



Análise

Bradesco

BBDC4

Produzido por SIMPLA CLUB

Gabriel Guimarães Bassotto

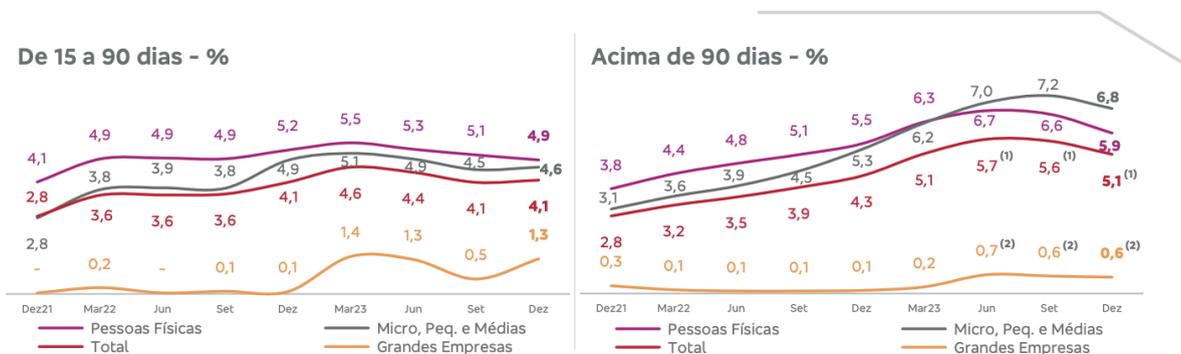
Última Atualização

Os resultados divulgados pelo Bradesco decepcionaram novamente o mercado financeiro. A atenção novamente ficou na carteira de crédito da instituição, que apesar de dar sinais de melhorias, ainda colhe os frutos do passado.

Isto é, o banco conseguiu acelerar a originação de crédito no segundo semestre do último ano, o que deve permitir um crescimento entre 7% e 11% da sua carteira de crédito para 2024.

A nova safra de crédito tem sido originada com uma qualidade superior, em que 97,1% estão classificadas nos *ratings* AA - C, enquanto nos últimos 12 meses esse indicador corresponde a 89,4% da carteira total. Diante de uma melhor qualidade de crédito, a inadimplência começou a cair, o que retroalimenta em mais originação de crédito.

Acontece que os resultados ruins ainda são consequência das safras de crédito mais antigas, quando o Bradesco tinha maior exposição a clientes mais arriscados e que sofreram com um cenário de juros mais elevados. Por causa disso, a instituição precisou aumentar sua provisão para devedores duvidosos (PDD) para garantir eventuais inadimplências. O estoque de PDD totalizou R\$54 bilhões, o que representa 8,6% da carteira de crédito.



Considerando cliente Large Corporate 100% provisionado: (1) 5,9%, 6,1% e 5,2%; e (2) 1,9%, 3,2% e 1,1%.

Inadimplência.
Fonte: RI Bradesco.

Vemos na figura acima que a inadimplência do Bradesco está se controlando, após ter atingido seu pico em meados de 2023. Nas operações acima de 90 dias, a inadimplência fechou em 5,1%, apresentando uma tendência de melhoria, embora ainda muito alta. O Itaú, por exemplo, reportou uma inadimplência acima de 90 dias de 2,8%.

Como o Bradesco está “limpando” sua base de ativos, sua carteira de crédito expandida encolheu 1,6% na comparação com o ano anterior. Com isso, a margem de juros com clientes apresentou queda de 4,3% no mesmo período, impactada pela redução do *spread* e pelo mix de produtos com menor risco (embora com mais qualidade).

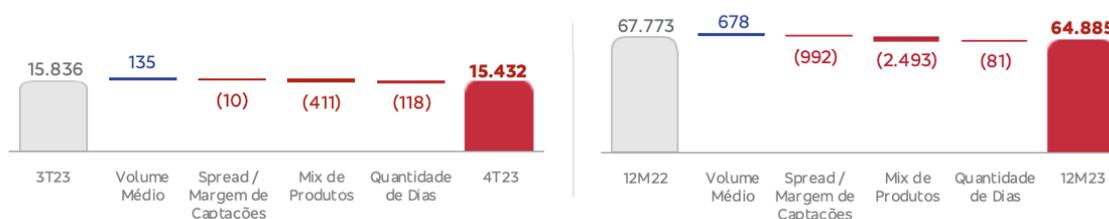


Carteira de crédito expandida.
Fonte: RI Bradesco.

Já a margem com mercado, que são os resultados provenientes da tesouraria do banco, saiu de um resultado negativo de R\$803 milhões no 4T22 para um saldo positivo de R\$696 no 4T23. Isto é, houve uma melhoria perceptível, mas ainda aquém de outros anos do Bradesco.

Por causa disso, a margem financeira total do Banco (soma da margem com clientes e com o mercado) caiu 3,3% no quarto trimestre em relação ao mesmo período do ano anterior, para R\$16,1 bilhão. O Banco espera que a margem financeira só vai recuperar o caminho de crescimento a partir do segundo semestre de 2024.

Varição da Margem com Clientes | R\$ milhões



Margem com clientes.

Fonte: RI Bradesco.

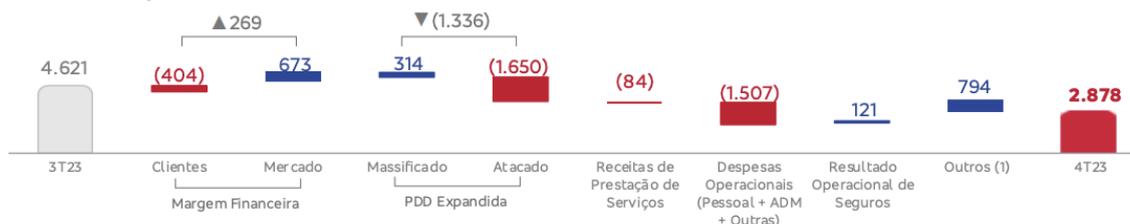
As receitas de prestação de serviços também vieram fracas e o Bradesco admite ter sido impactado por bancos como o Nubank. Existem muitas críticas de correntistas e investidores que alegam que a tecnologia do Bradesco não conseguiu acompanhar a evolução do mercado.

Ao proporcionar uma experiência do usuário mais defasada, a instituição encontra dificuldades em crescer na administração de consórcios, previdência, fundos, cartão de crédito, etc. No ano, as receitas de prestação de serviço atingiram R\$9,0 bilhões, queda de 2,4% na comparação anual.

Podemos dizer que o que salvou o resultado de uma decepção ainda maior foi o segmento de seguros, que apresentou um aumento de 31,4% do lucro líquido no ano, atingindo o valor de R\$2,5 bilhões e ROE de 24,8%. No trimestre, o lucro da unidade de seguros representou a maior parte do lucro total da instituição.

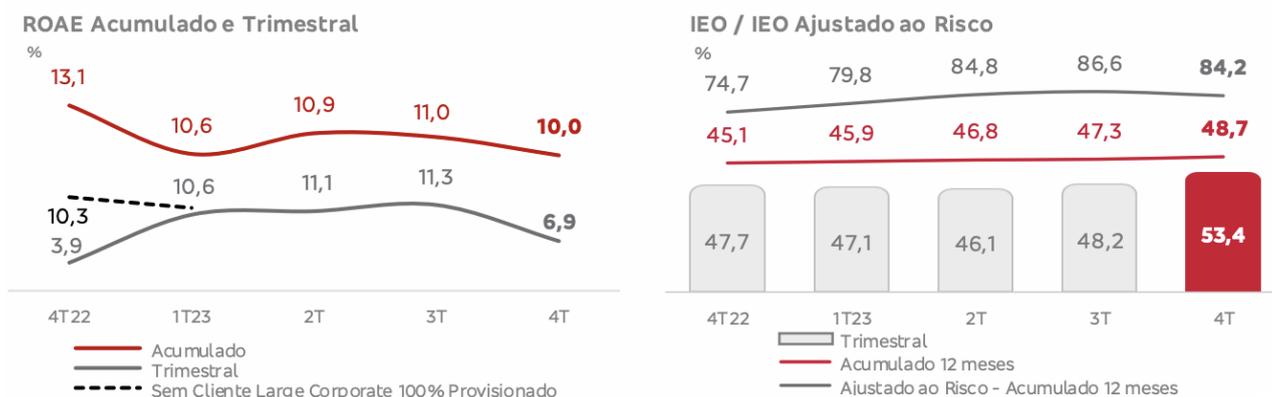
No agregado de todas as unidades, o lucro líquido do Bradesco em 2023 foi de R\$16,3 bilhões, sendo R\$2,9 bilhões no 4T23, com um ROE de 6,9%. Muito abaixo de seus pares, principalmente Itaú.

Movimentação do Lucro no Trimestre | R\$ milhões



ROE e Índice de Eficiência.

Fonte: RI Bradesco.



ROE e Índice de Eficiência.
Fonte: RI Bradesco.

O Índice de Eficiência, retratado na figura acima como IEO, continua em patamar elevado, o que reforça que o Bradesco está entregando resultados bem inferiores aos do Itaú, por exemplo.

A instituição reconheceu a necessidade de mudanças estruturais e anunciou um plano estratégico com ajuda de consultorias para os próximos 5 anos. Nesse plano, o Bradesco busca reformar aspectos de hierarquia, tecnologia, organização, custos e modelos de agências.

O *guidance* do Bradesco traz indício de que seus resultados vão demorar a se recuperar. Talvez isso só aconteça a partir de 2025, acreditando que em 2024 seu ROE deve continuar bem pressionado. Contudo, acreditamos que o pior já ficou para trás e a instituição vai se recuperar. Em caso positivo, suas ações podem se valorizar consideravelmente.

Área de Atuação



O Bradesco é o segundo maior banco privado do país, considerando o total de ativos, operações de crédito e volume de depósitos e captações. Os serviços oferecidos pelo Banco envolvem operações bancárias e não bancárias, entre essas temos empréstimos, operações de crédito, investimento, gestão de ativos, seguros e depósitos. Suas unidades estão descritas a seguir:

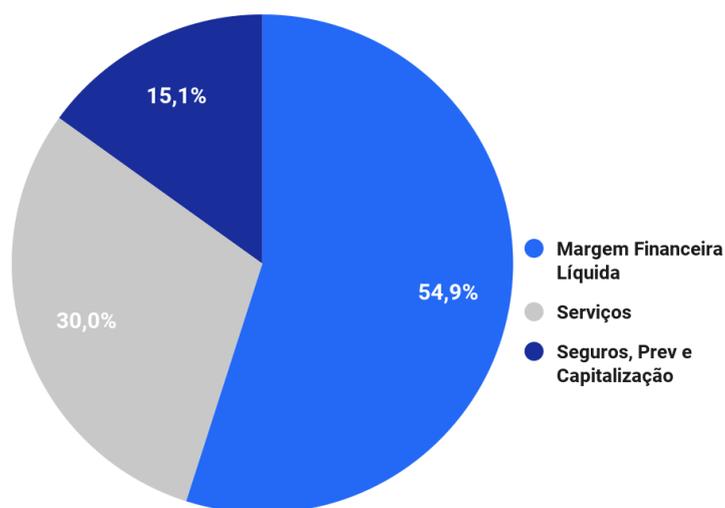
- ❖ **Margem Financeira:** compreende tudo aquilo que envolve a aplicação de juros. A margem financeira total é formada pela margem financeira com cliente, que são os juros provenientes da carteira de crédito, com a margem financeira com o mercado, que são os juros e títulos negociados na própria tesouraria do banco. Lembrando que o ganho principal do banco é o *spread* entre os juros que ele recebe de suas operações, subtraído dos juros de captação (poupança, CDBs, etc.).
- ❖ **Prestação de Serviços:** abrange tudo aquilo que envolve contas de depósito (poupança e conta corrente); serviços de recebimentos e pagamentos de fornecedores, salários, água, luz e outros; gestão e administração de recursos de terceiros (carteiras administradas, clientes *private*, ETFs, FIIs, etc.); serviços de investimento (assessoria de fusões e aquisições, *IPO*, *follow on*, Debêntures, etc.), receitas com cartão de crédito e débito, entre outros.
- ❖ **Seguros, Previdência e Capitalização:** essa unidade é responsável pela comercialização dos serviços oferecidos pela Bradesco Seguros, líder

do mercado, que envolvem os seguros de vida, saúde, automóvel, entre outros. Além disso, nesta unidade existe a administração de planos de previdência para pessoas físicas e jurídicas, assim como oferece títulos de capitalização.

Em vários dos produtos bancários e serviços prestados, o Bradesco é a maior ou está entre as maiores instituições financeiras do país. Além disso, a instituição detém 50,1% das ações da Elopac, *holding* de investimentos, que inclui a Alelo (cartões de benefício e pré-pagos), Liveloo (programa de fidelidade por coalizão), participação na Elo Serviços (bandeira de meios de pagamento) e no Banco Digio (banco digital voltado para emissão de cartões).

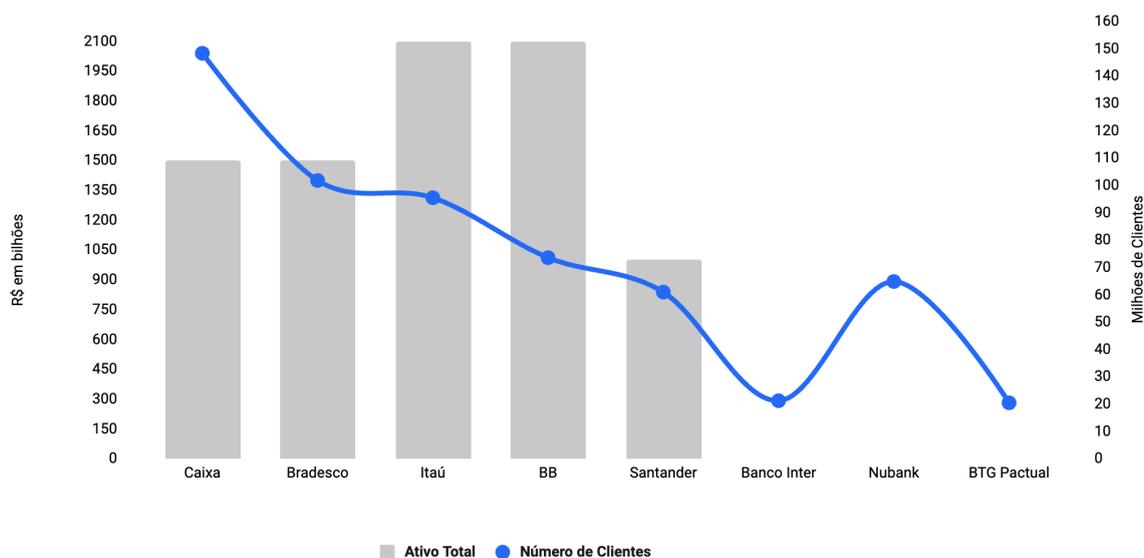
O Bradesco ainda detém 30% da empresa de soluções de pagamentos Cielo, 50% da Odontoprev, 25% da Fleury, além de ser dono integral da Ágora (uma das maiores corretoras do Brasil) e do banco digital Next, que já ultrapassa a marca de 10 milhões de clientes.

Na Figura 1 temos a composição da receita líquida do Banco. Em comparação com os anos anteriores, a unidade de seguros, previdência e capitalização ganhou relevância no faturamento total do Banco.



Composição da Receita Líquida.
Fonte: RI Bradesco.

Podemos entender a força do Bradesco a partir da quantidade de clientes ativos que o Banco possui, assim como a quantidade de ativos sob custódia. Apesar de ter mais clientes que o Itaú (maior banco privado do Brasil), o Bradesco tem menos ativos sob gestão. Tudo isso está na Figura 2.

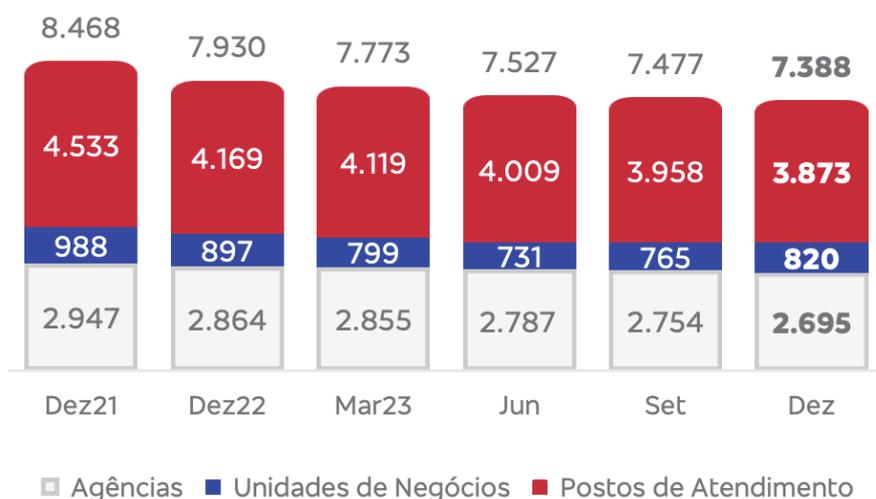


Cliente Ativos e Ativos sob Gestão.

Fonte: Banco Central/Banco Data/Elaboração Própria.

Atualmente, o Bradesco possui quase 2700 agências espalhadas por todo o território brasileiro, o que confere grande capilaridade nacional e força em regiões onde a digitalização ainda não é tão alta. Por outro lado, há alguns anos o Bradesco vem “enxugando” sua operação (Figura 3) e remodelando sua forma de atendimento, para modelos mais simples e de menor custo.

Isso é reflexo de os bancos digitais apresentarem uma estrutura de custos consideravelmente menor do que os “bancões”. Ao fechar agências, principalmente aquelas menos rentáveis e/ou em regiões economicamente mais enfraquecidas, o Bradesco consegue tornar seus serviços mais competitivos, já que seus custos são menores. Por exemplo, o *opex* (despesas operacionais) do Nubank é cerca de 95% inferior ao Bradesco.



Número de pontos de atendimento.
Fonte: RI Bradesco.

Além disso, o avanço das *fintechs*, que tomou força a partir de 2018, coincide com o momento em que a concentração dos serviços bancários no Brasil começou a se dispersar. Ainda assim, o mercado é muito concentrado e tem muito espaço para sua abertura, que deve continuar acontecendo nos próximos anos.

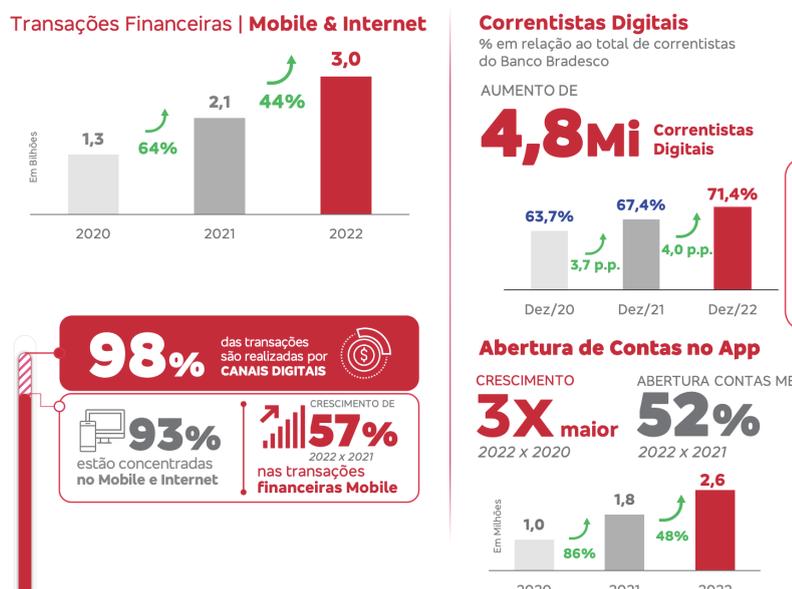
O reflexo está na potencial queda de rentabilidade dos grandes bancos, assim como menor receita em prestação de serviços, consequência do avanço do PIX, *open banking* e das margens de lucro bem estreitas dos bancos digitais. Apesar da expectativa no Brasil continuar sendo boa para bancos, podemos esperar uma redução geral em suas rentabilidades nos próximos anos, incluindo o caso do Bradesco, que já tem sido pressionado diante do crescimento do Nubank.

A “briga” com as *fintechs* também se torna acirrada quando analisamos a população brasileira desbancarizada. Sabendo que a maior parte dessas pessoas que não têm acesso aos serviços financeiros é devido à falta de dinheiro ou por considerarem esses serviços muito caros. Isso reforça a necessidade por redução de custos dos “bancões” e sua digitalização.

Por exemplo, em janeiro de 2020, cerca de 29% da população adulta brasileira era desbancarizada. Mas graças ao *coronavoucher* (auxílio emergencial distribuído durante a pandemia), esse indicador atingiu 21% dos adultos em 2021 e, ainda, ajudou na inserção e transição digital da população de uma forma geral.

Apesar do Brasil ainda ser o país da América Latina mais avançado na bancarização dos adultos, ainda estamos longe dos países desenvolvidos. E por isso, esses conseguem emitir mais cartões de crédito e realizar mais empréstimos e financiamentos, tudo isso se traduzindo em maior receita aos bancos.

Atualmente, 98% das transações são realizadas por canais digitais, considerando *internet banking*, aplicativos Bradesco, ATMs e fone fácil, sendo que 93% estão concentradas no *mobile* e *internet*. Na Figura 4 vemos alguns avanços do Banco nessa iniciativa.



Avanço Digital.
Fonte: RI Bradesco.

Contudo, alguns feedbacks colhidos na *internet* sinalizam que a digitalização do Bradesco ainda está mais lenta do que em outros bancos. A experiência do usuário tem sido defasada e isso pode estar

comprometendo o posicionamento de mercado da instituição. Apesar de serem *feedbacks* isolados, vemos iniciativa da gestão do Banco em acelerar a digitalização e melhorar seus processos, evitando que as *fintechs* e o Itaú abram distância.

Histórico da Empresa

Surgia em Marília/SP, no ano de 1943, o Banco Brasileiro de Descontos, atual Bradesco. A estratégia inicial do banco era atrair o pequeno comerciante, o funcionário público e pessoas de modesta renda. Assim o Banco se descrevia, e acreditava que poderia crescer frente aos bancos que focavam nas classes mais abastadas.

Com apenas oito anos de atividade, o Bradesco se tornou o maior banco privado do Brasil, expandindo para mais estados.

Na década de 1970, durante o milagre econômico brasileiro (quando o país crescia acima dos 10% anualmente) a expansão do Bradesco foi favorecida, já que esse passou a atuar no segmento de crédito, com o financiamento de veículos e projetos agropecuários, por exemplo.

Além do crescimento orgânico, o Banco incorporava outras instituições financeiras. Até que completou, em 1978, a marca de mil agências espalhadas por todo o território brasileiro.

A partir da década de 1980, alguns avanços tecnológicos marcaram a década, com o surgimento das primeiras agências com autoatendimento. Além disso, o Bradesco formou o Bradesco Seguros, que até hoje tem grande importância ao Banco.

Nos anos de 2000, visando a redução de custos ao cliente e ganhos de escala, o Banco Central incentivou as grandes instituições financeiras a realizarem fusões e aquisições. O Bradesco fez 20 incorporações em uma década.

Em 2016 ocorreu a maior aquisição do Banco, comprando o HSBC por R\$16 bilhões.

Governança Corporativa

O Bradesco está inserido no segmento de listagem Nível 1, o menor nível de aplicação das Boas Práticas de Governança Corporativa. Porém, isso acaba sendo normal entre os bancos, com apenas o Banco do Brasil sendo listado no Novo Mercado.

Apesar disso, o Bradesco integra a carteira do GOV11, ETF que segue as empresas de boa governança. Ou seja, apesar de não estar listado em um melhor segmento, o Banco consegue cumprir critérios do ESG (na sigla em inglês *Environmental, Social and Governance*), que mede as práticas ambientais, sociais e de governança de uma empresa.

Na estrutura acionária vemos a presença da família Aguiar, fundadora da instituição. O Banco possui controle bem definido, representado pela Fundação Bradesco (Figura 5).

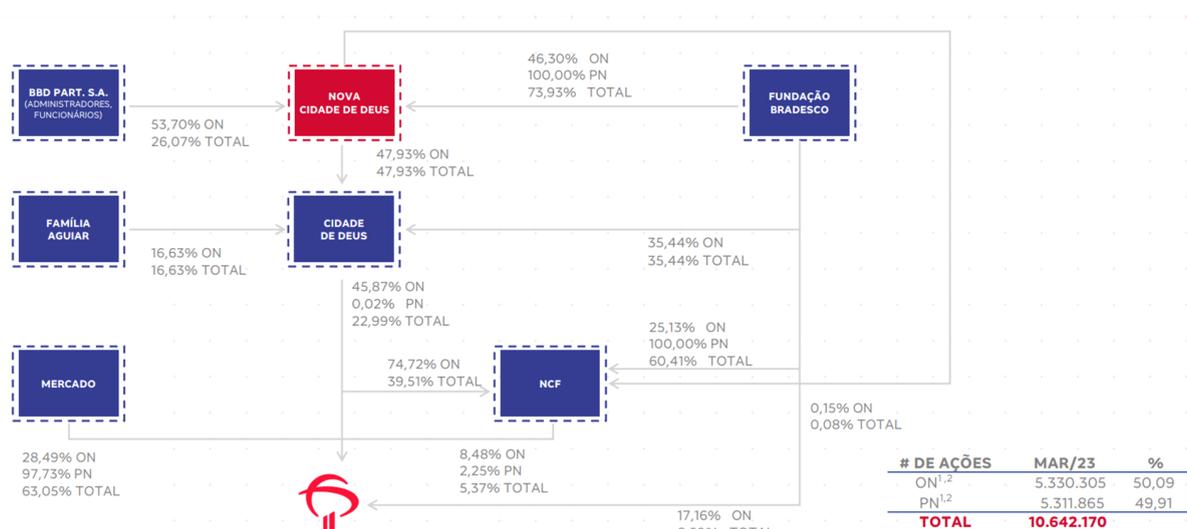


Figura 5 – Estrutura acionária.
Fonte: RI Bradesco.

Também através dessa Figura, vemos o quanto os administradores executivos do Bradesco possuem de participação no capital social do Banco, o que demonstra grande alinhamento de interesses.

Além disso, os cargos de *CEO* e Vice-Presidente do Bradesco são preenchidos por executivos respeitados pelo mercado, que construíram carreira dentro do Banco ou entre suas coligadas. Podemos enxergar a cultura meritocrática ao notar que o *CEO* começou sua jornada na Organização Bradesco há 20 anos.

Marcelo Noronha assumiu o comando da instituição em 2023 e acumula experiência em outros bancos, além do Bradesco. Na instituição atual, já foi responsável pela unidade de cartões (inclusive Cielo e Elo) e vice-presidente de varejo.

Noronha será o responsável por promover uma grande transformação no Bradesco em diferentes níveis. O objetivo é cultivar uma cultura de transformação, que permita agilidade no alcance em escala. Nos últimos anos, o Bradesco não conseguiu acompanhar a evolução do mercado, principalmente em tecnologia.

A nova estrutura organizacional será dividida em dois blocos: (i) Run The Bank, que será focado em ganhos de eficiência e rentabilidade, enquanto o (ii) Change The Bank ficará centrada em transformações.

Riscos do Negócio

Quando o cenário macroeconômico está adverso e com a inflação em ascensão, recorreremos ao aumento dos juros, que para o Banco também pode se tornar um problema à medida que o custo de captação de recursos aumenta.

Logo, o Risco Financeiro envolve a incapacidade do Bradesco em não conseguir manter saudável sua margem financeira. Isto é, captar recursos

com maior custo e não conseguir repassá-lo integralmente aos seus clientes, podendo reduzir seu lucro.

Da mesma forma, o aumento de juros leva a uma maior inadimplência por parte dos tomadores de recursos, que por sua vez podem resultar em maior *spread* bancário. Com taxas de juros em alta e maior *spread* bancário, pode existir um cenário de menor demanda por operações de crédito.

Ainda, a consequência de um ambiente econômico desastroso pode resultar em uma maior provisão para devedores duvidosos e, assim, reduzir o lucro do Banco. Por fim, o Brasil pode reduzir seu *rating* de crédito e, mais uma vez, impactar os bancos à medida que o custo de captação de recursos aumenta.

Além disso, temos o Risco de Mercado vindo do avanço das *fintechs*. Não sabemos até onde essa disputa pode chegar, mas é fato que isso resultará em um mercado menos lucrativo e rentável para todos os *players*.

Por fim, o Risco de Regulamentação, já que sabemos que as instituições financeiras são estratégicas para o curso da economia. Não sabemos de projetos de lei, medidas provisórias ou quaisquer decisões que possam impactar nos resultados do Bradesco.

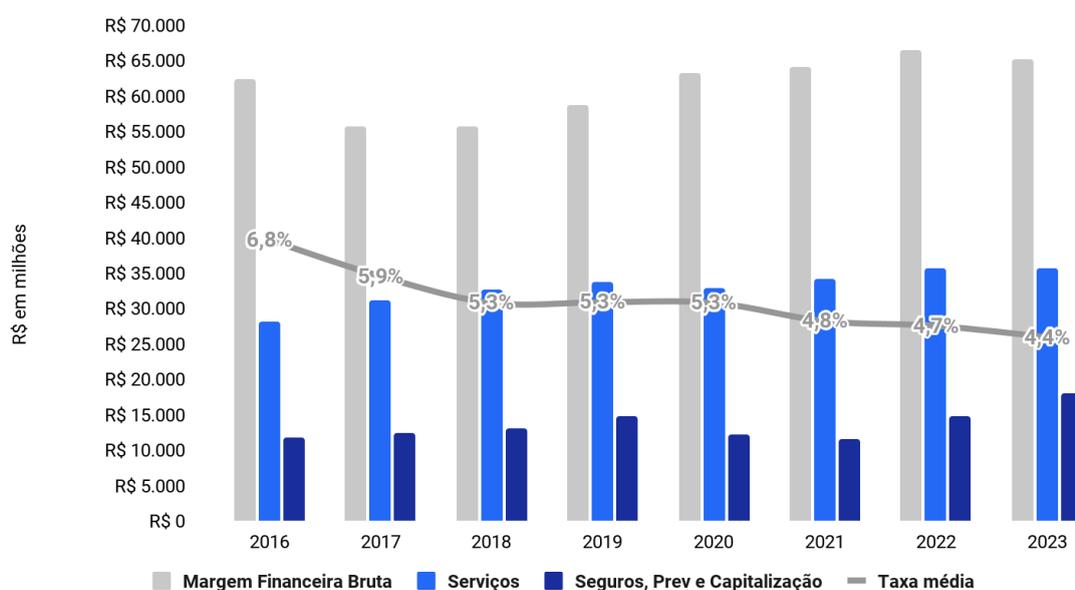
Resultados Anteriores

Por já ser uma grande instituição financeira, presente em todo o território nacional e com concorrência crescente, faltam gatilhos para imaginarmos o Bradesco crescendo em um ritmo acelerado.

Contudo, mesmo que não seja mais na mesma velocidade de décadas atrás, a instituição ainda apresenta um crescimento que tende a acompanhar o desempenho da economia. Porém, para nós, será mais

importante compreender qual é a qualidade desse crescimento do que sua velocidade.

Primeiramente, vamos analisar como seu faturamento se comportou ao longo dos últimos anos, segmentado pelas fontes de receitas, conforme mostra a figura abaixo. Lembramos que a partir de 2016 houve a consolidação com o HSBC.



Receita por segmento.

Fonte: RI Bradesco.

Vemos que a margem financeira bruta, receita com seguros, previdência e capitalização, assim como a receita de prestação de serviços se estabilizaram. Entre esses serviços temos as receitas advindas de câmbio, gestão de recursos, conta corrente (DOC, TED, manutenção de conta, etc.) e cartão de crédito (anuidade do cartão, juros).

Apesar de ser difícil de mensurar, o avanço dos bancos digitais - com serviços mais baratos ou até gratuitos - ainda não causou um impacto tão forte no faturamento do Bradesco como poderíamos imaginar.

Nos últimos 5 anos, a receita com prestação de serviços aumentou cerca de 1,5% ao ano. É verdade que esse avanço é baixo, inclusive abaixo da inflação

no período. Mas mesmo não tendo facilidade em expandir seu volume, essa linha de receita se mostrou resiliente e continua bem relevante no resultado consolidado.

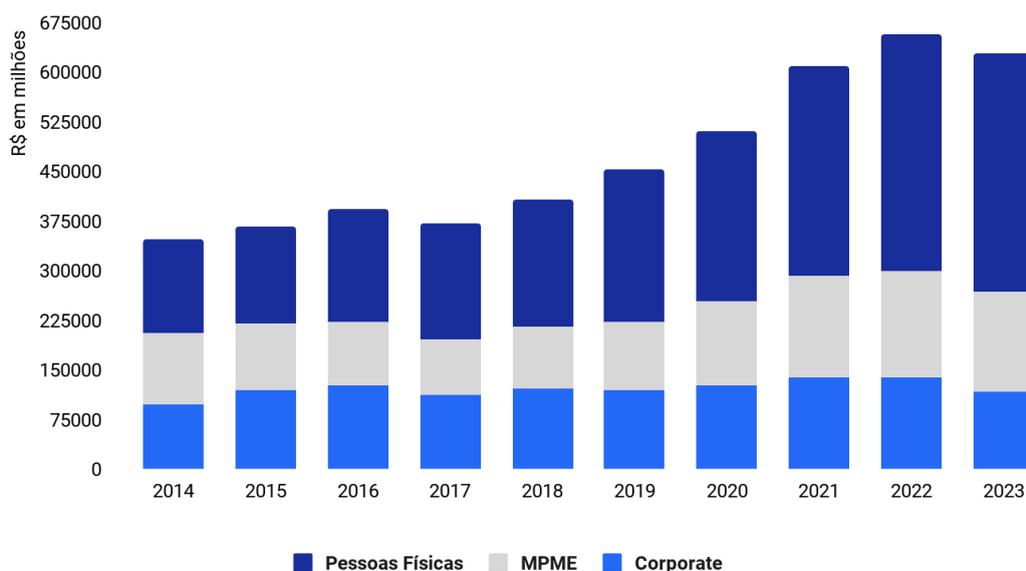
Isso porque as inovações no mercado financeiro não se deram apenas no âmbito das *fintechs*, mas também com o lançamento do PIX e com o movimento *open finance* — o que permite que os bancos menores sejam mais competitivos frente aos maiores *players*. Tudo isso exerce pressão nas linhas de faturamento dos grandes bancos. Parte da queda de rentabilidade do Bradesco está explicada aqui.

Em segundo lugar, analisamos o desempenho do segmento bancário. A margem financeira bruta teve um aumento de 2,6% ao ano nos últimos cinco anos, também abaixo da inflação e inferior ao crescimento da carteira de crédito. Isso é um sinal de que a taxa média caiu, sinal que sua carteira de crédito e ativos mantidos em tesouraria pioraram.

A margem financeira bruta de um banco é formada pela soma da margem com cliente e margem com mercado. Geralmente a primeira parcela é bem mais relevante do que a segunda e onde, de fato, conseguimos analisar a qualidade da carteira de crédito.

No caso do Bradesco, a média de *spread* bancário é menor do que no Itaú, o que ilustra mais uma ligeira diferença de qualidade entre as operações. E assim como no concorrente, o Bradesco também viu seu *spread* reduzir nos últimos anos e tentou compensar esse efeito a partir do crescimento da carteira entre pessoas físicas.

Essa estratégia, apesar de ter levado ao crescimento da carteira de crédito, também trouxe fragilidades. Isso mostra que a qualidade desse crescimento se perdeu no meio do caminho e, por conta disso, o Bradesco vai precisar promover uma otimização da sua carteira de clientes novamente, assim como já fez no passado recente.

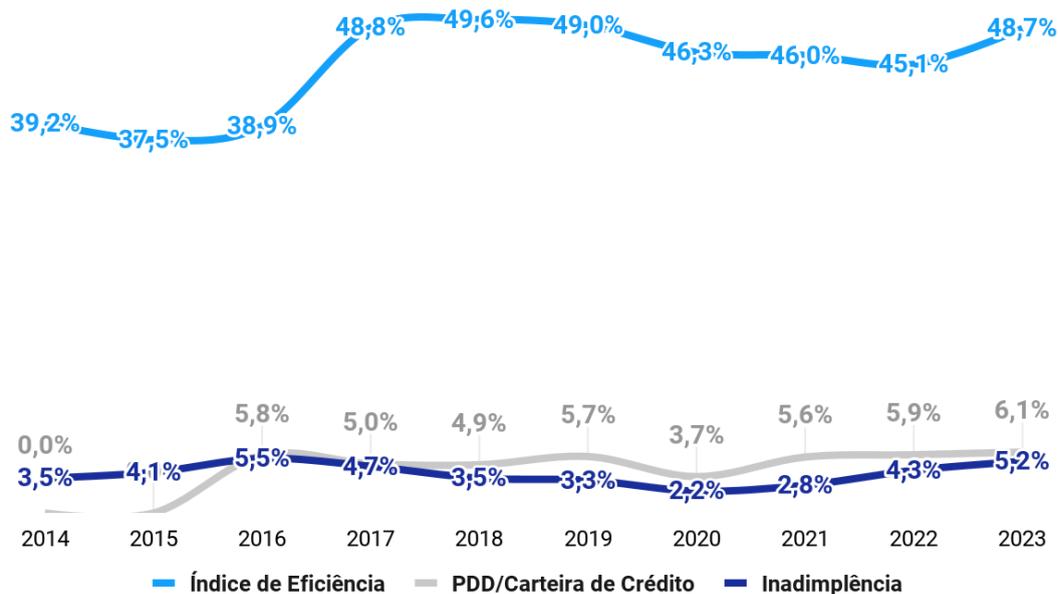


Carteira de Crédito.
Fonte: RI Bradesco.

Em reflexo disso, o Bradesco possui alguns indicadores relativamente piores, como a inadimplência e a média de provisões para devedores duvidosos em relação à sua carteira de crédito. No geral, o Itaú consegue trazer mais retorno ao investidor quando analisamos seu ROE.

Quando há mais crédito em classes com maior risco de crédito, é normal que exista uma cobrança maior de juros por parte do Banco. Apesar de receber mais dinheiro, é importante conseguir gerenciar esse risco da melhor forma possível, pois o maior *spread* pode não compensar se existir um nível de inadimplência maior. Vale ressaltar que o Bradesco tem muita qualidade em toda essa operação, mas não tão forte quanto o Itaú, que é a referência no setor.

Na figura a seguir, vemos importantes indicadores que retratam a qualidade da carteira de crédito do Banco, além da sua eficiência. O Índice de Eficiência é importante para medir a produtividade das agências bancárias. Atualmente, o Bradesco está com o pior indicador entre os bancos brasileiros.



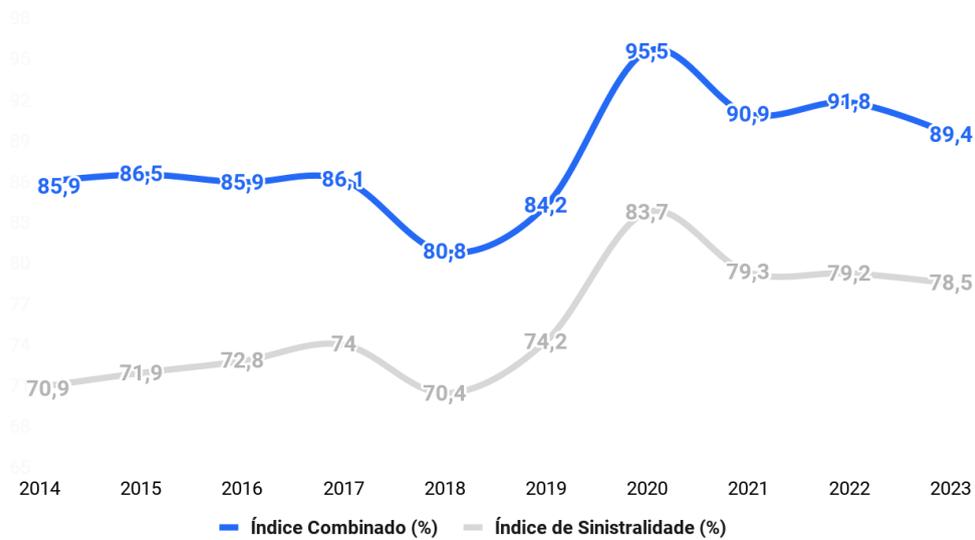
Eficiência e Qualidade da Carteira de Crédito.

Fonte: RI Bradesco.

A unidade de seguros foi a que apresentou o melhor resultado, com expansão média de 4,8% ao ano durante os últimos 5 anos, além de ter melhorado seus indicadores de qualidade (Índice de Sinistralidade e Índice Combinado). Embora a leitura de ambos seja quanto maior, pior o resultado, o significado dos dois é diferente.

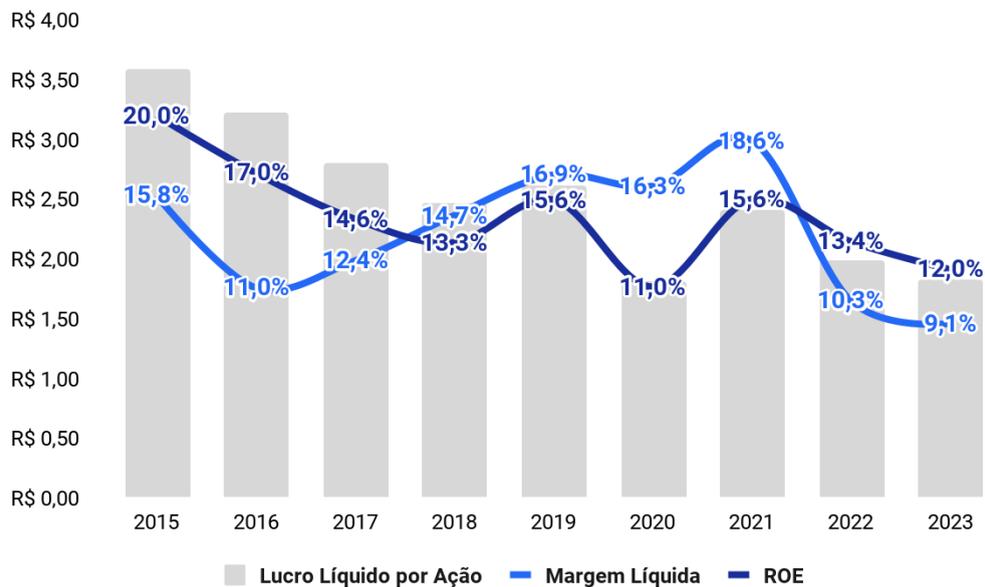
O primeiro refere-se aproximadamente ao custo do serviço prestado em relação a todos os prêmios emitidos. Já o segundo, diz respeito a todos os custos do serviço prestado, além de despesas com vendas e administração dos planos em relação ao total de prêmios emitidos. Logo, quando esses indicadores estão acima de 100%, é sinal de prejuízo.

Como podemos ver, ao longo dos últimos anos, os indicadores apresentavam uma tendência de estabilidade, sendo duramente comprometidos a partir de 2020, com o advento da pandemia. Ainda assim, antes da pandemia, a companhia já vinha deteriorando seus indicadores nessa operação.



Sinistralidade e Índice Combinado.
Fonte: RI Bradesco.

Porém, no agregado, é possível perceber que os últimos resultados foram fracos, principalmente por uma baixa eficiência nas agências, por uma carteira de crédito com menor *spread*, inadimplência relativamente alta entre os bancões e, ainda, aumento súbito da PDD.



Lucro por ação e rentabilidade.
Fonte: RI Bradesco.

Por fim, sobre sua saúde financeira, notamos que mesmo diante de alguns problemas na sua carteira de crédito, a solidez do Bradesco ainda é visível, tendo um alto nível de cobertura para as operações vencidas acima de 90 dias (por padrão, convencionou-se que essas operações são “perdidas” para os bancos). O alto Índice de Basileia também comprova a alta solvência da Instituição em seus resultados.

Apesar de atestar a solvência e solidez em sua operação, ambos os indicadores estão abaixo da sua média histórica. O que indica que o Banco precisará provisionar mais recursos e diminuir o ritmo de crescimento da sua carteira de crédito, caso queira voltar à sua normalidade.

Seu *dividend yield* atual já é prova dessa situação. Para os próximos anos, a expectativa do mercado é que a distribuição de dividendos fique entre 6% a 8% ao ano.

Valuation

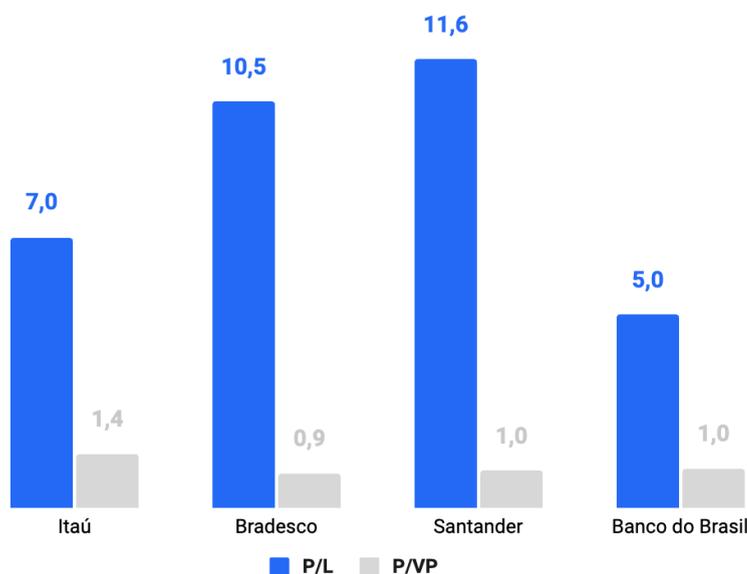
Análise de Múltiplos

O método consiste na análise dos múltiplos das empresas. Para que sua eficiência seja atestada, é coerente que se compare empresas do mesmo setor de atuação e que, ainda por cima, essas empresas estejam no mesmo ciclo de vida. Isto é, se estão em expansão, maturidade ou decaimento de suas atividades.

Para a comparação de múltiplos, escolhemos instituições similares ao Bradesco; como Itaú (ITUB4), Santander (SANB11) e Banco do Brasil (BBAS3).

❖ **P/L:** indica o quanto os acionistas estão dispostos a pagar pelo lucro da companhia, de outra forma, quantos anos os acionistas estão dispostos a investir de maneira a recuperar seu aporte inicial.

❖ **P/VP:** é a relação entre o valor de mercado e o valor patrimonial da empresa. Valor patrimonial é o capital restante depois de já terem sido descontadas todas as obrigações de capital de terceiros, em outras palavras, é o capital que sobra para os acionistas.



*Comparação de múltiplos.
Fonte: FactSet/Elaboração Própria.*

Considerando o histórico de Bradesco e Itaú, poderíamos esperar que seus múltiplos de preço convergissem. Acontece que nos últimos resultados, o Bradesco apresentou números bem inferiores, o que distorceu essas comparações. No caso do P/L, como o lucro do Bradesco foi inferior às expectativas iniciais, esse múltiplo está mais alto do que o Itaú.

Contudo, conforme veremos na próxima figura, o mercado acredita que a instituição vá se recuperar gradualmente, melhorando sua rentabilidade e sua geração de lucro. Por isso, os múltiplos futuros são bem abaixo dos múltiplos atuais.

Já no P/VP, o mercado está precificando que o banco vai continuar destruindo valor para o seu acionista. Isto é, seu lucro pode até aumentar, mas esse aumento ainda será inferior ao custo de capital.

Por causa desse cenário, acreditamos que os múltiplos de Bradesco estão descontados, uma vez que acreditamos na sua recuperação e geração de valor futura.

É verdade que essa recuperação não vai acontecer repentinamente. Devido ao tamanho da instituição, as melhorias são feitas e sentidas gradualmente. A própria gestão admite que o ano de 2024 será de transição e somente a partir de 2025 devemos esperar por uma melhoria nos resultados.



Comparação de múltiplos históricos.
Fonte: FactSet/Elaboração Própria.

Método do Retorno em Excesso

Já que não existe uma separação clara entre capital de terceiros e capital próprio em instituições bancárias, não conseguimos utilizar do Método do Fluxo de Caixa Descontado.

O Método do Retorno em Excesso, todavia, tem semelhanças algébricas, como, por exemplo, a projeção de retornos no futuro e trazendo-os a valor presente a um custo. Nesse caso, projetamos como o patrimônio líquido pode crescer para os próximos anos, considerando anos de maior crescimento e seguido do crescimento na perpetuidade.

Por isso, esse método também tem como objetivo fazer uma estimativa reversa do mercado. Em outras palavras, o objetivo dessa análise consiste em avaliar, dado o preço das ações, qual seria o crescimento esperado pelo mercado em relação à companhia.

Assim sendo, consideramos que o ROE do Bradesco para os próximos cinco anos seja crescente de 11% até 15%, seguido de um ROE na perpetuidade de 16%. Essa é uma projeção realista e vai ao encontro das estimativas do mercado.

Ao mesmo tempo que estimamos um aumento do ROE, estimamos um ritmo decrescente de crescimento de 8% ao ano, até atingir sua perpetuidade, com crescimento de 4% anualmente.

Para tornar a possibilidade de cenários mais ampla, chegamos na figura abaixo, em que traçamos uma análise de sensibilidade com duas principais variáveis: crescimento e rentabilidade, ambas na perpetuidade.

Não é nenhuma promessa ou certeza que as ações do Bradesco deveriam valer o que está sendo marcado na figura abaixo. Contudo, são estimativas bem razoáveis e com um conservadorismo relevante. Acreditamos que há boa margem de segurança para isso.

	Valor da Ação								
ROE	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%
14,0%	R\$ 17,25	R\$ 17,26	R\$ 17,26	R\$ 17,27	R\$ 17,27	R\$ 17,28	R\$ 17,28	R\$ 17,29	R\$ 17,29
14,5%	R\$ 17,75	R\$ 17,76	R\$ 17,77	R\$ 17,77	R\$ 17,78	R\$ 17,79	R\$ 17,80	R\$ 17,80	R\$ 17,81
15,0%	R\$ 18,25	R\$ 18,26	R\$ 18,27	R\$ 18,28	R\$ 18,29	R\$ 18,30	R\$ 18,31	R\$ 18,32	R\$ 18,33
15,5%	R\$ 18,75	R\$ 18,76	R\$ 18,77	R\$ 18,79	R\$ 18,80	R\$ 18,81	R\$ 18,82	R\$ 18,83	R\$ 18,85
16,0%	R\$ 19,25	R\$ 19,26	R\$ 19,28	R\$ 19,29	R\$ 19,31	R\$ 19,32	R\$ 19,34	R\$ 19,35	R\$ 19,37
16,5%	R\$ 19,75	R\$ 19,76	R\$ 19,78	R\$ 19,80	R\$ 19,82	R\$ 19,83	R\$ 19,85	R\$ 19,87	R\$ 19,88
17,0%	R\$ 20,25	R\$ 20,27	R\$ 20,29	R\$ 20,31	R\$ 20,32	R\$ 20,34	R\$ 20,36	R\$ 20,38	R\$ 20,40
17,5%	R\$ 20,75	R\$ 20,77	R\$ 20,79	R\$ 20,81	R\$ 20,83	R\$ 20,86	R\$ 20,88	R\$ 20,90	R\$ 20,92
18,0%	R\$ 21,24	R\$ 21,27	R\$ 21,29	R\$ 21,32	R\$ 21,34	R\$ 21,37	R\$ 21,39	R\$ 21,42	R\$ 21,44

*Análise de Sensibilidade.
Fonte: Elaboração Própria.*

Opinião do Analista

O Bradesco está entre as instituições mais sólidas de todo o Brasil, que por sua vez, tem muitos dos bancos mais rentáveis do mundo. Estamos falando de um Banco perene, com grande *market share* e, historicamente, sempre muito bem administrado. Inclusive com reconhecimento do principal concorrente: Itaú.

Apesar do aumento de concorrência, que provavelmente vai pressionar a margem de lucro e a rentabilidade de todo o setor, o Bradesco ainda tem se mostrado muito resiliente e conseguiu avançar em todas as suas unidades.

Temos que lembrar que esse é um banco muito capitalizado, por isso, eventuais mudanças no mercado são bem absorvidas pela empresa, que tem recursos e tecnologia de primeira qualidade para se adaptar. Não só, o Banco pode desenvolver sua própria tecnologia, como também adquirir outras empresas do ramo.

Não podemos esperar do Bradesco um grande crescimento. Por outro lado, sabemos que mesmo em época de crise, quando todo o setor financeiro sofre, o Banco consegue ser mais protegido do que a média do mercado.

É verdade que a atual fase da instituição não é boa, com uma carteira de crédito aumentando sua inadimplência de forma consecutiva. Tudo isso ainda foi agravado pelo rombo fiscal na Americanas, que levou o Bradesco a provisionar toda sua dívida com a varejista.

Pela avaliação histórica dos múltiplos, vemos que o Bradesco negocia com desconto em relação ao seu passado e ainda com capacidade de superar as expectativas do mercado em relação ao Modelo de Retorno em Excesso. Dessa forma, temos recomendação de compra para as ações do Bradesco (BBDC4).

Equipe



Gabriel Bassotto

Analista CNPI especialista em

Ações Brasileiras



Carlos Júnior

Analista CNPI especialista em

Fundos Imobiliários



Thiago Armentano

Analista CNPI especialista em

Investimentos no Exterior



Pedro Despessel

Analista CNPI especialista em

Ações Brasileiras

Acompanhamento

relatório atualizado em 17.02.2024

Nossa equipe de analistas está atenta a todas as movimentações relevantes, mantendo os *rankings* e seus respectivos fundamentos atualizados todas as semanas. Em caso de grandes mudanças, os relatórios também podem ser atualizados.

Disclaimer

Todas as análises aqui apresentadas foram elaboradas pelo analista de valores mobiliários autônomo Gabriel Guimarães Bassotto (CNPI EM-2470), com objetivo de orientar e auxiliar o investidor em suas decisões de investimento; portanto, o material não se constitui em oferta de compra e venda de nenhum título ou valor imobiliário contido. O investidor será responsável, de forma exclusiva, pelas suas decisões de investimento e estratégias financeiras. O relatório contém informações que atendem a diversos perfis de investimento, sendo o investidor responsável por verificar e atentar para as informações próprias ao seu perfil de investimento, uma vez que as informações constantes deste material não são adequadas para todos os investidores. Os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório declaram, nos termos da Resolução CVM nº 20/2021, que as recomendações do relatório de análise refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à pessoa jurídica à qual estão vinculados. Além disso, os analistas envolvidos não estão em situação que possam afetar a imparcialidade do relatório ou que possam configurar conflitos de interesse. A elaboração desse material se deu de maneira independente, e o conteúdo nele divulgado não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído, no todo ou em parte, a terceiros, sem autorização prévia.

