

Bradesco

Lucro bom é lucro no bolso!

Atualizando o case e a recomendação

Este relatório é uma atualização para as ações BBDC4, reduzindo nossa recomendação após a alta expressiva ao longo do ano.

Diversificação de fontes

Cerca de 67% do lucro líquido do Bradesco é advindo de operações não relacionadas diretamente à intermediação de crédito. No 1S17 os seguros representaram 28% do lucro, serviços 30% e TVM/Outros contribuíram para 9% do lucro. Intermediação de crédito somou 33% do lucro.

Resultados recentes dentro do esperado mas com sinalização de melhora

Os resultados do Bradesco referentes ao 2T17 e 1S17 vieram dentro das expectativas, mas com sinalização de que o pior possa ter ficado para trás. Possivelmente veremos expansão dos indicadores para frente, sobretudo das carteiras de crédito. O lucro líquido somou R\$ 4,7 bilhões no trimestre e R\$ 9,4 bilhões no acumulado semestral, apresentando expansão de 13% no período. A qualidade do crédito consolidado continuou a melhorar, com a inadimplência reduzindo 0,7p.p. Se olharmos cada segmento, tivemos melhora em todos eles na comparação trimestral. Por outro lado, a carteira de crédito (até então) ainda mostrou queda de 7,2%, mesmo com alguns sinais de evolução. A margem financeira de juros foi um dos destaque negativos, com queda de 5,5% no semestre.

PDV

O programa de demissão voluntária do Bradesco ficou levemente acima das expectativas ao totalizar 7,4 mil adesões. Tal programa pode resultar em economia anual da ordem de 4% do lucro do banco.

Revisão de guidance pode ser estímulo para realização de lucros

O Bradesco revisou suas expectativas para 2017 quando publicou os resultados referentes ao 1S17, mostrando menor otimismo para o ano corrente. A carteira de crédito expandida "pró-forma" deverá apresentar redução neste ano entre -5% e -1%, quando anteriormente se esperava crescimento positivo de 1% a 5%. A margem financeira de juros também foi revista para baixo, passando do intervalo de -4% a 0% para -5% a -1%. As receitas com prestação de serviços também tiveram suas perspectivas reduzidas, passando de expansão de 7% a 11% para 2% a 6%. Por outro lado, a expectativa para prêmios de seguros ficou estável (expansão entre 4% e 8%) e expectativa de menor despesa com PDD, passando do intervalo entre R\$ 21 a R\$ 24 bi para R\$ 18 a R\$ 21 bilhões na última revisão.

Basiléia

Mesmo tendo índice de Basiléia Nível 1 - Capital Principal - de 11,8% contra 12,9% em média dos principais bancos brasileiros, não consideramos a necessidade de aumento de capital no Bradesco nos próximos dois anos. O Capital Nível I simulado do Bradesco com regras integrais de Basileia III poderia chegar a 12,8%.

Recomendação

As ações do Bradesco já valorizaram quase 40% no ano de 2017, incorporando a melhora do ambiente econômico para o setor. As ações preferenciais do Bradesco estão sendo negociadas com múltiplo implícito de 1,9x P/VPA para o curto prazo (2017), sendo que a média histórica fica mais próxima de 1,6x. O retorno sobre o capital (ROE) esperado é de 17,4% para 2017 e 2018. As operações do Bradesco devem permanecer rentáveis nos próximos períodos, contudo, este cenário parece estar precificado nos ativos em bolsa. Com este cenário base, estamos reduzindo nossa visão de "positiva" para "neutra" para o desempenho das ações do Bradesco, recomendando (apenas) manutenção dos ativos em carteiras diversificadas. O dividend yield esperado é de 3,3% para 2018.

Neutro

Preço Atual: R\$ 35,80

20-set-17

Celson Plácido, CNPI

(11) 3526-1866

celson.placido@xpi.com.br

Marco Saravalle, CNPI

(11) 3027-2285

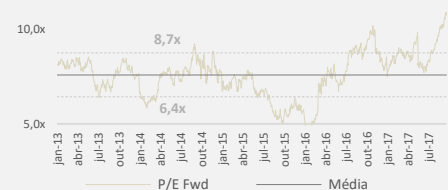
marco.saravalle@xpi.com.br

Bruna Pezzin, CNPI

(11) 3526-1452

bruna.pezzin@xpi.com.br

Evolução P/E Est - BBDC4



Cenários de Preço

	P/E	Preço	Var %
Hoje	10,7x	R\$ 35,80	-
Base	11,6x	R\$ 39,00	9% ↑
Ótimo	12,1x	R\$ 40,70	14% ↑
Stress	9,7x	R\$ 32,40	-9% ↓

Fontes: XP Investimentos

Principais Múltiplos

	2017E	2018E
P/E	11,7x	10,7x
EV/EBITDA	-	-
P/B	1,9x	1,8x
Dividend Yield*	2,9%	
Dívida Líq/EBITDA**	-	

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos. *2017. **2T17.

Gráfico 1. Histórico de Preço e Possíveis Cenários | 2018



Fontes: Bloomberg e XP Investimentos.

CENÁRIO BASE

R\$ 39,00 (+9%)

Em nosso cenário base o Banco Bradesco continua entregando expansão de resultados, dentro das expectativas (guidance). Os próximos anos (2017 e 2018) deverão ser de satisfatória expansão do lucro com rentabilidade em patamar considerado elevado.

CENÁRIO ÓTIMO

R\$ 40,70 (+14%)

Em nosso cenário otimista o Banco Bradesco apresenta resultados na faixa superior (ou até superando marginalmente) das expectativas, com expansão de lucro e crescimento da rentabilidade sob o patrimônio. Portanto, neste cenário, os principais indicadores caminham para o lado otimista.

CENÁRIO STRESS

R\$ 32,40 (-9%)

Em nosso cenário de stress, o Banco Bradesco pode apresentar algumas "surpresas" negativas, sobretudo em provisões adicionais ou desempenho abaixo da expectativa, com destaque para

Tabela 1. Consenso Bloomberg

R\$ Milhões	2015	2016	2017E	2018E
Receita Líquida	90.252	94.577	99.477	101.857
Crescimento A/A		5%	5%	2%
EBITDA	-	-	-	-
Crescimento A/A		-	-	-
Margem EBITDA	-	-	-	-
Lucro Líquido	17.873	17.121	18.509	20.415
Crescimento A/A		-4%	8%	10%
Margem Líquida	19,8%	18,1%	18,6%	20,0%

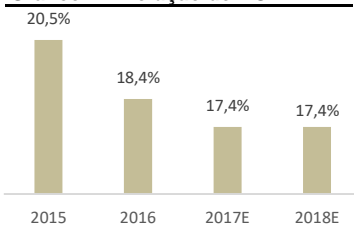
Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

Tabela 2. Outras Informações

R\$ Milhões (Exceto %)	
Dívida (Caixa) Líquido	-
Ações em Circulação	6.085
Market Capitalization	214.272
Performance da Ação	
Últ. Semana	0%
Últ. Mês	7%
Acumulada Ano	37%
Últimos 12 Meses	42%

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos

Gráfico 2. Evolução do ROE



Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

CATALISADORES

1. Crescimento das carteiras. Reforçamos nossa visão de que o ano de 2017 não deverá apresentar forte recuperação na demanda por crédito. No entanto, lembramos que o indicador certamente se expandirá e que poderemos ter surpresas positivas ao longo do 2º semestre do ano. As sinalizações até o momento são de que 2018 deve ser um ano de ritmo de expansão mais forte.

2. Inadimplência controlada. Os bancos se prepararam ao longo dos últimos anos para adequar o perfil de suas carteiras (sobretudo os privados), com isso, não acreditamos em movimentos radicais, e sim em tendência de melhora ao longo dos próximos trimestres. O segmento de grandes empresas continua sendo a principal dúvida em termos de expansão das carteiras e provisionamentos.

3. Aquisições, dividendos ou recompra - foco no HSBC. O Bradesco está passando pela fase de incorporação do HSBC, portando, não deveremos passar por movimentos de aquisição ou (farto) movimento de recompra de ações pelo Bradesco nos próximos meses. A incorporação já está em fase adiantada e deveremos acompanhar seus efeitos nos trimestres vindouros.

RISCOS

1. Velocidade da recuperação econômica. O setor depende da demanda por crédito, o que ainda não deu sinais consistentes de recuperação. Um possível cenário de atraso na recuperação local, poderá se traduzir em revisões negativas para as perspectivas de resultados do banco.

2. Novos impactos em PJ (sobretudo em grandes empresas). Alguns provisionamentos realizados ao longo de 2016 ficaram bem acima da média histórica, mesmo quando comparamos a anos de recessão no país. Num possível cenário de aumento do número de empresas em recuperação judicial ou falência, poderemos ver os indicadores piorando antes de apresentar melhora. Questões políticas e investigações poderão trazer incertezas adicionais em relação ao crédito a grandes empresas.

3. Regulação ou tributação. Não acreditamos que seja preocupação de curto prazo, mas já vimos a ação aumentar a volatilidade, sobretudo com preocupações com possíveis aumentos de impostos

Disclaimer

- 1) Este relatório de análise foi elaborado pela XP Investimentos CCTVM S.A. ("XP Investimentos ou XP") de acordo com todas as exigências previstas na Instrução CVM nº 483, de 6 de julho de 2010, tem como objetivo fornecer informações que possam auxiliar o investidor a tomar sua própria decisão de investimento, não constituindo qualquer tipo de oferta ou solicitação de compra e/ou venda de qualquer produto. As informações contidas neste relatório são consideradas válidas na data de sua divulgação e foram obtidas de fontes públicas. A XP Investimentos não se responsabiliza por qualquer decisão tomada pelo cliente com base no presente relatório.
- 2) Este relatório foi elaborado considerando a classificação de risco dos produtos de modo a gerar resultados de alocação para cada perfil de investidor.
- 3) O(s) signatário(s) deste relatório declara(m) que as recomendações refletem única e exclusivamente suas análises e opiniões pessoais, que foram produzidas de forma independente, inclusive em relação à XP Investimentos e que estão sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado, e que sua(s) remuneração(es) é(são) indiretamente influenciada por receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela XP Investimentos.
- 4) O analista responsável pelo conteúdo deste relatório e pelo cumprimento da Instrução CVM nº 483/10 está indicado acima, sendo que, caso constem a indicação de mais um analista no relatório, o responsável será o primeiro analista credenciado a ser mencionado no relatório.
- 5) Os analistas da XP Investimentos estão obrigados ao cumprimento de todas as regras previstas no Código de Conduta da APIMEC para o Analista de Valores Mobiliários e na Política de Conduta dos Analistas de Valores Mobiliários da XP Investimentos.
- 6) O atendimento de nossos clientes é realizado por empregados da XP Investimentos ou por agentes autônomos de investimento que desempenham suas atividades por meio da XP, em conformidade com a ICVM nº 497/2011, os quais encontram-se registrados na Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários – ANCORD. O agente autônomo de investimento não pode realizar consultoria, administração ou gestão de patrimônio de clientes, devendo atuar como intermediário e solicitar autorização prévia do cliente para a realização de qualquer operação no mercado de capitais.
- 7) Os produtos apresentados neste relatório podem não ser adequados para todos os tipos de cliente. Antes de qualquer decisão, os clientes deverão realizar o processo de suitability e confirmar se os produtos apresentados são indicados para o seu perfil de investidor. Este material não sugere qualquer alteração de carteira, mas somente orientação sobre produtos adequados a determinado perfil de investidor.
- 8) A rentabilidade de produtos financeiros pode apresentar variações e seu preço ou valor pode aumentar ou diminuir num curto espaço de tempo. Os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. As informações presentes neste material são baseadas em simulações e os resultados reais poderão ser significativamente diferentes.
- 9) Este relatório é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamento da XP Investimentos, incluindo agentes autônomos da XP e clientes da XP, podendo também ser divulgado no site da XP. Fica proibida sua reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso da XP Investimentos.
- 10) A Ouvidoria da XP Investimentos tem a missão de servir de canal de contato sempre que os clientes que não se sentirem satisfeitos com as soluções dadas pela empresa aos seus problemas. O contato pode ser realizado por meio do telefone: 0800 722 3710.
- 11) O custo da operação e a política de cobrança estão definidos nas tabelas de custos operacionais disponibilizadas no site da XP Investimentos: www.xpi.com.br.
- 12) A XP Investimentos se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste relatório ou seu conteúdo.
- 13) A Avaliação Técnica e a Avaliação de Fundamentos seguem diferentes metodologias de análise. A Análise Técnica é executada seguindo conceitos como tendência, suporte, resistência, candles, volumes, médias móveis entre outros. Já a Análise Fundamentalista utiliza como informação os resultados divulgados pelas companhias emissoras e suas projeções. Desta forma, as opiniões dos Analistas Fundamentalistas, que buscam os melhores retornos dadas as condições de mercado, o cenário macroeconômico e os eventos específicos da empresa e do setor, podem divergir das opiniões dos Analistas Técnicos, que visam identificar os movimentos mais prováveis dos preços dos ativos, com utilização de "stops" para limitar as possíveis perdas.
- 14) *O investimento em ações é indicado para investidores de perfil moderado e agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. Ação é uma fração do capital de uma empresa que é negociada no mercado. É um título de renda variável, ou seja, um investimento no qual a rentabilidade não é preestabelecida, varia conforme as cotações de mercado. O investimento em ações é um investimento de alto risco e os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros e nenhuma declaração ou garantia, de forma expressa ou implícita, é feita neste material em relação a desempenhos. As condições de mercado, o cenário macroeconômico, os eventos específicos da empresa e do setor podem afetar o desempenho do investimento, podendo resultar até mesmo em significativas perdas patrimoniais. A duração recomendada para o investimento é de médio-longo prazo. Não há quaisquer garantias sobre o patrimônio do cliente neste tipo de produto.*
- 15) *O investimento em opções é preferencialmente indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. No mercado de opções, são negociados direitos de compra ou venda de um bem por preço fixado em data futura, devendo o adquirente do direito negociado pagar um prêmio ao vendedor tal como num acordo seguro. As operações com esses derivativos são consideradas de risco muito alto por apresentarem altas relações de risco e retorno e algumas posições apresentarem a possibilidade de perdas superiores ao capital investido. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto.*
- 16) *O investimento em termos é indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. São contratos para compra ou a venda de uma determinada quantidade de ações, a um preço fixado, para liquidação em prazo determinado. O prazo do contrato a Termo é livremente escolhido pelos investidores, obedecendo o prazo mínimo de 16 dias e máximo de 999 dias corridos. O preço será o valor da ação adicionado de uma parcela correspondente aos juros – que são fixados livremente em mercado, em função do prazo do contrato. Toda transação a termo requer um depósito de garantia. Essas garantias são prestadas em duas formas: cobertura ou margem.*
- 17) *O investimento em Mercados Futuros embute riscos de perdas patrimoniais significativos, e por isso é indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. Commodity é um objeto ou determinante de preço de um contrato futuro ou outro instrumento derivativo, podendo consubstanciar um índice, uma taxa, um valor mobiliário ou produto físico. É um investimento de risco muito alto, que contempla a possibilidade de oscilação de preço devido à utilização de alavancagem financeira. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto. As condições de mercado, mudanças climáticas e o cenário macroeconômico podem afetar o desempenho do investimento.*
- 18) ESTA INSTITUIÇÃO É ADERENTE AO CÓDIGO ANBIMA DE REGULAÇÃO E MELHORES PRÁTICAS PARA ATIVIDADE DE DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS DE INVESTIMENTO NO VAREJO.