Las tasas de morosidad de los individuos se han mantenido relativamente estables en los últimos ocho meses, mientras que los préstamos incobrables y los activos problemáticos han mejorado entre los hogares de bajos ingresos. En general, con base en los datos sobre el sistema financiero de Brasil, las señales son mixtas y es difícil concluir si el aumento de los juegos de azar en línea ha estado dañando la salud financiera de los hogares hasta ahora. Aun así, observamos que la CNC publicó un estudio en septiembre de 2024 que indica que, en el 1S24, 1,3 millones de personas estaban en situación de morosidad debido al juego online.

Desde una perspectiva social, observamos que la Organización Mundial de la Salud (OMS) estima que hasta el 5,8% de la población puede cumplir los criterios para un diagnóstico de adicción al juego, un trastorno de juego compulsivo, y el porcentaje de personas afectadas por la práctica es al menos tres veces mayor. La adicción al juego también suele estar asociada al abuso de alcohol o drogas, que se refuerzan mutuamente en una espiral de degradación. En una encuesta realizada por la Federación de Comercio, Servicios y Turismo del Estado de São Paulo (Fecomércio) con 3.622 personas en julio de 2024, el 6% de los encuestados afirmó ser adicto al juego en línea. En el Reino Unido, por ejemplo, el gobierno estima que alrededor del 0,4% de los adultos están clasificados como jugadores problemáticos, con un 3,9% adicional en riesgo moderado o bajo, y los gastos anuales de atención médica, pérdidas de productividad y costos de servicios sociales alcanzan entre US\$ 1.400 y 2.300 millones. La posibilidad de un aumento de la ludopatía en Brasil podría presionar al sistema nacional de salud, especialmente al servicio público, donde la mayoría de las clases C, D y E reciben tratamiento. Actualmente, el gobierno brasileño destina solo el 1% del gasto público en salud a los servicios de salud mental, lo que podría no ser suficiente para hacer frente a más problemas de ludopatía.

Impacto del aumento del gasto en juegos de azar en el sector

Creemos que el comercio minorista, los bienes de consumo, las instituciones financieras, la educación, la atención médica y los centros comerciales podrían ser los sectores más afectados por el aumento del gasto en juegos de azar en Brasil. En el sector minorista, las apuestas parecen ser solo uno de los muchos factores que afectan el consumo, junto con la alta relación del servicio de la deuda sobre los ingresos de los hogares, las compras transfronterizas y de comercio electrónico y las inversiones en criptomonedas. Parece más probable que los juegos de azar afecten a los servicios discrecionales (ocio y entretenimiento) y los bienes (ropa, calzado y accesorios) en los tramos de ingresos más bajos, especialmente entre los hombres. En el segmento de productos básicos, el impacto parece ser limitado, pero las ventas de algunos jugadores se concentran en los tramos de ingresos más bajos y en el Norte y el Nordeste, que tiene la mayor penetración de beneficiarios de la Bolsa Familia. En el sector de los centros comerciales, los jugadores que cotizan en bolsa están menos expuestos que el promedio del mercado a las clases sociales C, D y E (~25% frente al 42%), lo que lleva a un impacto limitado de los mayores gastos en juegos de azar.

Entre las instituciones financieras, las asociaciones del sector se han pronunciado sobre los riesgos relacionados con el juego, especialmente en lo que respecta al endeudamiento en el grupo demográfico de bajos ingresos, que puede generar mayores tasas de morosidad en el sistema financiero. A partir de octubre de 2024, las tarjetas de crédito ya no se pueden utilizar para realizar apuestas en Brasil, pero los jugadores aún pueden solicitar préstamos personales y financiación Pix (el 72% de los jugadores utilizan Pix para realizar apuestas). Como resultado, creemos que las instituciones financieras más expuestas a los segmentos de menores ingresos y a las transacciones Pix posiblemente serán las más afectadas en el sector.

En el segmento de educación, las tasas de admisión se desaceleraron en el primer semestre de 2024, especialmente en la educación a distancia, en la que el 76% de los estudiantes provienen de las clases sociales C, D y E. En una encuesta realizada por Educa Insights, el 35% de los 10.800 encuestados afirmó que no comenzó un curso de educación superior en el período debido a los gastos en apuestas. En cuanto a la atención médica, es probable que el segmento de salud pública enfrente una carga más fuerte de gasto incremental derivado de las apuestas, pero los actores privados podrían ver un repunte en la utilización de terapias y tratamientos relacionados con la depresión.

Figura 17 - Resumen del impacto de las apuestas en los sectores y las empresas cubiertas

Higher Impact		Average Impact		Lower Impact	
Consumer Discretionary CVC Arcos Dorados Vulcabras Grupo SBF	Consumer Discretionary C&A Guararapes Renner	Consumer Staples Assaí Carrefour Brasil Grupo Mateus	Consumer Staples Pague Menos	Malls Allos Iguatemi Multiplan Health Care Hapvida	
Education Vitru Cognia	Financials Nubank PAGS	Education YDUQS	Financials Stone	Education Ser Educacional	

Fuente: Santander Research

Minorista

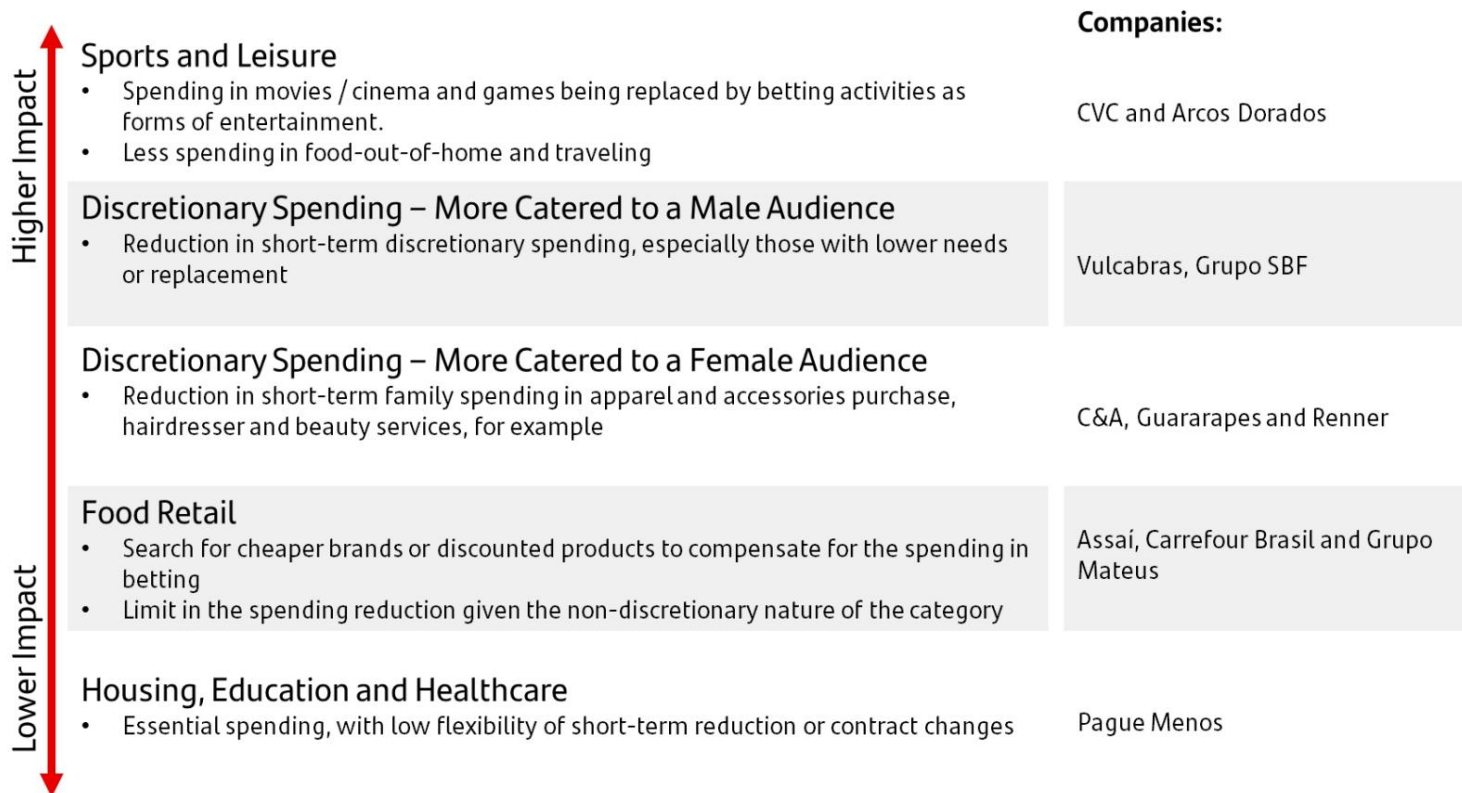
por Rubén Couto* y equipo

El meteórico aumento de la actividad de juego en línea en Brasil suele asociarse con un menor gasto de las personas en actividades minoristas/de consumo, al tiempo que aumenta su deuda general. Como se ha comentado en las últimas páginas y en un [informe anterior](#), creemos que el crecimiento masivo del juego probablemente se llevó parte de los ingresos de las familias que antes se dedicaban a los segmentos minoristas. Sin embargo, el gasto en apuestas es solo uno de los muchos factores que influyen actualmente en los patrones de consumo de la población. La actividad de ventas minoristas sigue estando lastrada por el alto compromiso de las familias con el servicio de la deuda, mientras que los nuevos y emergentes hábitos de gasto, como el juego, el comercio electrónico transfronterizo e incluso las criptomonedas, se convierten en una mayor fuente de competencia para los minoristas en su lucha por la cuota de la cartera de los consumidores. Dicho esto, no tenemos suficientes datos para concluir que el minorista XYZ no está ofreciendo el crecimiento de ventas esperado debido al aumento de las apuestas, pero a continuación hacemos todo lo posible para explicar nuestras opiniones sobre qué empresas bajo nuestra cobertura podrían estar viendo cómo se desvía la mayor parte del dinero hacia las apuestas.

Teniendo en cuenta los datos limitados disponibles, basamos nuestro análisis en las diferentes encuestas realizadas por diversas entidades que nos dan una idea del perfil del apostador brasileño y sus hábitos. Con base en los resultados de las encuestas, podemos comparar cómo se compara este perfil de apostador con el perfil promedio del cliente de los minoristas listados de los segmentos que se citaron como categorías que fueron reemplazadas en parte por las apuestas. Con base en al menos 3 encuestas diferentes, en [la Figura 11](#) compartimos los aspectos clave del "apostador promedio" en Brasil, mientras que en [la Figura 12](#) mostramos categorías en las que los jugadores mencionaron el abandono para respaldar sus hábitos de apuestas.

En pocas palabras, el “apostador promedio” en Brasil es un hombre, que pertenece a los estratos de ingresos más bajos y se encuentra en el sudeste. Además, el consumo discrecional que incluye servicios (ocio/entretenimiento) y bienes de reemplazo (es decir, ropa/calzado/accesorios) aparecen como hábitos de gasto que probablemente se ven más afectados por las apuestas. Si bien esto solo nos da una idea aproximada sobre el perfil/patrones de gasto, nos ayuda a limitar nuestro universo de cobertura al eliminar las empresas que no están muy expuestas directamente al apostador promedio. Debido a este filtro, excluimos de nuestra lista a las empresas que atienden a los estratos de ingresos más altos, atienden predominantemente a mujeres y que no se encuentran en las actividades mencionadas en la Figura 12 Vivara, Azzas, Natura, RD, GPA, SmartFit. Esto nos deja con la lista a continuación, en la que las clasificamos todas en términos de mayor y menor impacto de las apuestas:

Figura 18 - El consumo discrecional es probablemente el más afectado por las actividades de apuestas



Fuente: Santander

Como se ilustra en la [Figura 18](#), creemos que las compras discrecionales probablemente sean las más afectadas, en particular las actividades de ocio y entretenimiento. Entre las empresas que cubrimos, CVC y Arcos Dorados se ajustan bien a la descripción. Ambas empresas tienen una alta exposición a clientes de bajos ingresos, dada su posición democrática, y una mezcla 50/50 de clientes masculinos y femeninos, en nuestra opinión. Ninguna de las empresas identificó una debilidad clara de la demanda debido a las apuestas, pero en el orden jerárquico de las restricciones presupuestarias para liberar espacio para las apuestas, creemos que muy bien podrían estar en la cima de la lista. Cabe destacar que sólo el 40% de los ingresos de Arcos proviene de Brasil, por lo que no todas sus ventas se ven afectadas.

Siguiendo con el resto de los minoristas discrecionales, Vulcabras se erige como la empresa probablemente más afectada por los hábitos de apuestas, dada su oferta democrática de productos, que en nuestra opinión tiende a atender a los segmentos de ingresos más bajos, a pesar del reciente aumento en las ofertas enfocadas en clientes de ingresos más altos. SBF le sigue debido al aspecto discrecional de sus ofertas, junto con nuestra opinión de que los clientes de SBF tienen más probabilidades de ser fanáticos del fútbol y otros deportes, otro factor común entre los apostadores en Brasil.

Luego están los minoristas de alimentos: Assaí, Carrefour y Grupo Mateus. Este grupo es un poco más difícil de medir, ya que, por un lado, vemos la actividad de los minoristas de alimentos como un tipo de compra de necesidades básicas que difícilmente se reduciría significativamente para apoyar la actividad de juego. Pero, por otro lado, los minoristas de alimentos han sido uno de los segmentos que más han llamado la atención sobre los peligros del crecimiento de las apuestas. Además, estos tres minoristas de alimentos que figuran en la lista tienen una gran parte de sus ventas provenientes del formato cash & carry (100% en el caso de Assaí), que atiende más a clientes de menores ingresos. Sin embargo, creemos que hay un límite en cuanto a la cantidad que el gasto en apuestas puede consumir de los presupuestos mensuales de alimentos y bebidas de las familias, pero puede hacer que los consumidores sean más sensibles a los precios y frenar la intención de cambiar de establecimiento. En general, los minoristas de alimentos probablemente se vieron afectados por el crecimiento de las apuestas, dado que el gasto en alimentos solo es inferior al de la vivienda en los presupuestos mensuales de las familias, pero la medida en que podemos señalar la desaceleración reciente en algunos de sus participantes podría estar más vinculada al escenario competitivo actual que a las apuestas, en nuestra opinión. Un escenario similar podría rastrear para Pague Menos, con su posicionamiento hacia los tramos de ingresos más bajos, pero al mismo tiempo, vendiendo productos relacionados con la salud, que también podrían considerarse necesidades básicas.

Clasificamos a los minoristas de moda rápida como los menos afectados entre los minoristas discrecionales, ya que creemos que la mayoría de los **clientes de C&A, Guararapes y Renner** son mujeres. Por lo tanto, a pesar del posicionamiento diferente de cada marca en el nivel de ingresos, creemos que estas podrían haber sido afectadas de manera más indirecta por las decisiones del principal sustentador de ingresos en las familias, pero no en una medida material.

Otro hallazgo interesante del informe especial publicado por el BCB sugiere que entre los beneficiarios de la Bolsa Família hay un número significativo de apostadores. Por ello, hicimos un seguimiento de la penetración de los beneficiarios de la Bolsa Família por estado y cruzamos esa información con la presencia geográfica de los minoristas.

Figura 19 - Exposición de las empresas a la Bolsa Família y concentración geográfica de los beneficios

Bolsa Família Penetration Among Families per State - Top 10

State	2013	2017	2019	2022	2023	2024
MARANHÃO	52%	48%	46%	47%	48%	48%
PIAÚÍ	49%	45%	42%	46%	47%	47%
ACRE	45%	44%	41%	43%	45%	46%
AMAZONAS	38%	37%	37%	39%	44%	45%
PARÁ	41%	40%	39%	41%	43%	44%
PARAÍBA	44%	40%	39%	41%	42%	42%
ALAGOAS	46%	39%	37%	40%	41%	42%
CEARÁ	45%	38%	36%	40%	41%	41%
BAHIA	41%	37%	36%	40%	41%	41%
PERNAMBUCO	41%	37%	35%	39%	40%	40%

Fuente: Estimaciones de Santander, Datos de la Compañía e IBGE

Companies' Exposure to N and NE

Company	Footprint Exposure to N and NE regions % of Total Stores
Grupo Mateus	100%
Pague Menos	77%
Assaí	34%
Carrefour Brasil	19%
RD	19%

Grupo Mateus y Pague Menos, por su mayor concentración en las regiones Norte y Nordeste del país, son las empresas con mayor exposición a los beneficiarios de Bolsa Família. Por lo tanto, si el gobierno toma medidas que busquen bloquear o limitar el gasto de los beneficiarios de Bolsa Família en apuestas, lo consideraríamos un pequeño factor de apoyo para Grupo Mateus.

En general, creemos que, dentro del sector minorista en Brasil, las empresas destacadas en esta sección podrían haber enfrentado un impacto a partir del aumento de los hábitos de apuestas, especialmente entre los hombres y los grupos de ingresos más bajos de la población. Con el aumento del escrutinio esperado a partir de 2025 a medida que se implementen nuevas reglas, estas empresas podrían beneficiarse de una normalización en la tasa de crecimiento de las apuestas, pero eso aún está por confirmar. Recordamos que, en nuestra opinión, no solo el aumento del gasto en apuestas debería explicar la aparente reducción en la proporción de la billetera dirigida al consumo, ya que otras tendencias emergentes como las compras transfronterizas (no contabilizadas en los datos de ventas minoristas del IBGE) y las inversiones en criptomonedas podrían ayudar a explicar la disminución de la participación de la billetera recientemente y, por lo tanto, los inversores deberían monitorear la evolución de todas estas tendencias en el futuro.

Finanzas

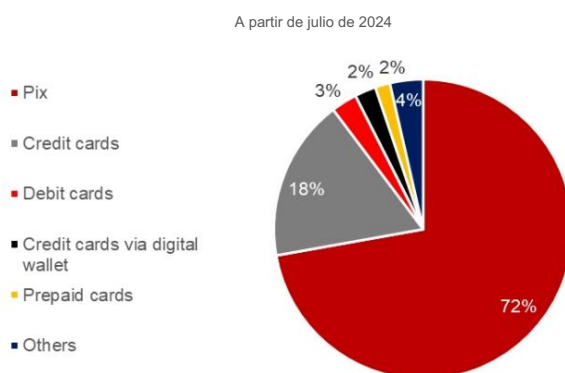
por Henrique Navarro* y equipo

Las asociaciones relacionadas con los bancos y otras instituciones financieras han sido vocales en los últimos meses acerca de los riesgos relacionados con las apuestas y las actividades de juego, especialmente cuando se trata de endeudamiento y, más específicamente, del "superendeudamiento" (cuando uno no puede permitirse pagar su deuda sin comprometer su ingreso mínimo), considerando cómo el segmento de bajos ingresos está expuesto a estas actividades.

Como reflejo de esta preocupación, unida a las cuestiones relacionadas con los efectos de las apuestas y los juegos de azar en el comercio minorista y los servicios, la asociación de tarjetas Abecs decidió prohibir el uso de tarjetas de crédito como método de pago en las apuestas y los juegos de azar en línea. Cabe destacar que esta decisión ya había sido implementada por el Ministerio de Finanzas, pero no entraría en vigor hasta enero de 2025, a diferencia de la decisión de Abecs, que entró en vigor inmediatamente.

Sin embargo, es importante destacar que las tarjetas de crédito representan solo el 18% de los volúmenes pagados en estas actividades, mientras que Pix representa aproximadamente el 72%, según la investigación realizada por la CNDL (ver Figura 20). Dicho esto, Febraban no solo se opone al uso de tarjetas de crédito en apuestas deportivas y juegos de azar, sino que también expresó su preocupación por el uso de la financiación Pix o el sobregiro a través de Pix, ya que ambos son métodos de financiación, pero eso se contabilizaría como una transacción Pix.

Figura 20 – Apuestas online – tipos de transferencia de dinero



Fuente: CNDL

Entre nuestra cobertura, vemos algunos segmentos como los más afectados:

Bancos. Como lo destacó Febraban, los bancos podrían ver un aumento en la morosidad, ya sea porque las personas pueden incumplir sus obligaciones financieras para pagar su deuda relacionada con las apuestas, pero también porque las personas podrían estar utilizando métodos de financiamiento para realizar transferencias Pix, lo que aumentaría el riesgo de la cartera de préstamos. Entre los bancos, destacaríamos a Nubank como potencialmente más expuesto. No solo el banco es la institución financiera con el mayor número de cuentas Pix (creemos que Nu podría tener una participación de mercado de ~20% de todas las transferencias Pix en términos de volumen) en Brasil en el 1S24, sino que Pix Finance representó una parte importante de su originación de tarjetas de crédito en el 2T24. Dicho esto, creemos que podría existir el riesgo de que Nubank vea un aumento en la morosidad proveniente de los clientes que usaron Pix Finance para pagar plataformas de apuestas en línea.

Empresas de pago (Stone y PAGS). Creemos que las empresas de pago están expuestas a los riesgos asociados a las apuestas online debido a (i) una menor actividad minorista si los individuos reemplazan el consumo de bienes y servicios por apuestas online, lo que lleva a una desaceleración en los volúmenes procesados por las empresas de pago; (ii) una gran parte del volumen que procesan las empresas de pago relacionado con las apuestas online (especialmente **los volúmenes transfronterizos** de PAGS) podría estar en riesgo con la nueva regulación; y (iii) la tasa de aceptación en el TPV onshore es menor en comparación con el TPV offshore, y con la regulación, los volúmenes de apuestas online deben registrarse localmente. Si bien la empresa no revela cuánto representan las apuestas online de los volúmenes totales, estimamos algo menos del 5% del TPV. Stone ha dicho en reuniones anteriores que no opera con plataformas de apuestas online.

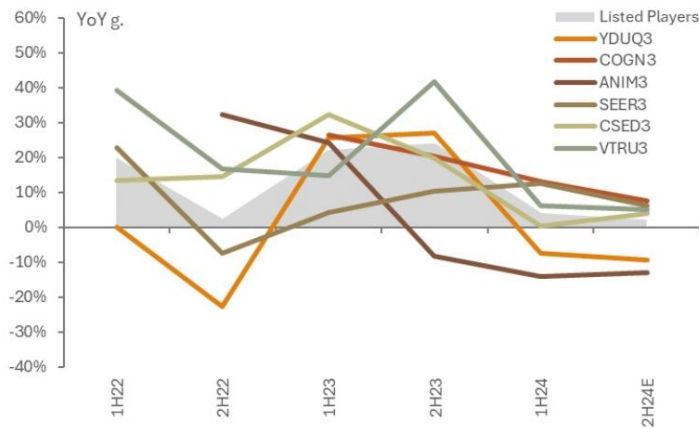
Educación

por Caio Moscardini* y equipo

Las apuestas empiezan a ser un debate en el ámbito educativo. En general, el segmento de educación a distancia (EA) enfrentó una desaceleración significativa en la demanda durante el primer semestre de 2024, lo que planteó preguntas sobre las cuestiones detrás de esta dinámica, especialmente considerando que el entorno económico aún era positivo (bajo desempleo e inflación controlada). Entre las diferentes hipótesis, las empresas y los inversores debatían si el fenómeno de las apuestas podría ser uno de los impulsores.

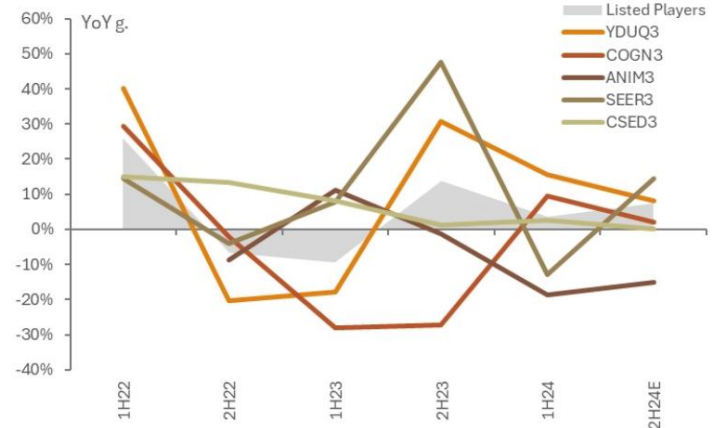
Hasta el momento no hay consenso sobre el impacto de las apuestas. En este momento, las empresas y los inversores siguen sin estar seguros del impacto real de las apuestas en el sector. Los participantes más optimistas del mercado creen que las apuestas son más perjudiciales para los productos y servicios que no son recurrentes, como restaurantes, bares y otros. Por otro lado, los inversores escépticos creen que las apuestas pueden afectar negativamente a la demanda del sector.

Figura 21 – Captación del segmento de Educación a Distancia por empresa



Fuente: Datos de empresas y estimaciones de Santander

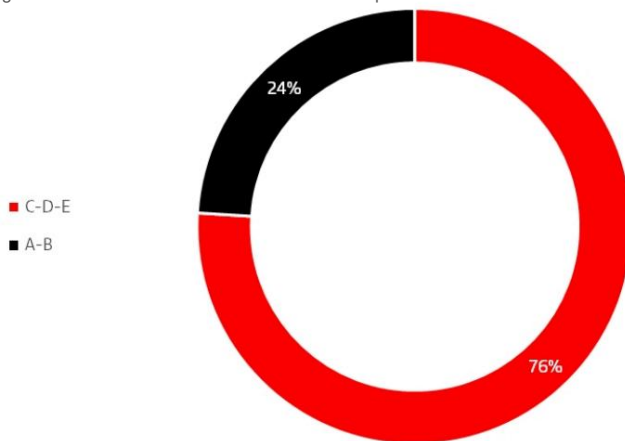
Figura 22 - Ingresos del segmento presencial por empresa



Fuente: Datos de empresas y estimaciones de Santander

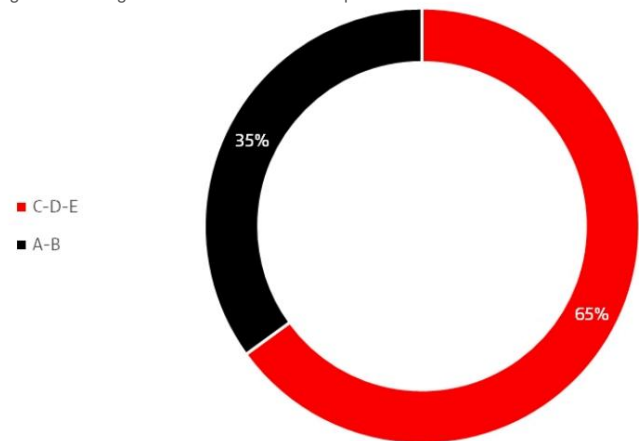
La modalidad a distancia parece tener mayor riesgo que la presencial. En nuestra opinión, el impacto de las apuestas parece más significativo en el segmento a distancia debido al perfil socioeconómico de los estudiantes en esta modalidad (aproximadamente el 76% de los estudiantes a distancia son de clases CD y E, frente al 65% en la modalidad presencial, según datos de ENADE 2022).

Figura 23 - Distribución de los estudiantes de DL por clase social



Fuente: ENADE 2022

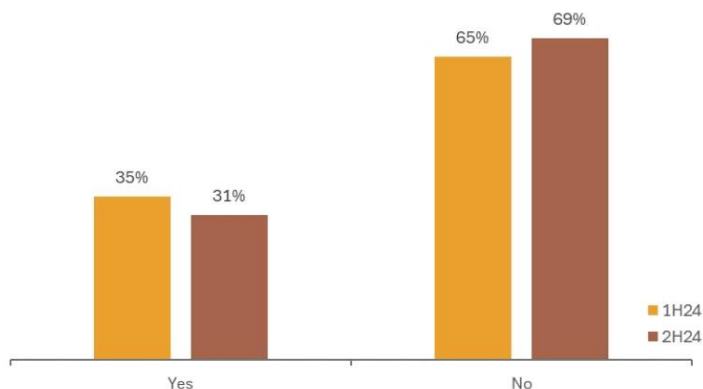
Figura 24 - Desglose de estudiantes del CO por clase social



Fuente: ENADE 2022

Educa Insights arrojó algo de luz sobre el posible impacto de las apuestas deportivas. Educa Insights realizó una encuesta para evaluar el impacto de las apuestas deportivas en la educación superior. La encuesta se realizó con 10,8 mil encuestados que tenían la intención de inscribirse en una universidad privada en 2024 y en la primera mitad de 2025. Los datos mostraron que más de la mitad de los encuestados que habitualmente participan en apuestas deportivas desean inscribirse en un curso de educación superior. Sin embargo, el 35% de los encuestados no inició un curso de educación superior durante el primer semestre de 2024 debido a su gasto en apuestas deportivas.

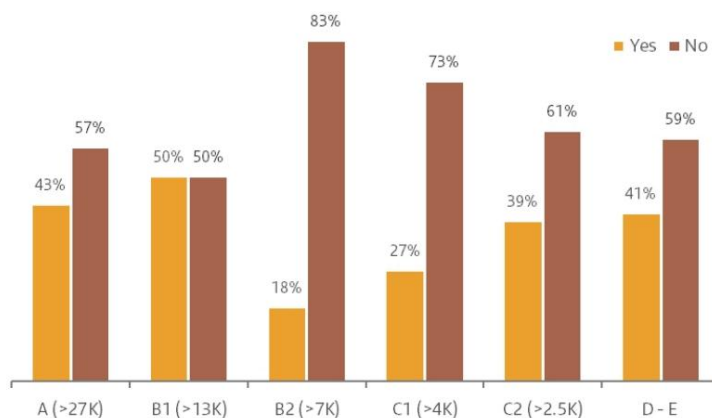
Figura 25 - El 35% de los encuestados no ha iniciado estudios postsecundarios debido al gasto en apuestas en el 1S24.



Fuente: Encuesta Educa Insights y Santander Research

Pregunta: ¿Considera usted que no ha iniciado un curso postsecundario debido a sus gastos de apuestas (traducción libre del portugués) en 2024?

Figura 26 - Desglose de los encuestados por clase de ingreso social en relación con el 1S24.



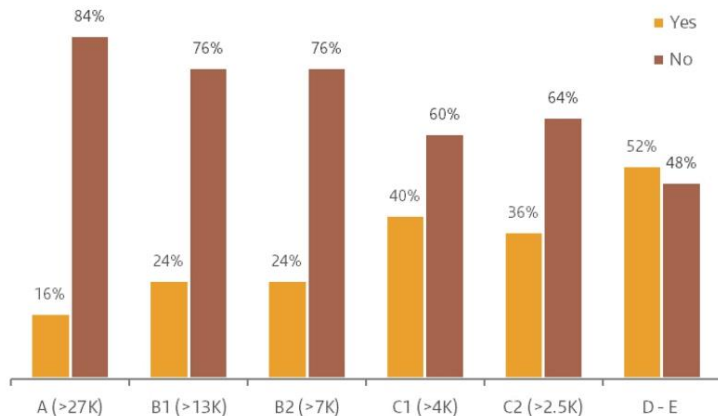
Fuente: Educa Insights y Santander Research

Pregunta: ¿Considera usted que no ha iniciado un curso postsecundario debido a sus gastos de apuestas (traducción libre del portugués) en 2024?

El impacto de las apuestas por la educación podría ser mayor entre las clases sociales de menores ingresos en 2025. Datos de Educa Insights muestran que el impacto potencial en la matrícula durante 2025 podría concentrarse en las clases sociales de menores ingresos (ver [Figura 27](#)). En otras palabras, a mayor ingreso familiar, menor impacto en la decisión de iniciar estudios superiores (16% de los encuestados de la clase A dejó de estudiar vs. 52% en las clases D/E). Curiosamente esta dinámica fue diferente durante 2024.

El Norte podría enfrentar el mayor impacto. Según la encuesta de Educa Insights, el 54% de los encuestados de la región Norte necesitarán interrumpir sus gastos de apuestas para iniciar una carrera postsecundaria durante 2025. En este momento, las empresas más expuestas bajo nuestra cobertura educativa para la región Norte serían Ser, Yduqs y Cognia.

Figura 27 - Pregunta: ¿Cree usted que necesita interrumpir sus gastos de apuestas deportivas para iniciar un curso postsecundario en 2025?



Fuente: Educa Insights y Santander Research

Los encuestados de clases de ingresos más bajos tienen más probabilidades de no comenzar una carrera postsecundaria debido a las apuestas en 2025.

Figura 28 - Pregunta: ¿Cree usted que necesita interrumpir sus gastos de apuestas deportivas para iniciar una carrera postsecundaria en 2025?



Fuente: Educa Insights y Santander Research

Dispersión geográfica de los encuestados que podrían o no iniciar un curso postsecundario durante 2025

Las empresas con mayor exposición a la educación a distancia podrían sufrir más. En general, el impacto real relacionado con las apuestas dentro del segmento de educación parece difícil de evaluar. Sin embargo, nos parece claro que los "productos" de menor precio, como los cursos a distancia, podrían enfrentar presiones más fuertes frente a los cursos presenciales más costosos. Por lo tanto, en nuestra opinión, empresas como Vitru, Cognia e Yduqs podrían enfrentar un impacto negativo más fuerte de este fenómeno de las "apuestas".

Cuidado de la salud

por Caio Moscardini* y equipo

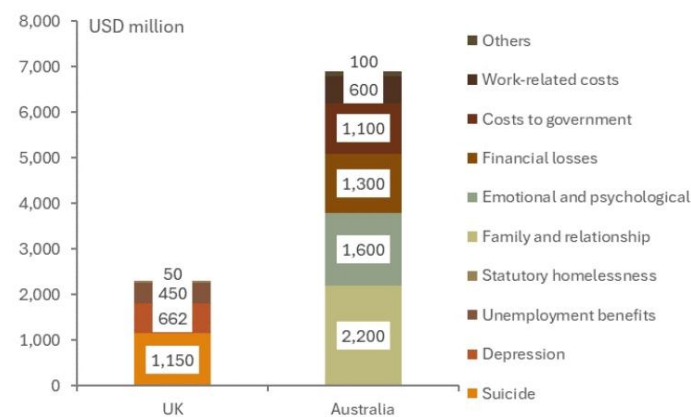
Los juegos de azar en línea aún no son un tema de debate para los inversores en el sector sanitario. En este momento, los juegos de azar no han sido un tema de debate para los inversores en el sector sanitario. En nuestra opinión, es más probable que el segmento de la sanidad pública se vea afectado por el aumento del gasto sanitario debido al aumento de los juegos de azar en línea. No obstante, podríamos ver un aumento del gasto en psicoterapia y tratamientos relacionados con la depresión dentro del sistema privado.

Es más probable que el sistema de salud pública se enfrente a presiones más fuertes que el sector privado. La experiencia mundial sugiere un impacto significativo en toda la economía debido al aumento de los juegos de azar en línea, incluido un mayor gasto en atención médica y beneficios sociales. Las clases de ingresos más bajos D/E destinan una mayor proporción de sus ingresos al juego, y estas son las clases de ingresos con menor penetración de la atención médica privada en Brasil. En el país, aproximadamente el 24% de la población tiene seguro médico privado, y la mayor concentración se encuentra en las clases A a C.

La experiencia internacional muestra que la probabilidad de que el juego online afecte a la atención sanitaria es alta. Las experiencias de países como el Reino Unido, Australia y China ofrecen información valiosa sobre los posibles impactos del juego online en la salud. En el Reino Unido, por ejemplo, el gobierno estima que alrededor del 0,4% de los adultos están clasificados como jugadores problemáticos, y que un 3,9% adicional tiene un riesgo moderado o bajo. Los costos sociales y económicos asociados con los daños relacionados con el juego en el Reino Unido son considerables: los gastos anuales de atención sanitaria, las pérdidas de productividad y los costos de los servicios sociales se combinan para un total de pérdidas de entre 1.400 y 2.300 millones de dólares estadounidenses.

En el Reino Unido, los daños relacionados con el juego se extienden más allá de los jugadores individuales y afectan significativamente a los servicios de salud pública y a la sociedad. El informe de Public Health England, actualizado en 2023, reveló que los costos asociados solo con el suicidio relacionado con el juego oscilan entre 314 millones y 1.253 millones de dólares estadounidenses anuales. Además, los costos de la depresión relacionada con el juego en el sistema de salud del Reino Unido representan aproximadamente 662 millones de dólares estadounidenses por año. La carga económica del juego nocivo también está vinculada al desempleo y la falta de vivienda, ya que las prestaciones por desempleo cuestan alrededor de 100 millones de dólares estadounidenses anuales y las solicitudes legales de personas sin hogar suman otros 64 millones de dólares estadounidenses.

Figura 29 - Gastos de los gobiernos del Reino Unido y Australia en daños relacionados con el juego (millones de dólares estadounidenses)



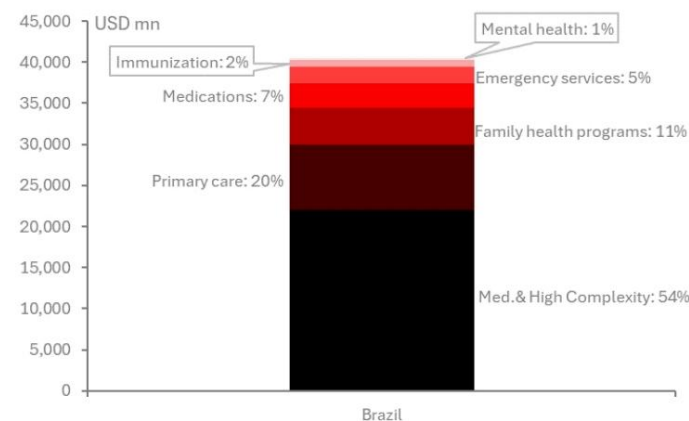
Fuente: Gobiernos del Reino Unido y Australia y Santander Research

En Australia, la carga financiera de los problemas relacionados con el juego es sustancial y contribuye significativamente al gasto general en salud y bienestar social. El gasto total en salud para 2021-2022 fue de aproximadamente 241 mil millones de dólares estadounidenses, una parte considerable de este gasto está relacionado indirectamente con el juego a través de servicios de salud mental, tratamiento de adicciones y programas de apoyo social. En concreto, se estima que los impactos económicos y sociales del juego, incluida la atención sanitaria, el apoyo familiar y la prevención del delito, cuestan alrededor de 7 mil millones de dólares estadounidenses anuales. Estos costos abarcan el tratamiento de afecciones de salud mental como la ansiedad, la depresión y la adicción, así como el abordaje de problemas de salud física relacionados con el estrés por juego, como las enfermedades cardíacas.

China decidió prohibir los juegos de azar. En 2015, China reforzó su prohibición para combatir los problemas de salud relacionados con la adicción al juego y los problemas sociales más amplios que fomenta. Además de los problemas de salud mental, el juego se ha relacionado con la inestabilidad financiera, las rupturas familiares y el aumento de los índices de delincuencia. La prohibición del gobierno tenía por objeto frenar estos daños asociados, ya que el juego sin control puede provocar graves pérdidas financieras que repercuten en las comunidades y causan estrés, abandono familiar e incluso violencia doméstica. Además, este juego está estrechamente vinculado a actividades ilegales como el blanqueo de dinero y la corrupción, que exacerban aún más la inestabilidad social. Teniendo en cuenta estos importantes problemas sociales, el gobierno chino consideró necesario reforzar la prohibición del juego, una postura que sigue manteniéndose en la actualidad.

En términos generales, el gobierno brasileño podría afrontar mayores gastos en materia de atención sanitaria. Con más personas que se enfrentan a la adicción al juego y a los problemas de salud mental y física asociados, podría haber un aumento en la demanda de atención psiquiátrica, programas de recuperación de la adicción y servicios de asesoramiento financiero. Actualmente, el gobierno brasileño destina solo el 1% a los servicios de salud mental, y esto puede no ser suficiente para hacer frente a más problemas de adicción al juego. En general, a medida que el juego en línea se vuelve más frecuente, es probable que Brasil vea una creciente necesidad de servicios de salud mental, lo que podría conducir a una redistribución de los recursos de atención sanitaria para satisfacer estas demandas emergentes (Figura 30).

Figura 30 - Desglose del gasto del gobierno brasileño en salud (millones de USD)



Fuente: Gobierno de Brasil y Santander Research

¿Potenciales repercusiones para los actores del sector sanitario que cotizan en bolsa? En este momento, vemos un impacto limitado dentro del sistema sanitario privado. Sin embargo, los operadores sanitarios podrían enfrentarse a una mayor carga derivada de una mayor demanda de terapias, y las empresas expuestas a las clases de ingresos más bajos (es decir, Hapvida) podrían sufrir un mayor impacto. Como se ha comentado durante este informe, las clases de ingresos más bajos destinan una parte mayor de su presupuesto a apuestas y, por tanto, podrían 17

(i) cancelar sus planes privados de atención médica, si tienen uno, o (ii) aumentar la utilización de los servicios relacionados con las terapias. Sin embargo, observamos que Hapvida está integrada verticalmente y, por lo tanto, puede controlar mejor sus costos relacionados con las terapias.

Bienes raíces

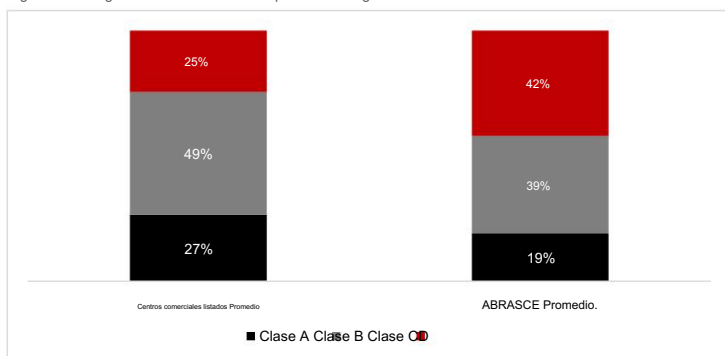
Por Fanny Oreng* y equipo

Es difícil para nosotros determinar el impacto de los juegos de azar en línea en los operadores de centros comerciales, pero en este informe analizamos el desempeño general de las ventas de los centros comerciales según el nivel de ingresos de sus consumidores para tratar de tener una idea del impacto potencial de los juegos de azar en línea en el sector.

Según la Figura 10, aproximadamente el 60% de los consumidores que participan en juegos de azar en línea se encuentran dentro de las clases de ingresos C y D. Además, observamos que el promedio de los centros comerciales en Brasil (utilizando los datos de ABRASCE como proxy) tiende a atender a una mayor proporción de consumidores de las clases de ingresos C y D (~42% de exposición a ambas clases) en comparación con el promedio de los operadores de centros comerciales que cotizan en bolsa (incluidos Allos, Iguatemi y Multiplan), en los que solo el 25% de los consumidores se encuentran dentro de esos límites de ingresos.

También hemos estado observando que los operadores de centros comerciales que cotizan en bolsa están ganando participación en las ventas de ABRASCE (Figura 32) y es interesante notar que la brecha aumenta drásticamente en 2022-23. Durante este período, el crecimiento de las ventas de juegos de azar en línea se disparó hasta aproximadamente el 210% interanual y las ventas totales de ABRASCE coincidentemente comenzaron a tener un rendimiento inferior (como se observa en la Figura 33). Esta tendencia también corrobora la opinión de nuestro equipo minorista de que el rápido crecimiento de los juegos de azar probablemente esté desviando los ingresos de los hogares del comercio minorista, particularmente entre las familias de ingresos más bajos, lo que refuerza nuestra preferencia por las empresas con carteras de centros comerciales más expuestas a las clases de ingresos más altos, como Multiplan e Iguatemi.

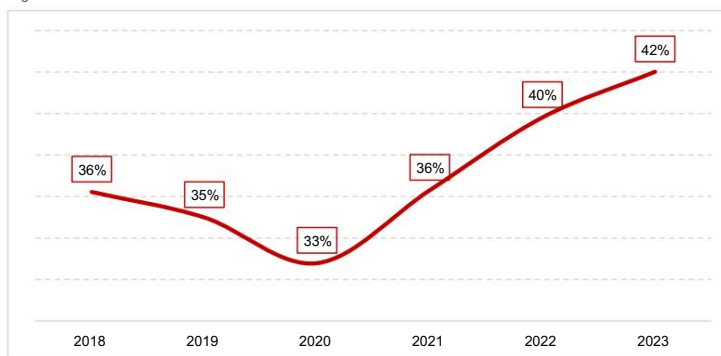
Figura 31 - Desglose de los consumidores por nivel de ingresos en los centros comerciales



Fuente: Allos, Iguatemi, Multiplan, ABRASCE y Santander

Nota: Datos al cierre de 2023; los centros comerciales incluidos en la lista incluyen Allos, Iguatemi y Multiplan

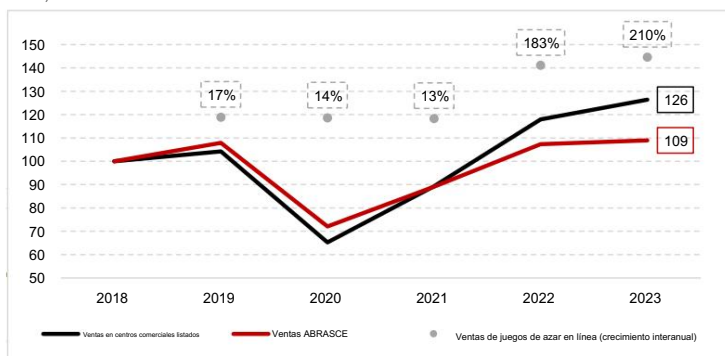
Figura 32 - Cuota de mercado de ventas de los centros comerciales cotizados en ABRASCE



Fuente: Allos, Iguatemi, Multiplan, ABRASCE y Santander

Nota: Los centros comerciales listados incluyen Allos, Iguatemi y Multiplan

Figura 33 - Ventas totales de centros comerciales cotizados en bolsa frente a ABRASCE (indexado, 2018 = 100)



Fuente: Allos, Iguatemi, Multiplan, ABRASCE, Statista y Santander

Nota: Los centros comerciales listados incluyen Allos, Iguatemi y Multiplan

EMPRESAS MENCIONADAS

ABECS; No listado

ABRASCE; No listado

Allos (ALOS3 BZ); precio de cotización: R\$ 22,38; precio de cotización: R\$ 29,50; rendimiento superior

Anbima; No listado

Arcos Dorados (ARCO US); Precio de cotización: US\$9,33; Precio de cotización: US\$14,00; Superación del desempeño

Assaí (ASAI3 BZ); CP: R\$ 7,09; TP: R\$ 15,00; Superar

Azzas (AZZA3 BZ); Precio: R\$ 40,39; Precio objetivo: R\$ 76,00; Superación

Carrefour Brasil (CRFB3 BZ); precio de mercado: R\$ 6,98; precio de mercado: R\$ 16,00; Supera a C&A

(CEAB3 BZ); precio de mercado: R\$ 12,14; precio de mercado: R\$ 11,20; Neutral

CNDL; No listado

Cogna (COGN3 BZ); precio de cotización: R\$ 1,35; precio de venta: R\$ 4,00; Neutral

CVC (CVCB3 BZ); precio de cotización: R\$ 1,86; precio de venta: R\$ 3,60; Neutral

Educa Insights; No listado

ENADE; No listado

Febraban; No listado

Fecomercio; No listado

GPA (PCAR3 BZ); Precio de mercado: R\$ 3,17; Precio de mercado: R\$ 5,70; Neutral

Grupo Mateus (GMAT3 BZ); CP: R\$ 7,32; TP: R\$ 10,10; Superar al Grupo SBF

(SBFG3 BZ); CP: R\$ 13,63; TP: R\$ 15,30; Neutral

Guararapes (GUAR3 BZ); CP: R\$ 8,15; TP: R\$ 5,80; Hapvida neutro

(HAPV3 BZ); CP: R\$ 3,76; TP: R\$ 5,50; Superar

Hibou; No listado

Iguatemi (IGTI11 BZ); CP: R\$21,26; TP: R\$36,50; Supera a Lojas Renner

(LREN3 BZ); CP: R\$18,40; TP: R\$23,00; Supera a Multiplan (MULT3 BZ); CP: R\$25,93; TP: R\$37,00; Supera a

Natura (NTCO3 BZ); CP: R\$ 14,89; TP: R\$ 17,00; Neutral Nubank (NU US); CP: US\$ 14,45; TP: US\$ 8,00; Bajo rendimiento

PAGS (PAGS US); precio de adquisición: US\$8,42; precio de adquisición: US\$14,00; supera a Pague Menos (PGMN3 BZ); precio de adquisición: R\$2,83; precio de adquisición: R\$3,50; neutral

PwC; No listado

RD (RADL# BZ); Precio de cotización: R\$ 25,16; Precio de cotización: R\$ 35,00; Superación

Ser Educativo (SEER3 BZ); CP: R\$ 5,72; TP: R\$ 9,40; Neutral SmartFit

(SMFT3 BZ); CP: R\$ 22,40; TP: R\$ 32,00; Superar

SBVC; No listado

SPC; No listado

Statista; No listado

Stone (STNE US); precio de adquisición: US\$11,02; precio de mercado: US\$16,00; rendimiento superior

Vitru (VTRU3 BZ); CP: R\$ 9,19; TP: R\$ 15,00; Supera a Vivara (VIVA3 BZ); CP: R\$ 26,16; TP: R\$ 37,00; Supera a

Vulcabras (VULC3 BZ); Precio de cotización: R\$ 16,46; Precio de cotización: R\$ 22,00; Superación

Banco Mundial; No listado

YDUQS (YDUQ3 BZ); precio de cotización: R\$ 10,24; precio de cotización: R\$ 22,00; desempeño superior

Fuente: Estimaciones de Santander; Bloomberg. Precios al 18 de octubre de 2024.

Allos - Valoración y riesgos

Nuestro precio objetivo para el cierre de 2024 se basa en un análisis del flujo de caja libre de la empresa, utilizando un WACC del 12,0% en reales y un crecimiento terminal nominal del 4,5%. Los riesgos para nuestra tesis de inversión incluyen: (i) una tasa de desempleo más alta que la anticipada que lleve a menores ventas minoristas y a un aumento de las tasas de vacancia y morosidad; (ii) aumentos imprevistos en la tasa Selic que lleven a mayores gastos financieros; (iii) competidores irracionales que aumenten la cantidad de GLA en ciudades con exceso de oferta; (iv) una posible reforma fiscal que podría afectar negativamente a los impuestos del sector; y (v) gastos más altos que los esperados y/o sinergias más bajas que las esperadas asociadas con la fusión con brMalls

Arcos Dorados - Valoración y Riesgos

Nuestro TP se deriva de un modelo de DCF que utiliza un WACC de 11,4% (17,7% costo de capital, asumiendo una beta de 1,0), y una tasa de crecimiento terminal de 3,0%. Los principales riesgos incluyen: (i) SSS menor a lo esperado, con un número por debajo de la inflación general; (ii) tasas de regalías peores a las esperadas en la renovación de los MFA; (iii) incapacidad de Arcos Dorados para asegurar la renovación de los MFA; (iv) competencia más feroz de los principales pares de QSR en América Latina.

Assai - Valoración y Riesgos

Nuestro precio objetivo se deriva de un modelo de flujo de caja descontado (DCF) que considera un WACC de 12,2% y un crecimiento terminal (g) de 4,0%. Los principales riesgos incluyen: i) un desapalancamiento financiero más lento de lo esperado; ii) un entorno competitivo más feroz en C&C que presione las ventas y/o los márgenes brutos; iii) un deterioro del entorno macroeconómico, con tasas de interés más altas durante un período prolongado que deprime el consumo.

Azzas 2154 - Valoración y riesgos

Nuestro precio objetivo para 2024 se basa en un análisis de DCF para el cual consideramos un WACC de 11,7% y una tasa de crecimiento a perpetuidad de 4,5%. Los principales riesgos incluyen: (1) una desaceleración del crecimiento de las ventas peor de lo esperado a medida que la empresa enfrenta comparaciones más difíciles; (2) mayor competencia en el segmento de indumentaria a medida que aumenta el esfuerzo de la empresa en el segmento; (3) resultados volátiles en la operación de EE. UU. a medida que la empresa equilibra el crecimiento y la rentabilidad; (4) riesgos de integración/ejecución en nuevas fusiones y adquisiciones y acuerdos de licencia.

C&A Modas - Valoración y Riesgos

Nuestro precio objetivo para 2024 se basa en un análisis de flujo de caja descontado (DCF) para el que consideramos un WACC del 14,4% y una tasa de crecimiento a perpetuidad del 4,0%. Los principales riesgos incluyen: (i) riesgos de ejecución asociados con la nueva división de financiación al consumo operada 100% por la empresa; (ii) una recuperación más lenta de lo esperado del margen bruto de mercancías, obstaculizada principalmente por el segmento de la fashiontronics; y (iii) un empeoramiento del entorno macroeconómico en 2024, lo que dificultaría la recuperación de la empresa de la pandemia.

CVC Corp. - Valoración y riesgos

Nuestro precio objetivo para el cierre de 2024 se basa en un análisis de flujo de caja descontado (DCF) para el cual consideramos un WACC de 14,1% y una tasa de crecimiento a perpetuidad de 4,0%. Los principales riesgos incluyen: (1) retraso en la recuperación de la economía, (2) volatilidad cambiaria y disponibilidad limitada de crédito, (3) mayor competencia por parte de los actores que ingresan al modelo de franquicia y de actores puramente OTC, (4) la expansión de tiendas puede requerir nuevos operadores que no necesariamente comparten la misma cultura, (5) las nuevas tiendas podrían ser menos productivas en comparación con la base actual, (6) cambios significativos en la dinámica de los proveedores.

Carrefour Brasil - Valoración y Riesgos

Nuestro precio objetivo para 2024 se basa en un modelo SoTP basado en el análisis de flujo de caja descontado (DCF) para el que consideramos un WACC del 11,1% y una tasa de crecimiento a perpetuidad del 4,0%. Los principales riesgos son: (1) mayor deterioro de los indicadores macro, especialmente en la inflación de los alimentos (2) deterioro del margen en la unidad minorista con un SSS más lento de lo esperado (3) mayor competencia en el negocio de cash & carry (4) interrupciones causadas por la integración de BIG

Cogna - Valoración y riesgos

Valoramos la empresa utilizando un método de suma de las partes (SoTP), con un objetivo de múltiplo EV/EBITDA para los negocios de educación superior y primaria y secundaria. Para la educación superior, aplicamos 7,0x EV/EBITDA en 2024E, que se encuentra en el rango superior de sus pares. Para Vasta, aplicamos 7,0x EV/EBITDA en 2024E, que es el múltiplo implícito en los precios objetivo promedio de consenso de Bloomberg para Vasta. Los principales riesgos incluyen el riesgo regulatorio, el entorno competitivo y la dependencia de una macroeconomía positiva y los riesgos de ejecución y adquisición.

GPA - Valoración y riesgos

Nuestro precio objetivo para el cierre de 2024 se basa en un flujo de caja descontado (DCF) consolidado, con un WACC del 12,5% y una tasa de crecimiento a perpetuidad del 3,0%. Los principales riesgos son: (1) un mayor deterioro de los indicadores macroeconómicos, especialmente la inflación de los alimentos; (2) riesgos de ejecución relacionados con la expansión de la marca Pão de Açúcar, principalmente fuera del estado de São Paulo; y (3) una competencia más feroz, en particular de competidores del mercado Cash and Carry, que podría incluir a Assai.

Grupo Mateus - Valoración y Riesgos

Nuestro precio objetivo para 2024 se basa en un análisis de flujo de caja descontado (DCF) para el cual consideramos un WACC del 13,2% y una tasa de crecimiento a perpetuidad del 4,5%. Los principales riesgos incluyen: (1) mayor competencia en sus estados centrales por parte de cadenas nacionales; (2) escasez de buenas ubicaciones (reduciendo la TIR de las nuevas tiendas); y (3) no renovación de un beneficio fiscal significativo en el estado de Maranhão.

Grupo SBF - Valoración y Riesgos

Nuestro precio objetivo para el cierre de 2024 se basa en un análisis de flujo de caja descontado (DCF) para el que consideramos un WACC del 11,6% y una tasa de crecimiento a perpetuidad del 4,0%. Los principales riesgos incluyen: (1) SSS menor a lo esperado; (2) mayor competencia en el comercio electrónico; (3) aceleración de la tendencia directa al consumidor (DTC) de las marcas internacionales de artículos deportivos en Brasil; (4) riesgos de ejecución en Fisia

Guararapes - Valoración y Riesgos

Nuestro precio objetivo para el cierre de 2024 se basa en un análisis de flujo de caja descontado (DCF) para el cual consideramos un WACC de 13,3% y una tasa de crecimiento a perpetuidad de 4,0%. Los principales riesgos incluyen: (i) recortes de la tasa Selic más lentos de lo esperado que impactan directamente en los gastos financieros de Guararapes, dado su mayor apalancamiento en comparación con sus pares; (ii) riesgos de ejecución relacionados con las iniciativas en curso sobre digitalización y financiación al consumo; y (iii) fin de los beneficios fiscales, que impactarían fuertemente en la tasa impositiva efectiva pagada por Guararapes.

Hapvida - Valoración y riesgos

Nuestro precio objetivo se basa en el flujo de caja libre descontado de la empresa, asumiendo un WACC promedio del 12,5% durante nuestros años de proyección y un costo de capital del 13,8% y un crecimiento del 6,0% a perpetuidad en términos nominales. Los principales riesgos incluyen: mayor competencia, riesgo de ejecución, entorno macroeconómico, aumento de pérdidas médicas, cambio de gestión, cambios regulatorios, obligaciones del sistema de salud pública y pagos de contingencia.

Iguatemi - Valoración y Riesgos

Nuestro precio objetivo para el cierre de 2024 se basa en un análisis del flujo de caja libre de la empresa, utilizando un WACC del 11,5% en reales y un crecimiento terminal nominal del 4,5%. Los riesgos para nuestra tesis de inversión incluyen: (i) una tasa de desempleo más alta de lo previsto que conduzca a una recuperación de las ventas minoristas más lenta de lo previsto y, en consecuencia, a nuevos aumentos en las tasas de vacancia y morosidad; (ii) aumentos imprevistos en la tasa Selic que conduzcan a mayores gastos financieros; (iii) competidores irracionales que aumenten la cantidad de GLA en ciudades con exceso de oferta; y (iv) costos más altos de lo esperado asociados con el desarrollo de Iguatemi 365

Lojas Renner - Valoración y Riesgos

Nuestro precio objetivo para 2025 se basa en un análisis de flujo de caja descontado (DCF) para el que consideramos un WACC del 11,6% y una tasa de crecimiento a perpetuidad del 4,5%. Los principales riesgos incluyen: (1) ventas al por menor de lo esperado; (2) mayor competencia; (3) deterioro del negocio de financiación al consumo, con un aumento de los NPL y de las tasas de morosidad; (4) interrupciones en la logística push & pull, que pueden dar lugar a posibles pedidos erróneos o agotamiento de existencias a nivel de tienda; y (5) depreciación del tipo de cambio que afecte a los bienes importados.

Multiplan - Valoración y Riesgos

Nuestro precio objetivo para el cierre de 2025 se basa en un análisis del flujo de caja libre de la empresa, utilizando un WACC de 11,0% en reales y un crecimiento terminal nominal de 5,0%. Los riesgos para nuestra tesis de inversión incluyen: (i) una tasa de desempleo más alta que la anticipada, lo que lleva a ventas minoristas más lentas que las anticipadas y, en consecuencia, mayores aumentos en las tasas de vacancia y morosidad; (ii) aumentos más altos que los esperados en la tasa Selic, lo que lleva a mayores gastos financieros; (iii) competidores irracionales que aumentan la cantidad de GLA en ciudades con exceso de oferta; y (iv) una posible reforma fiscal que podría afectar negativamente los impuestos en el sector.

Natura - Valoración y Riesgos

Nuestro precio objetivo para 2025 se basa en un análisis de flujo de caja descontado (DCF) para el cual consideramos un WACC de 13,4% y una tasa de crecimiento a perpetuidad de 3,5%. Los principales riesgos son: (i) una competencia más feroz en mercados clave como Brasil, (ii) desafíos de integración Natura-Avon; y (iii) dificultades para ejecutar una estrategia de simplificación como la escisión de Avon International.

Nubank - Valoración y riesgos

Valuamos el banco utilizando un modelo de valoración de tres etapas basado en un enfoque de ingresos residuales, con un costo terminal del capital de 15,3%. En la primera etapa, consideramos el modelo explícito de hasta 2029, y para la segunda etapa, evaluamos hasta el año 2033 utilizando un ROAE promedio de 24% con un pago de dividendos de 50%. Por último, la etapa final se basa en una tasa de crecimiento terminal de 6% para un ROE perpetuo de 28%. Los principales riesgos son los siguientes: (i) la ejecución peor de lo esperado plantea un riesgo a la baja; (ii) la competencia que surge de actores nuevos y existentes; (iii) el escenario económico desfavorable puede posponer el crecimiento; y (iv) el impacto potencial del riesgo regulatorio aún es incierto.

PagBank - Valoración y riesgos

Valuamos la empresa utilizando un flujo de caja libre descontado a capital, con un coste de capital del 14,5% y una tasa de crecimiento terminal del 6,0%. Los principales riesgos incluyen: (i) Entorno económico. Una recesión económica podría provocar una desaceleración del crecimiento de la empresa y podría conducir a un deterioro de los ingresos; (ii) Regulatorio. El posible límite en la tarjeta de crédito y los cambios en los pagos en cuotas pueden perjudicar los ingresos de PAGES (iii) Competencia. Un aumento de la competencia en las PYMES podría dificultar que PAGES gane cuota de mercado.

Pague Menos - Valoración y Riesgos

Nuestro precio objetivo para 2024 se basa en un análisis de flujo de caja descontado (DCF) para el cual consideramos un WACC de 14,0% y una tasa de crecimiento a perpetuidad de 4,0%. Los principales riesgos incluyen: (i) mayor competencia, (ii) mayor efecto de canibalización, (iii) cambios en el mix de ventas (categorías de menor margen), (iv) cambios en la regulación de la industria, (v) fin de los beneficios fiscales, (vi) escasez de buenas ubicaciones (reduciendo la TIR de las nuevas tiendas), y (vii) disrupciones causadas por la integración de Extrafarma.

SER Educacional - Valoración y Riesgos

Nuestro precio objetivo se basa en un flujo de caja libre descontado para la empresa, asumiendo un WACC promedio de 17,6% durante nuestros años de proyección (2024-2032E), incluido un descuento de liquidez de 300 puntos básicos, un costo de capital de 15,7% y un crecimiento a perpetuidad de 4,0% en términos nominales. Los principales riesgos incluyen el riesgo regulatorio, el entorno competitivo y la dependencia de una macroeconomía positiva, así como los riesgos de ejecución y adquisición.

SmartFit - Valoración y riesgos

Nuestro precio objetivo para 2025 se basa en un análisis de flujo de caja descontado (DCF) para el cual consideramos un WACC de 12,3% y una tasa de crecimiento a perpetuidad de 4,5%. Los principales riesgos incluyen: (1) mayor competencia, (2) mantenimiento de altos niveles de servicio en medio de una rápida expansión; (3) aumento en las tasas de abandono; y (4) expansión internacional y nuevos negocios.

Piedra - Valoración y riesgos

Valuamos la compañía a través de un modelo de DCF (Free Cash Flow to Equity), aplicando un costo de capital de 14% y adoptando una tasa de crecimiento terminal de 6,0%. Los riesgos incluyen: (i) mala ejecución (para crédito y nuevas iniciativas); (ii) intensificación de la competencia (que está aumentando en el segmento de PYMES); (iii) desafíos regulatorios (intervención gubernamental en la industria, incluida la limitación de cantidad en cuotas sin intereses); y (iv) deterioro del entorno macroeconómico.

Vitru - Valoración y riesgos

Nuestro precio objetivo se basa en un flujo de caja libre descontado por empresa, asumiendo un WACC promedio de 20,1% durante nuestros años de proyección (2024-2032E), incluyendo 400 puntos básicos de liquidez más penalización por riesgos regulatorios, un costo de capital de 16,7% y un crecimiento a perpetuidad de 4,0% en términos nominales. Los principales riesgos incluyen el riesgo regulatorio, el entorno competitivo, los riesgos de ejecución y los riesgos de fusiones y adquisiciones.

Vivara - Valoración y Riesgos

Nuestro precio objetivo para 2025 se basa en un análisis de flujo de caja descontado (DCF) para el cual consideramos un WACC de 13,4% y una tasa de crecimiento a perpetuidad de 4,5%. Los principales riesgos incluyen: (i) una expansión más lenta de lo esperado de las tiendas Vivara y Life en Brasil, junto con una menor rentabilidad de las nuevas tiendas; (ii) una presión de rentabilidad mayor a la esperada derivada de la expansión internacional; (iii) futuros cambios en la gestión, con una nueva perspectiva sobre el futuro de la compañía; (iv) empeoramiento del escenario macro.

Vulcabras - Valoración y Riesgos

Nuestro precio objetivo para el cierre de 2025 se deriva de un modelo de flujo de caja descontado (DCF) que utiliza un WACC del 15,5% (costo de capital del 16,5%, asumiendo una beta de 1,0) y una tasa de crecimiento terminal del 4,0%. Los principales riesgos incluyen: (i) empeoramiento de las condiciones macroeconómicas en Brasil; (ii) lanzamientos de productos fallidos, lo que lleva a rebajas; (iii) resultados más débiles de lo esperado de cualquier fusión o adquisición adicional o acuerdos de licencia; y (iv) vientos en contra adicionales en relación con los beneficios fiscales, ya que la agenda de aumento de ingresos del gobierno brasileño persiste durante 2024.

Yduqs - Valoración y riesgos

Nuestro precio objetivo se basa en un flujo de caja libre descontado por empresa, asumiendo un WACC promedio de 16,4% durante nuestros años de proyección (2024-32E), con un costo de capital de 17,1% y un crecimiento a perpetuidad de 4,0% en términos nominales. Los principales riesgos incluyen el riesgo regulatorio, el entorno competitivo y la dependencia de una macroeconomía positiva, la ejecución y los riesgos de fusiones y adquisiciones.

Clave de los códigos de inversión*

Clasificación	Definición	% de empresas	
		Cubierto	Provisto de Inversión
		Con esta clasificación	Servicios bancarios en los últimos 12 meses
Superar	Se espera que supere el índice de referencia del mercado local en más del 10 %	66,23%	52,29%
Neutro	Se espera que tenga un rendimiento dentro de un rango de 0% a 10% por encima del índice de referencia del mercado local.	28,14%	43,08%
Rendimiento inferior	Se espera que tenga un rendimiento inferior al del índice de referencia del mercado local.	3,90%	33,33%
Bajo revisión		1,73%	100,00%

Los números anteriores reflejan nuestro universo latinoamericano al 31 de julio de 2024.

Para obtener información sobre los métodos de valoración utilizados para determinar los precios objetivo incluidos en este informe y los riesgos para alcanzarlos, consulte las últimas investigaciones publicadas sobre estas acciones. Las investigaciones están disponibles a través de su representante de ventas y otros sistemas electrónicos.

Los precios objetivo son para fines de año 2024, a menos que se especifique lo contrario. Las recomendaciones se basan en una base de retorno total (apreciación esperada del precio de la acción + rendimiento de dividendos prospectivo), a menos que se especifique lo contrario.

Los gráficos de precios de acciones y los historiales de calificación de las empresas analizadas en este informe también están disponibles mediante solicitud por escrito a Santander US Capital Markets LLC, 437 Madison Avenue, 6th Floor (Attn: Research Disclosures), Nueva York, NY 10022 EE. UU.

Las calificaciones se establecen cuando la firma fija un precio objetivo y/o cuando mantiene o reitera la calificación. Las calificaciones pueden no coincidir con la metodología anterior debido a la volatilidad de los precios.

La gerencia se reserva el derecho de mantener o modificar las calificaciones de cualquier acción específica y lo divulgará en el informe cuando esto ocurra. Las metodologías de valoración varían de una acción a otra, de un analista a otro y de un país a otro. Cualquier inversión en acciones latinoamericanas es, por su naturaleza, riesgosa. En el cuerpo de este informe se incluye un análisis completo de la metodología de valoración y los riesgos relacionados con la consecución del precio objetivo del valor en cuestión.

El índice de referencia utilizado para el desempeño del mercado local es el riesgo país de cada país más el rendimiento de los bonos del Tesoro de EE. UU. a 1 año más el 5,5 % de la prima de riesgo de las acciones, a menos que se especifique lo contrario. El índice de referencia más el diferencial del 10,0 % utilizado para determinar la calificación se ajusta en función del tiempo para que sea comparable con el rendimiento total de la acción durante el mismo período. Para obtener información adicional sobre nuestra metodología de calificación, llame al (212) 350 3974.

Este informe de investigación ("informe") ha sido preparado por Santander US Capital Markets LLC (una subsidiaria indirecta de Santander Holdings USA, Inc., que es propiedad absoluta de Banco Santander, SA) en su propio nombre y en el de sus filiales (en conjunto, Grupo Santander) y se proporciona únicamente con fines informativos. Este informe no debe considerarse como una oferta de venta ni una solicitud de oferta de compra de ningún valor relevante (es decir, valores mencionados en el presente o del mismo emisor y/u opciones, garantías o derechos con respecto a dichos valores o intereses en ellos).

Toda decisión de compra o venta por parte del receptor deberá basarse en la información públicamente disponible sobre el valor en cuestión y, cuando proceda, deberá tener en cuenta el contenido del folleto correspondiente presentado y disponible en la entidad que rige el mercado en cuestión y en la empresa emisora del valor. Este informe es distribuido en España por Banco Santander SA

("Banco Santander"), autorizado y regulado por el Banco de España y la CNMV, y en el Reino Unido por Banco Santander, SA, London Branch ("Santander London"). Santander London está registrado en el Reino Unido y sujeto a una regulación limitada por parte de la Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido ("FCA"). Este informe no se emite a clientes privados. Santander US Capital Markets LLC, Banco Santander y Santander London son miembros del Grupo Santander.

Al recibir los estudios de investigación de Grupo Santander, usted reconoce y confirma que puede recibir estudios de investigación de inversiones, ya que su empresa está fuera del ámbito de aplicación de las normas de separación de estudios de MIFID II. En caso de que su empresa quede sujeta a las normas de separación de estudios de MIFID II, usted reconoce y acepta que no puede ver ni utilizar dichos estudios de investigación de inversiones y que se pondrá en contacto inmediatamente con Grupo Santander para realizar los ajustes correspondientes y firmar el paquete de estudios de Grupo Santander.

Certificación de analista

Los siguientes analistas certifican que sus opiniones sobre las compañías y sus valores analizados en este informe son precisas, que sus recomendaciones reflejan única y exclusivamente sus opiniones personales, y que dichas opiniones fueron preparadas de manera independiente y autónoma, incluso en lo que respecta a la institución a la que están vinculados, y que no han recibido ni recibirán compensación directa o indirecta a cambio de expresar recomendaciones u opiniones específicas en este informe, ya que su remuneración y el sistema de remuneración aplicable a Grupo Santander y cualquiera de sus filiales no está vinculado a la cotización de ninguno de los valores emitidos por las compañías evaluadas en el informe, ni a los ingresos derivados de los negocios y transacciones financieras realizadas por Grupo Santander y cualquiera de sus filiales: María Paula Cantusio*, Ruben Couto*, Caio Moscardini*, Henrique

Navarro*, Fanny Oreg* e Ítalo Franca*

De acuerdo con los requisitos de la CVM brasileña, el siguiente analista certifica que no mantengo relación con ninguna persona que trabaje para las empresas cuyos títulos fueron evaluados en el informe divulgado. Que no poseo, directa o indirectamente, títulos emitidos por la empresa evaluada. Que no estoy involucrado en la adquisición, enajenación e intermediación de dichos títulos en el mercado: María Paula Cantusio*, Ruben Couto*, Caio Moscardini*, Henrique Navarro*, Fanny Oreg* e Ítalo Franca*

*Empleado por una filial no estadounidense de Santander US Capital Markets LLC. y no está registrado/calificado como analista de investigación según las normas de FINRA y no es una persona asociada de la firma miembro y, por lo tanto, no está sujeto a la Regla 2241 o la Regla 2242 de FINRA y a las restricciones sobre comunicaciones con una empresa en cuestión, apariciones públicas y negociación de valores mantenidos por una cuenta de analista de investigación.

Grupo Santander recibe ingresos no bancarios de inversión de Azzas 2154, CVC Corp., Grupo Mateus, Hapvida, Pague Menos, SmartFit y Vulcabras.

En los últimos 12 meses, Grupo Santander ha gestionado o co-gestionado una oferta pública de valores de Assai, Carrefour Brasil, Natura, Vulcabras e Yduqs.

En los últimos 12 meses, Grupo Santander ha recibido compensación por servicios de banca de inversión de Assai, Cogna, Carrefour Brasil, Hapvida, Multiplan, Natura, GPA, Grupo SBF, SmartFit, Stone, Vitru, Vulcabras e Yduqs.

Santander o sus filiales y los clubes de inversión en valores, carteras y fondos administrados por ellas no tienen participación directa o indirecta igual o superior al uno por ciento (1%) del capital social de ninguna de las sociedades cuyos valores fueron evaluados en este informe y no participan en la adquisición, enajenación e intermediación de dichos valores en el mercado.

La información contenida en este informe ha sido recopilada a partir de fuentes que se consideran confiables. Aunque se han tomado todas las precauciones razonables para garantizar que la información contenida en estos informes no sea falsa ni engañosa, no garantizamos que dicha información sea precisa o completa y no debe confiarse en ella como tal. Todas las opiniones y estimaciones incluidas en este informe constituyen nuestro juicio a la fecha del informe y están sujetas a cambios sin previo aviso.

De vez en cuando, Grupo Santander y/o cualquiera de sus funcionarios o directores pueden tener una posición larga o corta, o de otra manera estar interesados directa o indirectamente en, los valores, opciones, derechos o warrants de las compañías aquí mencionadas.

Cualquier destinatario estadounidense de este informe (que no sea un corredor de bolsa registrado o un banco que actúe en calidad de corredor de bolsa) que desee efectuar cualquier transacción en cualquier valor aquí analizado debe comunicarse y realizar pedidos en los Estados Unidos con Santander US Capital Markets LLC, que, sin limitar de ninguna manera lo anterior, acepta la responsabilidad (únicamente a los efectos y dentro del significado de la Regla 15a-6 de la Ley de Bolsa de Valores de los Estados Unidos de 1934) por este informe y su difusión en los Estados Unidos.

INFORMACIÓN ESPECÍFICA POR PAÍS Y REGIÓN

Reino Unido (RU): Salvo que se especifique lo contrario, este informe ha sido distribuido en el Reino Unido por Santander London y se ha preparado de conformidad con las políticas de Grupo Santander para la gestión de conflictos de intereses que surjan como resultado de la publicación y distribución de análisis de inversiones. Este informe se ha emitido en el Reino Unido únicamente para profesionales del mercado (contrapartes profesionales o elegibles, pero no clientes minoristas) o personas del tipo descrito en el Artículo 19 (5), 38, 47 y 49 de la Ley de Servicios y Mercados Financieros de 2000 (Promoción Financiera) Orden de 2005 (todas estas personas se denominarán "personas relevantes"). Las personas que no sean personas relevantes no deben actuar en función de su contenido ni confiar en él. Cualquier inversión o actividad de inversión a la que se refiera esta comunicación solo está disponible para personas relevantes y se llevará a cabo únicamente con personas relevantes. Espacio Económico Europeo (EEE): Salvo que se especifique lo contrario, este informe ha sido aprobado para su distribución en el EEE por Banco Santander. La investigación de inversiones se ha elaborado de conformidad con las políticas de Grupo Santander para la gestión de conflictos de intereses que puedan surgir como resultado de la publicación y distribución de la investigación de inversiones. Muchos reguladores europeos exigen que las empresas establezcan, implementen y mantengan una política de este tipo. Cualquier inversión o actividad de inversión a la que se refiere este documento se considera únicamente proporcionada a inversores profesionales (o equivalente) en su jurisdicción de origen. Estados Unidos de América (EE. UU.): Este informe se distribuye en EE. UU. por Santander US Capital Markets LLC. Cualquier destinatario estadounidense de este informe que desee realizar cualquier transacción en cualquier valor o emisor mencionado en este documento debe hacerlo con Santander US Capital Markets LLC, que acepta la responsabilidad por el contenido de este informe. Hong Kong (HK): Este informe se distribuye en Hong Kong por Banco Santander, SA (una sociedad anónima constituida en España) que tiene una sucursal en Hong Kong. Banco Santander, SA, **sucursal** de Hong Kong está regulada como una institución registrada por la Autoridad Monetaria de Hong Kong para la realización de Asesoramiento y Negociación de Valores (Actividad Regulada Tipo 4 y 1 respectivamente) bajo la Ordenanza de Valores y Futuros. Este informe no está destinado a ser distribuido a ninguna persona que no sea un inversor profesional. Banco Santander, SA o sus filiales pueden tener una participación en cualquiera de los valores analizados en este informe; para valores en los que la tenencia es superior al 1%, la tenencia específica se divulga en la sección Divulgaciones importantes anterior. El destinatario de este informe no debe distribuirlo a ninguna persona sin el consentimiento previo por escrito de Banco Santander, SA Singapur (SG): Este informe es distribuido en Singapur por Banco Santander, SA, que tiene una sucursal en Singapur. No está destinado a ser distribuido a ninguna persona que no sean inversores institucionales, inversores acreditados e inversores expertos (cada uno según se define en la Ley de Valores y Futuros de 2001 de Singapur). Los destinatarios de este informe deben comunicarse con Banco Santander, SA, Sucursal de Singapur en researchsingapore@gruposantander.com para asuntos que surjan de, o en conexión con, este informe. China continental (CN): Este informe está siendo distribuido en China continental por Banco Santander, SA, que tiene dos sucursales en China continental, que son la Sucursal de Shanghái y la Sucursal de Pekín ("Santander China"). Santander China está regulado por la Administración Nacional de Regulación Financiera. Banco Santander, SA, Sucursal de Shanghái tiene licencia para negocios en moneda extranjera, negocios en RMB y negocios derivados. Banco Santander, SA, Beijing Branch tiene licencia para negocios en moneda extranjera. El destinatario de este informe no debe distribuirlo a ninguna persona sin el consentimiento previo por escrito de Banco Santander, SA Israel (IL): Al recibir la investigación de Banco Santander y sus afiliadas, usted reconoce y confirma, y Santander ha verificado, que usted es un Cliente Calificado según se define en la Ley de Regulación de Asesoramiento de Inversión, Marketing de Inversión y Gestión de Cartera de Inversión, 1995. En el caso de que su empresa deje de estar calificada como Cliente Calificado, se comunicará de inmediato con Banco Santander para realizar los ajustes correspondientes. Tailandia (TH): Al recibir la investigación de Banco Santander y sus afiliadas, usted reconoce y confirma, y Banco Santander ha verificado, que usted es un Inversor Institucional Calificado según se define en la Ley de Negocios Extranjeros BE 2542 (1999). En el caso de que su empresa deje de estar calificada como Inversor Institucional Calificado, se comunicará de inmediato con Banco Santander para realizar los ajustes correspondientes. Emiratos Árabes Unidos (EAU): Al recibir la investigación de Banco Santander y sus afiliadas, usted reconoce y confirma, y Banco Santander ha verificado, que usted es un Inversionista Profesional según se define en la Ley Federal N.º 14 de 2018. En caso de que su empresa deje de estar calificada como Inversionista Profesional, se comunicará de inmediato con Banco Santander para realizar los ajustes correspondientes. Canadá (CA). (Solo Alberta, Ontario y Quebec): Este informe es distribuido en Alberta, Ontario y Quebec por Santander US Capital Markets LLC. Brasil (BR): Este informe de investigación ("informe") es distribuido en Brasil por Banco Santander (Brasil) SA, una empresa regulada por la Comisión de Valores Mobiliarios de Brasil (CVM) y una subsidiaria de Banco Santander SA.

© 2024 Santander US Capital Markets LLC. Todos los derechos reservados.